

---

# Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras

---

*André Luiz Carvalho da Silva*

## RESUMO

O objetivo no presente artigo é analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil. Os resultados mostram alto grau de concentração do capital votante. Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui parcela significativa do capital votante. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Nota-se, também, diferença razoável entre o percentual de votos e o de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Esse mecanismo parece ser usado pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa sem possuir 50% do capital total. Os resultados dos testes revelam que existe uma relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. As conclusões que utilizam a estrutura indireta são substancialmente as mesmas da estrutura direta, mas as variáveis da estrutura indireta têm maior poder explicativo do que as da estrutura direta. Uma possível explicação para a melhoria dos resultados estatísticos é que as variáveis da estrutura indireta realmente medem quem é o dono, em última instância, das empresas. Portanto, o estudo das questões acerca da propriedade das empresas não deve ficar restrito à propriedade direta, mas aprofundar-se em quem é o controlador final das empresas.

**Palavras-chave:** governança corporativa, valor, alavancagem, política de dividendos.

## 1. INTRODUÇÃO

O conceito de governança corporativa existe há mais de 50 anos. No entanto, embora não seja um tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem-se transformando em uma preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos sejam emergentes. Nesse sentido, foram realizadas várias pesquisas, a partir dos anos 1980, nos Estados Unidos, na Europa, no Japão e em

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

---

*André Luiz Carvalho da Silva*, Graduado em Engenharia de Produção, Mestre e Doutor em Administração de Empresas pela Universidade Federal do Rio de Janeiro, Graduado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro, é Professor de Economia e Finanças na Universidade Federal do Rio de Janeiro (CEP 21949-900 — Rio de Janeiro/RJ, Brasil).  
E-mail: andres@domain.com.br;  
andrec@coppead.ufrj.br  
Endereço:  
Universidade Federal do Rio de Janeiro  
Prédio do Coppead  
Rua 36, nº 355  
Cidade Universitária — Ilha do Fundão  
21949-900 — Rio de Janeiro — RJ

mercados emergentes, para examinar os modelos de governança corporativa e suas conseqüências sobre o desempenho, a estrutura de capital e a política de dividendos das empresas.

No Brasil, o debate em torno da governança corporativa intensificou-se bastante na última década, à medida que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários estão mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais.

Portanto, a abertura da economia brasileira, o aumento dos investimentos estrangeiros no País, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais têm estimulado e tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de governança corporativa. Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança das empresas no País destacam-se: criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo; a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01); a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre o assunto.

A governança corporativa é um tema bastante abrangente. Embora ocorra em diversas dimensões, a análise pode ser centrada na estrutura de controle e propriedade das empresas, levando-se em conta que essa dimensão está intimamente ligada com as demais. Portanto, a governança corporativa pode ser analisada do ponto de vista da dissociação entre propriedade e controle. Shleifer e Vishny (1997) argumentam que a estrutura de controle e propriedade é, junto com a proteção legal, um dos dois determinantes da governança corporativa.

A compreensão da estrutura de controle e propriedade é de fundamental importância uma vez que influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo, primeiramente mostrando o grau de diversificação de risco dos acionistas e depois demonstrando um potencial problema de agência na direção da firma. Pode haver um problema de agência entre a administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

O objetivo no presente artigo é analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil. Na seção 2 apresentam-se o referencial teórico, com os principais estudos da literatura nacional e internacional, e as hipóteses a serem testadas. Na seção 3 descreve-se a amostra de dados e a metodologia utilizada nos testes.

Na seção 4 apresentam-se os resultados do cálculo da estrutura de composição acionária direta e indireta das companhias brasileiras e suas relações com o valor de mercado, a estrutura de capital e o *payout*. Na seção 5 conclui-se o estudo.

## 2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Grande parte da literatura que estudou o problema de separação entre propriedade e controle o fez em um ambiente em que a propriedade é difusa, ou seja, um ambiente marcado por grande número de pequenos acionistas, cada um com uma parcela muito pequena do capital. Berle e Means (1932), ao analisarem a estrutura de propriedade das empresas nos Estados Unidos, observaram a prevalência de empresas de capital aberto com propriedade diluída entre vários pequenos acionistas minoritários. Essa idéia foi amplamente adotada como modelo de corporação nas economias modernas.

Entretanto, estudos recentes concluíram que poucos são os países caracterizados por empresas com propriedade difusa. Essa estrutura ocorre basicamente em grandes corporações de países anglo-saxões. Ao contrário deles, países como França, Itália e Alemanha, entre outros, caracterizam-se por forte concentração de propriedade e controle.

Jensen e Meckling (1976) e Morck, Shleifer e Vishny (1988) produziram importantes contribuições à pesquisa sobre estrutura de propriedade e avaliação corporativa. Jensen e Meckling concluíram que a concentração de propriedade é benéfica para a avaliação das corporações, porque grandes investidores monitoram melhor os administradores. Morck, Shleifer e Vishny distinguiram efeitos positivos e negativos. Eles sugerem que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz os conflitos de interesse e, conseqüentemente, aumenta o valor para o acionista.

Pesquisas recentes sugerem que maiores direitos sobre fluxo de caixa estão associados a melhor avaliação das companhias. Em contraste, a concentração de direitos de controle e a separação dos direitos de voto dos de fluxo de caixa têm efeito negativo no valor das firmas. Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1998, 1999, 2000a, 2002), Morck, Shleifer e Vishny (1988), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Claessens *et al.* (2000) estudaram os conflitos de interesse entre os grandes acionistas e os minoritários. Quando grandes investidores controlam uma corporação, suas políticas podem resultar em expropriação dos acionistas minoritários. Assim, essas empresas não são atraentes para os pequenos acionistas e seu valor é reduzido.

A literatura brasileira sobre governança corporativa concentra-se principalmente nos estudos realizados a partir da década de 1990. Procianny e Comerlato (1994) questionam se, na possibilidade de existência de conflito de agência no mercado brasileiro, os investidores dele estariam conscientes. Os autores afirmam que o custo dessa relação de agência seria a diferença do valor da ação, isto é, o valor que o minoritário estaria disposto a pagar a menos pela companhia que é prejudicada.

Valadares e Leal (2000) e Leal, Carvalho da Silva e Valadares (2002) analisaram as estruturas direta e indireta de controle e encontraram alto grau de concentração de controle nas empresas brasileiras. Essa concentração ocorre principalmente com a violação da regra **uma ação-um voto** por meio da utilização de ações sem direito a voto.

