

A ESTRUTURA DE *GOVERNANCE* DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS

Adalberto Schnorrenberger¹
Dinizar Becker²

Resumo

Sob a perspectiva gerencial, as decisões financeiras podem não ser apenas determinadas por fatores contextuais internos e externos, mas também por outros aspectos importantes, como os valores, objetivos, preferências e interesses dos gerentes e sócios controladores das empresas, que têm impacto nas preocupações básicas de risco e controle da companhia. Diante disso, este estudo buscou analisar o grau de concentração das estruturas de *governance* das companhias brasileiras listadas na Bovespa, nos anos de 1995 a 2000, eis que mercados com estruturas de controle concentradas tendem a apresentar maior possibilidade de existência destes interesses e influências. Os resultados permitiram identificar o alto grau de concentração da estrutura de *governance* das companhias brasileiras, justificando a crescente preocupação dos agentes reguladores do mercado com as questões relativas aos conflitos e interesses dos envolvidos, como também com a adoção de uma boa *governance* como forma de promoção da credibilidade e desenvolvimento do mercado brasileiro.

Palavras-chaves: desenvolvimento regional, estrutura de *governance*, decisões financeiras

¹ Administrador, Mestre em Administração – Finanças / UFRGS, Especialista em Gestão Financeira – UFRGS/UNIVATES, Professor do Centro Universitário UNIVATES.

² Economista, Doutor pelo IE/UNICAMP e Pós-Doutor em Economia Política pela EEG – UMINHO, BRAGA, PORTUGAL. Professor dos Programas de Pós-Graduação em Direito e em Desenvolvimento Regional da UNISC. Professor do Centro Universitário UNIVATES. Editor Geral das Revistas REDES – EDUNISC e ESTUDO & DEBATE – EDUNIVATES. Livros Organizados e Publicados: Desenvolvimento Sustentável: necessidade e/ou possibilidade, Edunisc, 2002; Respostas regionais aos desafios da globalização, Edunisc, 2002; Determinantes e desafios contemporâneos do desenvolvimento local-regional, Edunisc, 2000; REDENEP – A pesquisa, o planejamento e a gestão em REDE do desenvolvimento local-regional, Edunivates, 2000. Presidente do Fórum dos Conselhos Regionais de Desenvolvimento do Rio Grande do Sul – COREDES-RS (Gestão 2001-2003).

Abstract

From a managerial perspective, financial decisions might be determined not only by inside and outside contextual factors, but also other significant ones, such as values, aims, preferences, and interests of managers and controlling shareholders, which has an impact on basic concerns of risk and corporate control. Therefore, this study has sought to test the impact of governance structure in capital structure decision in Brazilian companies listed in Bovespa, in 1995 and 2000. We have seen that markets with highly concentrated control structure are most likely to show the existence of these interests and influences justifying the growing concern by the market controlling agents with issues concerning conflicts and interests of the ones involved, as well as applying a useful governance as a way to enhance creditworthiness and development of the Brazilian market.

Keywords: domestic development, governance structure, financial decisions.

INTRODUÇÃO

A teoria e algumas evidências indicam que o controle da empresa³ é exercido pelos acionistas controladores e que seus interesses passam a interferir nas decisões de gestão, investimento e financiamento. Em virtude disso, os acionistas controladores podem desistir do objetivo geral de maximização do valor de mercado da empresa, tendendo a decidir com base nos seus próprios interesses, em detrimento dos credores e demais acionistas.

Em relação às decisões de estrutura de capital, isso pode ser verificado quando empresas com controle acionário concentrado apresentam níveis de endividamento de baixo risco, bem como quando empresas com níveis de endividamento de maior risco possuem controle acionário não concentrado, o que caracteriza a aversão ao risco financeiro por parte do gestor-proprietário da companhia, conforme resultados não-conclusivos encontrados no mercado brasileiro. Entretanto, o círculo vicioso de baixo risco e baixas taxas de crescimento, provocados pela preocupação do gestor-proprietário em manter o controle acionário, fazem com que as empresas não façam uso da alavancagem financeira como impulsionadora do crescimento (CASELANI, 1996).

De modo semelhante, foram encontradas evidências no mercado internacional de que os acionistas controladores buscam decidir por estruturas de capital que não coloquem em risco o controle acionário da companhia. Isso ocorre porque muitas companhias podem emitir duas classes de ações com o objetivo de captar recursos próprios adicionais, emitindo ações sem direito a voto, ao mesmo tempo em que preservam o controle acionário.

³ Posse por um acionista ou grupo de acionistas da maior parcela de ações, com direito a voto, de uma empresa, garantindo o poder de decisão sobre ela.

Os achados deste estudo confirmam alto grau de concentração na estrutura de governance das companhias brasileiras listadas no Bovespa, tanto no n.º de acionistas na faixa dos 51% das ações com direito a voto, e que dão direito ao controle no mercado acionário brasileiro, como também na participação acionária dos cinco maiores acionistas.

Este estudo e seus resultados estão segmentados da seguinte forma. Nos itens iniciais, apresenta-se a revisão bibliográfica sobre o tema em questão. Após, são descritas a metodologia utilizada no presente estudo, bem como a justificativa para a escolha das variáveis. O item seguinte traz a análise dos resultados do estudo. Ao final, são apresentadas as conclusões do presente trabalho.

1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este trabalho contemplou a revisão teórica sobre as decisões financeiras e os efeitos da estrutura de controle sobre essas decisões, obtidas de autores e pesquisas no mercado internacional. Para aplicação e entendimento da questão de pesquisa à realidade brasileira, foi necessário considerar aspectos relativos à legislação societária que determina o controle acionário no país, como também os