Portanto, diversas pesquisas sugerem que a concentração do direito de voto nas mãos dos acionistas controladores pode ser associada com maior grau de expropriação dos minoritários, uma vez que grandes acionistas preferem auferir benefícios privados do controle, que não são divididos com os minoritários. Sendo assim, maior concentração dos direitos de voto pelos acionistas controladores estaria associada a maior expropriação dos acionistas minoritários. Logo, a primeira hipótese a ser testada é:

**H1:** Quanto maior a concentração dos direitos de voto com o controlador, menor o valor da empresa.

Jensen e Meckling (1976) concluem que a concentração de propriedade é benéfica para as corporações, porque grandes investidores são mais eficientes no monitoramento dos administradores de uma companhia. Morck, Shleifer e Vishny (1988) sugerem que a ausência de separação entre propriedade e controle reduz os conflitos de interesse. La Porta *et al.* (1999) lembram que o poder dos controladores de expropriar os *outsiders* é limitado pelo incentivo financeiro de não o fazer. Uma fonte importante de tal incentivo seria a propriedade de direitos sobre os fluxos de caixa pelo acionista controlador. Claessens, Djankov e Lang (2000) e Claessens *et al.* (2000) argumentam que maior propriedade de direitos sobre fluxos de caixa por parte dos controladores afeta positivamente a avaliação das empresas pelo mercado. Dessa forma, maior concentração dos direitos sobre fluxo de caixa com o controlador estaria associada a menor expropriação do minoritário. A segunda e a terceira hipóteses derivam desses argumentos em relação a valor de mercado e potencial expropriação dos acionistas minoritários.

**H2:** Quanto maior a concentração dos direitos de fluxo de caixa, maior o valor da empresa.

**H3:** Quanto maior a razão entre a concentração dos direitos de voto e direitos de fluxo de caixa, menor o valor da empresa.

Uma vertente na literatura sobre governança corporativa concentra-se na questão da minimização do custo de capital, intimamente relacionada com a estrutura de capital das empresas. Com a separação entre propriedade e controle, o financiamento interno (geração própria de caixa) é menos arriscado e, conseqüentemente, menos oneroso do que o financiamento externo (tanto por emissão de ações quanto de dívidas). Quando a governança corporativa é ineficiente, o risco de expropriação é maior e as empresas dependem basicamente do financiamento interno.

A escolha entre financiamento por ações e endividamento depende da proteção legal dos acionistas, já que as regras legais e sua execução determinam a boa vontade dos investidores em financiar as empresas. Os acionistas tendem a exigir proteção maior do que as outras partes interessadas, não só porque são os últimos a receber em caso de quebra da empresa, mas também pelo fato de os contratos de dívida serem mais facilmente executáveis. Quando o risco de expropriação percebido pelos acionistas e credores diminui, as empresas beneficiam-se do acesso a fontes externas de financiamento mais diversificadas e menos onerosas.

A literatura, internacional e brasileira, é vasta sobre os fatores determinantes da estrutura de capital. No entanto, poucos artigos analisaram a influência da estrutura de controle e propriedade nas decisões de estrutura de capital, entre eles, Stulz, (1988), Harris e Raviv, (1991), Novaes e Zingales (1995), Procianny (1994), Procianny e Kraemer (2001) e Gomes e Leal (2001). Nascimento (2000) e Schnorrenberger e Procianny (2002) analisaram a relação entre a estrutura de controle e a estrutura de capital nas companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Os resultados indicam que existe influência da estrutura de controle acionário sobre as decisões da estrutura de capital.

Como a concentração do controle tende a diminuir o valor da empresa em virtude da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, pode-se esperar que empresas com grande concentração de controle tenham alto nível de endividamento, já que o acionista exigirá retornos elevados devido à possibilidade de expropriação e, portanto, o financiamento por meio da emissão de dívidas torna-se uma fonte mais barata para custear os investimentos. Portanto, a quarta hipótese a ser testada é a seguinte:

**H4:** Empresas com grande concentração dos direitos de voto têm alta alavancagem.

Por outro lado, o aumento da concentração dos direitos de fluxo de caixa está associado a maior valor da empresa, tornando o custo de capital próprio mais barato e estimulando o financiamento via emissão de ações. Assim, pode-se esperar que empresas com alta concentração dos direitos de fluxo de caixa tenham baixo nível de alavancagem. Logo, a quinta hipótese a ser testada é:

**H5:** Empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa têm baixa alavancagem.

Conjugando os argumentos acima, pode-se esperar que empresas com alta separação entre direitos de voto e fluxo de caixa dos controladores tenham alto nível de endividamento, uma vez que o acionista exigirá retornos elevados devido à possibilidade de expropriação, e, portanto, o financiamento via emissão de dívidas torna-se uma fonte mais

barata quando comparada com capital próprio. A sexta hipótese a ser testada é:

**H6:** Empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm alta alavancagem.

Nos últimos anos, vem crescendo o interesse dos meios acadêmico e empresarial pelas relações entre governança corporativa e política de distribuição de lucros aos acionistas. La Porta *et al.* (2000b) reportam que companhias situadas em países com maior proteção legal aos acionistas minoritários (baseados no *Common Law*) pagam dividendos superiores quando comparadas com aquelas de países onde as proteções legais são menos rígidas (*Civil Law*). O pagamento de *payout* maior de dividendos pode ser considerado um meio de estabelecer uma reputação para tratar os acionistas minoritários adequadamente.

Uma vez que a concentração do controle tende a diminuir o valor da empresa em virtude da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, pode-se esperar que as empresas com grande concentração de controle tenham baixo *payout*, já que o acionista controlador tenderá a distribuir pequena (ou nenhuma) parcela dos lucros sob a forma de dividendos, expropriando os acionistas minoritários. Portanto, a sétima hipótese a ser testada é a seguinte:

**H7:** Empresas com grande concentração dos direitos de voto têm baixo *payout*.

Por outro lado, o aumento da concentração dos direitos de fluxo de caixa está associado a maior valor da empresa, em virtude do alinhamento de interesses entre controlador e minoritários. Assim, pode-se esperar que empresas com alta concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador distribuam maiores parcelas de lucros sob a forma de dividendos, formulando a oitava hipótese:

**H8:** Empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa têm alto *payout*.

Conjugando os argumentos acima, pode-se esperar que empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa dos controladores têm baixo *payout*, já que o acionista controlador tenderá a distribuir pequena (ou nenhuma) parcela dos lucros sob a forma de dividendos, expropriando os acionistas minoritários. A última hipótese a ser testada é:

**H9:** Empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa têm baixo *payout*.

### 3. DADOS E METODOLOGIA

A amostra abrange 225 companhias listadas na Bovespa no ano de 2000. Informações sobre a composição acionária

das empresas foram coletadas no banco de dados do Infoinvest (*Bowne Global Solutions*). A amostra não incluiu instituições financeiras nem empresas sem informações disponíveis ou completas, com patrimônio líquido ou lucro líquido negativo e cujas ações não foram negociadas na Bovespa durante o mês de dezembro de 2000. A amostra representa 45% do número de companhias registradas na Bovespa e aproximadamente 70% da capitalização de mercado total da Bovespa.

O estudo das questões acerca da propriedade das empresas não deve ficar restrito à propriedade direta, mas sim aprofundar-se nas questões de quem é o controlador final das empresas. Se as ações de uma empresa forem de propriedade de outra empresa, deve-se procurar identificar os acionistas dessa segunda empresa, e assim por diante. Nesse caso, o que se está estudando denomina-se propriedade indireta.

Assim, foram analisadas duas formas de composição acionária: a direta e a indireta. Acionistas diretos são aqueles que possuem ações da própria companhia. Serão considerados todos os acionistas com mais de 5% do capital votante, uma vez que esse é o limite para identificação obrigatória dos acionistas no Brasil. Composição indireta diz respeito a acionistas que detêm a propriedade da empresa em última instância. Por exemplo, se um acionista é controlador da companhia A que, por sua vez, é controladora da companhia B, o acionista é controlador direto da companhia A e indireto da companhia B.

Tendo em vista que as companhias brasileiras possuem ações com e sem direito a voto, foram consideradas duas formas de concentração de propriedade: uma medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa; e outra medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto da empresa.

A metodologia de cálculo da participação indireta baseou-se na literatura nacional e internacional, em especial, Valadares e Leal (2000), Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2002), La Porta *et al.* (1998, 2000a, 2002), Claessens, Djankov e Lang (2000) e Claessens *et al.* (2000). Supondo-se que um acionista possui **diretamente** 60% da firma A, que possui 51% da firma B, ele possui **indiretamente** 30,60% da propriedade da firma B (o produto das duas participações na cadeia de direitos de fluxo de caixa, ou seja,  $60\% * 51\%$ ) e controla 51% da firma B (o menor valor na cadeia de direitos de voto).

Dessa forma, a composição acionária foi sendo analisada para trás até que fosse possível classificar os verdadeiros proprietários em um dos seguintes grupos:

- indivíduos ou famílias;
- investidores estrangeiros (tanto indivíduos quanto instituições);
- governo;
- investidores institucionais (bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou fundos de investimento).

Foram analisadas as estruturas direta e indireta de controle (capital votante, representado pelas ações ordinárias) e de pro-

priedade (capital total, representado por ações ordinárias e preferenciais). Os direitos de fluxo de caixa e voto podem ser bastante diferentes devido ao uso de ações não-votantes e estruturas indiretas, chamadas de pirâmides — estruturas em que uma entidade controla uma empresa que, por sua vez, controla outras empresas, e assim por diante.

Os acordos de acionistas sobre compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto ou do poder de controle são formas de aumentar o controle. Por isso, neste trabalho, considerou-se a presença de acordos de acionistas. Portanto, se existir na companhia um acordo de acionista regulando o direito de voto em conjunto entre mais de um acionista, considerou-se esse grupo como uma unidade de análise, ou seja, o grupo de acionistas com acordo de voto é considerado um só acionista agindo em bloco.

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

Uma vez que a governança corporativa está relacionada com o controle das corporações, é fundamental identificar a estrutura de controle e propriedade. As categorias de controle e propriedade diferenciam-se quanto a concentração da propriedade e origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional). Portanto, a propriedade tem duas dimensões principais: a identidade do maior proprietário e a concentração da propriedade por ele possuída. Nesse contexto, realizou-se uma outra classificação das empresas brasileiras baseada na identificação dos proprietários. Assim, as empresas foram divididas em dois grupos: firmas com um acionista majoritário e firmas sem um acionista majoritário. As empresas com acionistas majoritários foram divididas de acordo com a origem do capital (familiar, estatal, estrangeiro e investidor institucional).

O objetivo da classificação das empresas de acordo com a identidade do maior proprietário e com a concentração da propriedade por ele possuída é verificar se existe diferença significativa entre as empresas no que se refere ao valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos. Para medir o valor de mercado, utilizou-se o Q de Tobin, que representa o valor de mercado dos ativos dividido pelo seu custo de reposição. Morck, Shleifer e Vishny (1988), McConnel e Servaes (1990) e La Porta *et al.* (2000a, 2002) utilizaram o Q de Tobin para medir o desconto no valor de mercado das empresas resultante de expropriação.

O numerador do Q de Tobin é o valor de mercado dos ativos da companhia. Aqui o numerador do Q de Tobin corres-

ponde, portanto, ao valor dos ativos subtraído do valor patrimonial das ações e acrescido do valor de mercado das ações. O denominador do Q de Tobin é o valor de reposição dos ativos. Utilizou-se o valor dos ativos para representar essa variável. A estrutura de capital foi calculada pela razão entre passivo financeiro exigível e ativo total, ou seja, a alavancagem financeira é medida pela proporção de dívida no ativo total da empresa. O *payout* foi calculado como o percentual do lucro líquido de 2000 distribuído sob a forma de dividendos.

A primeira análise realizada foi um teste paramétrico de comparação de médias, visando verificar se existe diferença entre o valor de mercado, a alavancagem financeira e o *payout* das empresas classificadas nos grupos de acordo com a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e a concentração de controle e propriedade.

Posteriormente, foi conduzida uma análise mais rigorosa contemplando os procedimentos estatísticos de regressão linear múltipla. Essa técnica justifica-se no presente trabalho pelo fato de possibilitar o estudo de como as variáveis independentes, especialmente as estruturas direta e indireta de controle e propriedade, influenciam o valor de mercado, a estrutura de capital e o *payout* das empresas brasileiras. Portanto, assume-se uma relação de causalidade entre as variáveis, de modo que a variável dependente utilizada seja explicada pelas variáveis independentes. Na regressão múltipla, supõe-se que a verdadeira relação entre a variável independente seja dada pela seguinte equação, onde  $\varepsilon$  é uma variável aleatória normal, com média 0 e variância desconhecida:

$$Y = a_1X_1 + a_2X_2 + a_3X_3 + \dots + a_{N-1}X_{N-1} + a_NX_N + \varepsilon$$

Foram rodadas regressões para cada uma das variáveis dependentes (Q de Tobin, alavancagem e *payout* de dividendos). As variáveis independentes incluem medidas da estrutura de controle e propriedade (capital votante, capital total e razão capital votante-capital total do maior, dos três maiores e dos cinco maiores acionistas), além de variáveis que influenciam as variáveis dependentes, previamente identificadas e selecionadas na literatura. Foram testadas, também, especificações incluindo o (capital votante)<sup>2</sup>, o (capital total)<sup>2</sup>, a (razão capital votante/total)<sup>2</sup> e as *dummies* indicando a origem do controlador. A inclusão de variáveis quadráticas está coerente com uma relação curvilínea entre desempenho das empresas e estrutura de controle e propriedade encontrada por Morck, Shleifer e Vishny (1988) e McConnel e Servaes (1990). A tabela 1 ilustra as variáveis incluídas em cada modelo.

Vale ressaltar que, em todas as especificações, foram inseridas variáveis *dummies* setoriais, para controlar as características de setores específicos da economia. A idéia por trás desse ajuste é que cada setor industrial pode estar em um estágio diverso de maturidade, crescimento e apresentar peculiaridades que determinam a avaliação, a estrutura de capital e a política de dividendos de suas companhias.

**Tabela 1**  
**Modelos de Regressão Múltipla Utilizados**

Variáveis Independentes	Variáveis Dependentes		
	Q de Tobin	Alavancagem (Passivo Exigível/Passivo Total)	Payout (Dividendos/Lucro Líquido)
Alavancagem (Passivo Exigível/Passivo Total)	X		X
Tamanho (Ln (Ativo))	X	X	X
Recursos Sobre os Ativos (ROA) – (EBITDA/Ativo)	X	X	X
Capital Votante	X	X	X
Capital Total	X	X	X
Capital Votante/Total	X	X	X
(Capital Votante) <sup>2</sup>	X	X	X
(Capital Total) <sup>2</sup>	X	X	X
(Capital Votante/Total) <sup>2</sup>	X	X	X
Ativo Fixo/Ativo Total		X	
Disponibilidades/Ativo Total			X
Volatilidade do Preço da Ação			X
Dummy Majoritário Estrangeiro	X	X	X
Dummy Majoritário Governo	X	X	X
Dummy Majoritário Institucional	X	X	X

**Nota:** Análise de regressão linear múltipla para estudar o efeito de estrutura direta e indireta de controle e propriedade no valor, alavancagem e *payout* de 225 empresas brasileiras em 2000. As variáveis independentes variam de acordo com a variável dependente modelada. As variáveis independentes da estrutura de controle e propriedade são: capital votante, capital total, razão capital votante/total, (capital votante)<sup>2</sup>, (capital total)<sup>2</sup>, (razão capital votante/capital total)<sup>2</sup>, e *dummy* indicando a origem do capital do controlador. O símbolo "X" indica que a variável foi incluída na modelagem.

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A tabela 2 mostra a estrutura direta de controle e propriedade das empresas brasileiras em 2000. Das 225 empresas, 203 (90%) têm um único acionista que possui mais de 50% do capital votante. Esse acionista possui uma média de 76% do capital votante. Dentre as companhias cujo controle não está nas mãos de um único acionista (22), o maior deles possui, em média, 37% do capital votante. Os resultados revelam alto grau

de concentração do capital votante. Isso demonstra que, mesmo quando um único acionista não tem a maioria dos votos, o maior acionista possui parcela considerável deles. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Considerando toda a amostra, o maior acionista, os três maiores e os cinco maiores possuem, respectivamente, 72%, 85% e 87% dos votos.

Também se pode notar diferença razoável entre o percentual de votos e o de capital total nas mãos dos grandes acionistas.

**Tabela 2**  
**Composição Acionária Direta das Companhias Brasileiras em 2000**

Acionista	Companhias Com Acionista Majoritário (203)		Companhias Sem Acionista Majoritário (22)		Total da Amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
	%	%	%	%	%	%
Maior	76	54	37	23	72	51
Três Maiores	88	65	62	41	85	62
Cinco Maiores	89	65	66	44	87	63

**Nota:** Composição acionária direta média de 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa. Uma companhia com um acionista majoritário é aquela na qual um acionista possui mais de 50% do capital votante.

No Brasil, a legislação anterior permitia que empresas emitissem ações sem direito a voto (ações preferenciais) em uma proporção de até dois terços do total das ações. Essa regra ainda é válida para as companhias abertas já existentes, uma vez que a nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 10.303/2001) mudou a proporção de ações ordinárias e preferenciais de dois terços para 50% somente para as empresas fechadas que decidirem abrir seu capital e para as novas companhias abertas.

Dessa forma, a legislação permite que empresas abertas emitam ações sem abrir mão do controle, sendo, portanto, um meio de separar propriedade e controle. Esse mecanismo parece ser usado pelos grandes acionistas para manter o controle da empresa sem ter de possuir 50% do capital total. Em empresas com um único acionista majoritário, este possui uma média de 76% dos votos, mas apenas 54% do capital total. Considerando a amostra inteira, os cinco maiores acionistas possuem 87% dos votos, mas apenas 63% do capital total.

A tabela 3 mostra a estrutura indireta de controle e propriedade das empresas brasileiras em 2000. No caso de empresas cujo maior acionista possui mais de 50% do capital votante diretamente, a propriedade indireta é mais diluída. Na forma direta, o acionista majoritário possui, em média, 76% do capital votante e 54% do total, enquanto indiretamente as participações são de, respectivamente, 69% e 40%. Por outro lado, essa redução na participação do maior acionista não ocorre em empresas em que não existe um acionista majoritário. Pelo contrário, os dados mostram um pequeno aumento no capital investido para esses casos. Na forma direta, o maior acionista possui, em média, 37% do capital votante e 23% do total, enquanto indiretamente as participações são de, respectivamente, 40% e 24%. Esse fato pode indicar a utilização de estruturas piramidais para manter o controle com investimento reduzido na empresa.

A utilização de estrutura piramidal não parece ser um esforço para evitar a regra **uma ação-um voto** em empresas brasileiras. A legislação nacional permite que se tenha o controle direto da companhia com 17% do capital total direto. Indiretamente, esse número poderia ser ainda menor. Não é isso que a

tabela 3 mostra. A participação indireta no capital total do acionista controlador, quando ele mantém o controle indiretamente, é em média de 43% e de 16% mesmo quando ele não mantém o controle. A participação no capital votante também é bem mais alta que 50% na maioria dos casos, mesmo indiretamente.

Posteriormente, as 203 empresas com acionista controlador foram classificadas de acordo com a origem do capital. A tabela 4 ilustra as estruturas direta e indireta de controle e propriedade das empresas de acordo com a identidade do acionista controlador (estrangeiro, estatal, familiar e institucional). Das 203 empresas, 108 são controladas por grupos familiares, 60 por investidores estrangeiros, 19 por investidores institucionais e 16 pelo governo. Na média, os investidores institucionais possuem diretamente 80% do capital votante, enquanto os estrangeiros, o governo e as famílias possuem, respectivamente, 79%, 75% e 73%. Na estrutura indireta, a participação dos investidores institucionais no capital votante cai para 64%, enquanto os investidores estrangeiros, o governo e as famílias possuem, respectivamente, 74%, 77% e 66% dos direitos de voto.

A tabela 5 mostra a presença de acordos de acionistas, estruturas de pirâmides e porcentual de ações ordinárias no capital total da empresa. Esses três mecanismos estão intimamente ligados com a estrutura de controle e propriedade e com a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários, uma vez que podem aumentar a separação entre direito de voto e fluxo de caixa.

Os acordos de acionistas estão presentes em 27% das empresas controladas por famílias, contrastando com os 6% de empresas estatais que possuem esses acordos. De forma geral, 23% das empresas brasileiras têm acordos de acionistas, influenciando a governança empresarial, na medida em que os acordos de acionistas sobre exercício do direito de voto ou do poder de controle são uma forma de aumentar o controle.

A maior parte das empresas (86%) possui estruturas de pirâmides, que tendem a ser menos utilizadas em empresas estatais (63%) e mais utilizadas em empresas familiares (91%) e estrangeiras (87%). A emissão de ações preferenciais é comum

**Tabela 3**

**Composição Acionária Indireta das Companhias Brasileiras em 2000**

Acionista	Companhias Com Acionista Majoritário (203)		Companhias Sem Acionista Majoritário (22)		Total da Amostra (225)	
	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
	%	%	%	%	%	%
Maior	69	40	40	24	66	38
Três Maiores	83	51	61	39	81	50
Cinco Maiores	85	54	64	41	83	52

**Nota:** Composição acionária indireta média de 225 companhias brasileiras listadas na Bovespa. Uma companhia com um acionista majoritário é aquela na qual um acionista possui mais de 50% do capital votante diretamente.

Tabela 4

## Participação Acionária dos Diversos Grupos Controladores em 2000

		Firmas		Participação Direta		Participação Indireta	
		Número	%	Capital Votante	Capital Total	Capital Votante	Capital Total
				%	%	%	%
Amostra Total		225	100	72	51	66	38
Firmas Com Acionista Controlador	Família	108	48	73	46	66	31
	Governo	16	7	75	57	77	51
	Estrangeiro	60	27	79	62	74	56
	Institucional	19	8	80	66	64	33
	Total	203	90	76	54	69	40
Firmas Sem Acionista Controlador		22	10	37	23	40	24

**Nota:** As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e a composição acionária de cada uma foi analisada.

Tabela 5

## Mecanismos de Separação entre Controle e Propriedade no Brasil

		Empresas com Acordo de Acionistas	Empresas com Pirâmide	Ações ON no Capital Total
		%	%	%
Amostra Total		23	86	53
Firmas Com Acionista Controlador	Família	27	91	49
	Governo	6	63	64
	Estrangeiro	20	87	56
	Institucional	21	79	51
	Total	23	86	53
Firmas Sem Acionista Controlador		27	82	59

**Nota:** As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e analisou-se a presença de três mecanismos de separação entre controle e propriedade: acordo de acionistas, pirâmides e percentual de ações ordinárias no capital total.

no Brasil, já as ações ordinárias representam, na média, 53% do capital total das companhias. O percentual de ações ordinárias no capital total é menor nas empresas controladas por famílias (49%) e investidores institucionais (51%), aumentando a separação entre controle e propriedade. Por outro lado, as empresas estatais são as que mais possuem ações ordinárias em relação ao capital total (64%).

A tabela 6 mostra o valor (Q de Tobin), a alavancagem financeira e o *payout* das empresas brasileiras de acordo com a identidade do acionista controlador (estrangeiro, estatal,

familiar e institucional). As firmas sem acionista controlador apresentam o Q de Tobin mais elevado (1,19) do que aquelas com acionista controlador (1,07). Como nessa análise focou-se o direito de voto (controle), essa evidência parece comprovar a hipótese 1, ou seja, maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a menor valor das empresas. Portanto, embora as diferenças não sejam estatisticamente significativas, existe evidência da relação inversa entre concentração de controle e valor de mercado. Além disso, existe evidência estatística de que empresas controladas pelo governo tendem a ser menos valorizadas (Q=0,76) do que as empresas controladas por famílias (Q=1,09), estrangeiros (Q=1,10) e investidores institucionais (Q=1,16). Em relação à estrutura de capital, não existe diferença significativa entre a alavancagem das firmas sem acionista controlador (67%) e a das com acionista controlador (66%). Existe evidência estatística de que empresas controladas pelo governo tendem a ser menos alavancadas (47%) do que as empresas controladas por investidores institucionais (61%), estrangeiros (62%) e famílias (72%).

Não existe diferença estatisticamente significativa entre o *payout* médio das firmas sem acionista controlador (35%) e o das com acionista controlador (31%). Embora não haja significância estatística, as empresas controladas pelo governo tendem a ter *payout* maior (36%) do que as controladas por famílias (28%), investidores institucionais (34%) e estrangeiros (35%).

Tabela 6

## Valor, Alavancagem e Payout das Empresas Brasileiras em 2000

	Q de Tobin	Alavancagem %	Payout %
Amostra Total	1,08	66	32
Firmas Com			
Família	1,09	72	28
Governos	0,76*	47*	36
Acionista			
Estrangeiro	1,10	62	35
Controlador			
Institucional	1,16	61	34
Total	1,07	66	31
Firmas Sem Acionista Controlador	1,19	67	35

**Nota:** O símbolo \* indica diferença de média estatisticamente significativa a 1% entre o Q de Tobin e a alavancagem de empresas do Governo e empresas com outros ou sem acionista controlador. As companhias que possuem um acionista controlador foram classificadas segundo a origem do capital (estrangeiro, estatal, familiar e institucional) e realizou-se uma comparação entre valor (Q de Tobin), alavancagem (passivo exigível/passivo total) e *payout* (dividendos/lucro líquido) para os diversos grupos.

Em seguida, foi conduzida uma análise mais rigorosa contemplando os procedimentos estatísticos de regressão linear múltipla. No presente artigo, apresentar-se-ão somente os resultados da estrutura indireta. Eles são substancialmente os mesmos da estrutura direta, mas na estrutura indireta os valores-*p* (*p-values*) das variáveis relacionadas à governança corporativa tendem a ser menores do que na estrutura direta, significando que as variáveis da estrutura indireta têm maior poder explicativo.

A tabela 7 mostra os resultados das seis especificações de modelos para o estudo do valor de mercado das empresas brasileiras, considerando a estrutura indireta de controle e propriedade. Embora somente algumas variáveis de estrutura de controle e propriedade tenham apresentado significância estatística, os sinais dos coeficientes confirmam o previsto pela teoria. O coeficiente negativo do capital votante confirma a hipótese 1, ou seja, maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a menor valor das empresas. O coeficiente positivo do capital total confirma a hipótese 2, isto é, quanto maior a concentração dos direitos de fluxo de caixa com o controlador, maior o valor da empresa. Finalmente, o coeficiente negativo da razão capital votante/capital total confirma a hipótese 3, ou seja, quanto maior a razão entre a concentração dos direitos de voto e direitos de fluxo de caixa dos controladores, menor o valor da empresa. No tocante ao maior acionista, a relação negativa entre concentração de capital votante e valor de mercado é estatisticamente significativa a 10%.

Embora com pouca significância estatística, existe diferença entre o valor de mercado das empresas em função da origem do capital. Empresas com acionistas majoritários estrangeiros tendem a apresentar valor superior quando comparadas às fa-

miliares. As estatais, por sua vez, tendem a ser as menos valorizadas de todas. Uma possível explicação é que nas empresas do governo a governança é mais complexa pela presença de mais um agente: os políticos. Nesse contexto, os direitos de controle (nas mãos do governo) estão totalmente dissociados do fluxo de caixa ou dos direitos de propriedade, já que a propriedade está pulverizada entre os contribuintes, detentores em última análise das empresas estatais.

As variáveis quadráticas (capital votante, capital total e razão capital votante/total), em geral, não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos. A alavancagem, o retorno sobre ativos (ROA) e o tamanho apresentam relação positiva com o valor das empresas, conforme o previsto pela teoria.

A tabela 8 mostra os resultados das seis especificações de modelos para o estudo da alavancagem das empresas brasileiras, considerando a estrutura indireta de controle e propriedade. Todos os sinais dos coeficientes confirmam o previsto pela teoria, e algumas variáveis de estrutura de controle e propriedade apresentaram significância estatística. Nesse sentido, a relação entre alavancagem e concentração de capital votante, capital total e a separação entre capital votante e capital total são estatisticamente significativas a 5%, quando se consideram os três e cinco maiores acionistas.

O coeficiente positivo do capital votante confirma a hipótese 4, ou seja, empresas com grande concentração dos direitos de voto têm alto nível de alavancagem. O coeficiente negativo do capital total confirma a hipótese 5, isto é, empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa têm baixo nível de alavancagem. Finalmente, o coeficiente positivo da razão capital votante/capital total confirma a hipótese 6, ou seja, empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos dos controladores têm alto nível de alavancagem.

Não existe diferença estatisticamente significativa entre alavancagem das empresas em função da origem do capital. Empresas com acionistas majoritários familiares tendem a apresentar maior alavancagem quando comparadas com as demais; já as empresas estatais tendem a ser as menos alavancadas de todas. Conforme o previsto pela teoria, o percentual de ativos fixos sobre ativo total apresenta coeficiente positivo estatisticamente significativo a 1%; o tamanho e o ROA apresentam coeficientes negativos estatisticamente significativos a 1% ou 5%, dependendo da especificação. As variáveis quadráticas (capital votante, capital total e razão capital votante/total) não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos.

A tabela 9 mostra os resultados das seis especificações de modelos para o estudo do *payout* das empresas brasileiras, con-

Tabela 7

## Efeito da Estrutura Indireta de Controle e Propriedade no Valor

	Maior Acionista		Três Maiores Acionistas		Cinco Maiores Acionistas	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	0,21 (0,38)	-0,15 (0,89)	0,27 (0,32)	-0,86 (0,58)	0,30 (0,28)	-1,16 (0,47)
Alavancagem	1,06* (0,00)	1,06* (0,00)	1,06* (0,00)	1,06* (0,00)	1,06* (0,00)	1,06* (0,00)
Ln (Ativo)	0,01 (0,48)	0,01 (0,58)	0,01 (0,61)	0,01 (0,58)	0,01 (0,48)	0,01 (0,56)
ROA	1,03* (0,00)	0,85* (0,01)	1,08* (0,00)	0,87* (0,01)	1,11* (0,00)	0,84* (0,01)
Capital Votante	-0,25*** (0,10)	-2,82 (0,13)	-0,30 (0,11)	-4,22 (0,12)	-0,26 (0,20)	-2,51 (0,36)
Capital Total	0,11 (0,44)	1,61 (0,54)	0,15 (0,35)	2,10 (0,58)	0,03 (0,87)	0,59 (0,88)
Capital Votante/Total	-0,00 (0,89)	-0,09 (0,91)	-0,01 (0,49)	-0,33 (0,78)	-0,01 (0,72)	-0,72 (0,54)
(Capital Votante) <sup>2</sup>		-1,91** (0,03)		-2,83** (0,02)		-1,88 (0,12)
(Capital Total) <sup>2</sup>		1,00 (0,46)		1,46 (0,42)		0,65** (0,72)
(Capital Votante/Total) <sup>2</sup>		-0,02 (0,87)		-0,13 (0,48)		-0,19 (0,31)
Majoritário Estrangeiro		0,12*** (0,08)		0,11 (0,13)		0,11 (0,13)
Majoritário Governo		-0,07 (0,52)		-0,06 (0,60)		-0,07 (0,56)
Majoritário Institucional		0,16 (0,11)		0,14 (0,15)		0,15 (0,13)
R <sup>2</sup> ajustado	0,80	0,81	0,80	0,81	0,80	0,80

**Nota:** Os símbolos \*, \*\* e \*\*\* indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Análise de regressão linear múltipla para estudar o efeito da estrutura indireta de controle e propriedade no valor de mercado de 225 empresas brasileiras em 2000. A variável dependente é o Q de Tobin e as variáveis independentes são: capital votante; capital total, razão capital votante/capital total, alavancagem, tamanho da empresa (*log* dos ativos), retorno sobre os ativos (ROA), (capital votante)<sup>2</sup>, (capital total)<sup>2</sup>, (razão capital votante/capital total)<sup>2</sup>, e *dummy* indicando a origem do capital do controlador. Foram testadas seis especificações de modelos: duas para o maior acionista, duas para os três maiores acionistas e duas para os cinco maiores acionistas. Em todas as especificações, foram inseridas *dummies* setoriais (coeficientes não apresentados). Os valores-*p* do teste *t* são reportados entre parênteses.

siderando a estrutura indireta de controle e propriedade. Algumas variáveis apresentam significância estatística, com os sinais dos coeficientes de acordo com o previsto pela teoria. O coeficiente negativo do capital votante, estatisticamente significativo a 1%, dependendo da especificação, confirma a hipótese 7, ou seja, empresas com grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador têm baixo *payout*. O coeficiente positivo do capital total do maior acionista, estatisticamente significativo a 1%, dependendo da especificação, confirma a hipótese 8, isto é, empresas com grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador têm alto *payout*. Finalmente, o coeficiente negativo da razão capital

votante/capital total confirma a hipótese 9, ou seja, empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos do controlador têm baixo *payout*. As variáveis quadráticas (capital votante, capital total e razão capital votante/total) não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos.

Não existe diferença estatisticamente significativa entre o *payout* das empresas em função da origem do capital. Empresas com acionistas majoritários familiares tendem a apresentar menor *payout* quando comparadas com as demais; já as empresas estatais tendem a apresentar os maiores *payouts*. Conforme o previsto pela teoria, o percentual de disponibilidades

**Tabela 8**  
**Efeito da Estrutura Indireta de Controle e Propriedade na Alavancagem**

	Maior Acionista		Três Maiores Acionistas		Cinco Maiores Acionistas	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	2,33* (0,00)	1,34 (0,48)	1,15*** (0,09)	2,12 (0,46)	1,12*** (0,10)	1,63 (0,57)
Ativo Fixo/Ativo Total	0,83* (0,00)	0,91* (0,00)	0,79* (0,00)	0,89* (0,00)	0,79* (0,00)	0,89* (0,00)
Ln (Ativo)	-0,12* (0,00)	-0,11* (0,00)	-0,12* (0,00)	-0,10* (0,00)	-0,12* (0,00)	-0,11* (0,00)
ROA	-1,14** (0,05)	-1,33** (0,03)	-1,18** (0,04)	-1,32** (0,03)	-1,16** (0,05)	-1,30** (0,03)
Capital Votante	0,70 (0,17)	4,75 (0,16)	1,18** (0,03)	1,34 (0,79)	1,26** (0,02)	0,06 (0,99)
Capital Total	-0,25 (0,70)	-4,44 (0,36)	-1,60** (0,02)	-3,81 (0,58)	-1,70** (0,02)	-2,16 (0,76)
Capital Votante/Total	0,07 (0,71)	1,04 (0,48)	0,56** (0,02)	0,20 (0,93)	0,60* (0,01)	0,66 (0,76)
(Capital Votante) <sup>2</sup>		2,07 (0,19)		0,77 (0,73)		0,28 (0,90)
(Capital Total) <sup>2</sup>		-2,25 (0,37)		-3,07 (0,36)		-2,31 (0,49)
(Capital Votante/Total) <sup>2</sup>		0,13 (0,59)		0,06 (0,87)		0,11 (0,74)
Majoritário Estrangeiro		-0,02 (0,88)		-0,08 (0,52)		-0,08 (0,55)
Majoritário Governo		-0,26 (0,21)		-0,31 (0,13)		-0,30 (0,15)
Majoritário Institucional		-0,03 (0,89)		-0,07 (0,69)		-0,06 (0,73)
R <sup>2</sup> ajustado	0,14	0,13	0,14	0,13	0,14	0,14

**Nota:** Os símbolos \*, \*\* e \*\*\* indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Análise de regressão linear múltipla para estudar o efeito da estrutura indireta de controle e propriedade na alavancagem de 225 empresas brasileiras em 2000. A variável dependente é a alavancagem e as variáveis independentes são: capital votante, capital total, razão capital votante/total, proporção de ativos fixos/ativo total, tamanho da empresa (*log* dos ativos), ROA, (capital votante)<sup>2</sup>, (capital total)<sup>2</sup>, (razão capital votante/total)<sup>2</sup>, e *dummy* indicando a origem do capital do controlador. Foram testadas seis especificações de modelos: duas para o maior acionista, duas para os três maiores acionistas e duas para os cinco maiores acionistas. Em todas as especificações, foram inseridas *dummies* setoriais (coeficientes não apresentados). Os valores-*p* do teste *t* são reportados entre parênteses.

financeiras sobre o ativo total apresenta coeficiente positivo, embora não estatisticamente significativo. O tamanho e o ROA apresentam coeficientes positivos, estatisticamente significativos a 1%, 5% ou 10%, dependendo da especificação. A volatilidade e a alavancagem têm coeficientes negativos, e o primeiro é estatisticamente significativo a 1%.

## 5. CONCLUSÃO

O conceito de governança corporativa, mesmo não tendo sido contemplado com uma nomenclatura própria, existe há mais de 50 anos. Embora a governança corporativa não seja

tema relativamente novo, somente nos últimos anos vem-se transformando em preocupação importante em diversos países, sejam mercados desenvolvidos sejam mercados emergentes. No Brasil, o debate em torno da governança corporativa intensificou-se bastante na última década, à medida que as relações entre acionistas e administradores e entre acionistas majoritários e minoritários estão mudando com a reestruturação societária provocada pelas privatizações e a entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais.

O objetivo no presente artigo foi analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na es-

Tabela 9

## Efeito da Estrutura Indireta de Controle e Propriedade no Payout

	Maior Acionista		Três Maiores Acionistas		Cinco Maiores Acionistas	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Constante	-0,29 (0,21)	-0,11 (0,89)	0,10 (0,71)	-0,70 (0,54)	0,20 (0,45)	-0,50 (0,66)
Alavancagem	-0,04 (0,18)	-0,04 (0,19)	-0,04 (0,14)	-0,04 (0,15)	-0,04 (0,14)	-0,04 (0,15)
Ativo Disponível/Ativo Total	0,06 (0,71)	0,09 (0,63)	0,09 (0,60)	0,11 (0,53)	0,09 (0,59)	0,12 (0,51)
Ln (Ativo)	0,04* (0,00)	0,04* (0,00)	0,03* (0,01)	0,03* (0,01)	0,03* (0,01)	0,03* (0,01)
ROA	0,44*** (0,06)	0,44*** (0,08)	0,44*** (0,06)	0,44*** (0,07)	0,45** (0,05)	0,45*** (0,07)
Volatilidade	-0,12* (0,00)	-0,12* (0,00)	-0,11* (0,00)	-0,10* (0,01)	-0,11* (0,00)	-0,10* (0,01)
Capital Votante	-0,56* (0,01)	-0,15 (0,91)	-0,62* (0,00)	1,62 (0,41)	-0,63* (0,00)	-0,74* (0,70)
Capital Total	0,72* (0,01)	0,16 (0,93)	0,43 (0,12)	3,01 (0,27)	0,36 (0,21)	2,24 (0,41)
Capital Votante/Total	-0,14** (0,04)	-0,08 (0,89)	-0,07 (0,42)	-0,38 (0,65)	-0,05 (0,60)	-0,15 (0,86)
(Capital Votante) <sup>2</sup>		-0,33 (0,60)		-0,23 (0,80)		-0,24 (0,78)
(Capital Total) <sup>2</sup>		0,47 (0,63)		1,39 (0,29)		1,07 (0,41)
(Capital Votante/Total) <sup>2</sup>		-0,03 (0,74)		-0,00 (0,97)		-0,03 (0,85)
Majoritário Estrangeiro		0,02 (0,68)		0,01 (0,92)		0,00 (0,93)
Majoritário Governo		0,06 (0,46)		0,03 (0,72)		0,03 (0,67)
Majoritário Institucional		0,03 (0,71)		0,01 (0,91)		0,01 (0,88)
R <sup>2</sup> ajustado	0,20	0,18	0,20	0,19	0,21	0,20

**Nota:** Os símbolos \*, \*\* e \*\*\* indicam diferença estatisticamente significativa a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Análise de regressão linear múltipla para estudar o efeito da estrutura indireta de controle e propriedade no *payout* de 225 empresas brasileiras em 2000. A variável dependente é o *payout* e as variáveis independentes são: capital votante, capital total, razão capital votante/total, alavancagem, proporção de disponibilidades financeiras sobre ativo total, tamanho da empresa (*log* dos ativos), ROA, volatilidade do preço da ação, (capital votante)<sup>2</sup>, (capital total)<sup>2</sup>, (razão capital votante/capital total)<sup>2</sup>, e *dummy* indicando a origem do capital do controlador. Foram testadas seis especificações de modelos: duas para o maior acionista, duas para os três maiores acionistas e duas para os cinco maiores acionistas. Em todas as especificações, foram inseridas *dummies* setoriais (coeficientes não apresentados). Os valores-*p* são reportados entre parênteses.

estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil. Os resultados mostraram alto grau de concentração do capital votante. Mesmo quando não existe um acionista majoritário, o maior acionista possui parcela significativa do capital votante. A empresa é controlada, na média, por seus três maiores acionistas. Também se pôde notar diferença razoável entre o percentual de votos e de capital total nas mãos dos grandes acionistas. Esse mecanismo parece ser

usado pelos acionistas majoritários para manter o controle da empresa sem ter de possuir 50% do capital total.

A maior parte das empresas é controlada por grupos familiares, em seguida por investidores estrangeiros e, em menor parte, por investidores institucionais e pelo governo. Na média, os acordos de acionistas estão presentes em 23% das empresas brasileiras. A maior parte das empresas possui estrutura de pirâmide, que tende a ser menos utilizada em empresas es-

tatais e mais utilizada em empresas familiares e estrangeiras. A emissão de ações preferenciais é comum no Brasil, mas as ações ordinárias representam, na média, 53% do capital total das companhias. O percentual de ações ordinárias no capital total é menor nas empresas controladas por famílias e investidores institucionais; já as empresas estatais são as que mais possuem ações ordinárias em relação ao capital total.

Os resultados dos testes revelaram que existe relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança e valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. As conclusões utilizando a estrutura indireta são substancialmente as mesmas da estrutura direta, e as variáveis da estrutura indireta têm maior poder explicativo do que as variáveis da estrutura direta. Uma possível explicação para a melhoria dos resultados estatísticos é que

as variáveis da estrutura indireta realmente medem quem é, em última instância, o dono das empresas. Portanto, o estudo das questões acerca da propriedade das empresas não deve ficar restrito à propriedade direta, mas aprofundar-se em quem é o controlador final das empresas.

Como sugestões para pesquisas futuras relacionadas ao tema, seria interessante realizar uma análise dinâmica para diversos anos, visando avaliar as estruturas de controle e propriedade e seus efeitos no valor de mercado, na estrutura de capital e no *payout* das companhias brasileiras, além de incluir outras variáveis de governança corporativa (composição e estrutura do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal, listagem de *American Depositary Receipts* [ADRs], listagem nos níveis diferenciados de governança da Bovespa, auditoria independente, *free float*, entre outros parâmetros). ♦

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private property*. New York: MacMillan, 1932.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. *Expropriation of minority shareholders: evidence from East Asia*. World Bank Policy Research Paper, n. 2088, Washington, 2000.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.58, n.1, p.81-112, Jan. 2000.
- GOMES, G.; LEAL, R. Determinantes da estrutura de capitais das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsas de valores. In: LEAL, R.; COSTA JR., N.; LEMGRUBER, E. *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *Journal of Finance*, Malden, v.46, n.1, p.297-355, Mar. 1991
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.3, n.4, p.305-360, Oct. 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v.106, n.6, p.1113-1155, Dec. 1998.
- \_\_\_\_\_. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, Malden, v.54, n.2, p.471-518, Apr. 1999.
- \_\_\_\_\_. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.58, n.1, p.3-28, Jan. 2000a.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, Malden, v.55, n.1, p.1-33, Jan. 2000b.
- \_\_\_\_\_. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, Malden, v.57, n.3, p.1147-1170, July 2002.
- LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, São Paulo, v.6, n.1, p.7-18, Jan./Abr. 2002.
- McCONNEL, J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.27, n.2, p.595-612, Oct. 1990.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Rochester, v.20, n.1, p.293-315, Jan. 1988.
- NASCIMENTO, G. *Estrutura de capitais e estrutura de propriedade e controle nas empresas brasileiras*. 2000. Dissertação (Mestrado em Administração) — COPPEAD da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.
- NOVAES, W.; ZINGALES, L. Capital structure choice when managers are in control: entrenchment versus efficiency. *NBER Working Paper Series*, n. W5384, 1995.

PROCIANOY, J. L. O processo sucessório e a abertura de capital nas empresas brasileiras: objetivos conflitantes. *Revista de Administração de Empresas*, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, v.34, n.4, p.74-84, out./dez. 1994.

PROCIANOY, J.; COMERLATO, G. A transferência de resultados entre empresas de capital aberto de um mesmo grupo. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo (RAUSP)*, São Paulo, v.29, n.2, p.38-48, abr./jun. 1994.

PROCIANOY, J.; KRAEMER, R. Estrutura de capital: um enfoque sobre a capacidade máxima de utilização de recursos de terceiros das empresas negociadas na bolsa de valores de São Paulo. In: LEAL, R.; COSTA JR., N.; LEMGRUBER, E. *Finanças corporativas*. São Paulo: Atlas, 2001.

SCHNORRENBARGER, A.; PROCIANOY, J. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2., 2002. *Anais...* Rio de Janeiro, SBFIN, 2002.

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

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

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Abante*, Santiago, v.3, n.1, p.25-54, Abr. 2000.

### Corporate governance, value, leverage and dividend policy of Brazilian companies

This study investigates the effects of the corporate governance structure on market valuation, leverage and dividend payout of Brazilian companies. The empirical results indicate a high degree of ownership and control concentration. Even when there is no controlling shareholder, the largest shareholder owns a significant portion of the voting capital. The company is controlled, on average, by the three largest shareholders. We can also note a significant difference between the voting and total capital owned by the largest shareholders, mainly through the existence of non-voting shares, pyramidal structures, and shareholding agreements. These mechanisms seem to be used by controlling shareholders to keep the firm's control without having to own 50% of the total capital. The evidence also reveals that there is some relationship between governance structure, market valuation, leverage and dividend policy in Brazil. The conclusions using the indirect structure are substantially the same as the direct structure, but the indirect structure variables have more explanatory power than the direct structure variables. A possible explanation is that the indirect structure measures who is the ultimate owner of the firm. Therefore, studies on corporate governance structures should focus not only on the direct structure, but also on the indirect structure of ownership and control.

**Uniterms:** corporate governance, valuation, leverage, dividend policy.

### Gobierno corporativo, valor, apalancamiento y política de dividendos de empresas brasileñas

En este artículo se analizan los efectos de la estructura de control y propiedad en el valor de mercado, en la estructura de capital y en la política de distribución de dividendos de empresas en Brasil. Los resultados indican alto grado de concentración del capital de voto. Se observa que, aunque cuando no hay un accionista mayoritario, el mayor accionista posee parte significativa del capital de voto. La empresa es controlada, en términos medios, por sus tres mayores accionistas. Asimismo, se advierte una diferencia considerable entre el porcentaje de votos y el de capital total en manos de los grandes accionistas. Al parecer, los accionistas mayoritarios utilizan dicho mecanismo para mantener el control de la empresa sin poseer el 50% del capital total. Los resultados del estudio revelan que existe una relación, muchas veces estadísticamente significativa, entre estructura de gobierno, valor de mercado, apalancamiento y política de dividendos de las empresas brasileñas. Las conclusiones oriundas de la estructura indirecta son sustancialmente las mismas de la estructura directa, sin embargo las variables de la estructura indirecta tienen mayor poder explicativo que las de la estructura directa. Una explicación posible para el mejoramiento de los resultados estadísticos es que las variables de la estructura indirecta realmente miden quién es el dueño, en última instancia, de la empresa. Por tanto, el estudio de las cuestiones concernientes a la propiedad de las empresa no debe concentrarse sólo en la propiedad directa, sino también en conocer exactamente el controlador final de la empresa.

**Palabras-clave:** gobierno corporativo, valor, apalancamiento, política de dividendos.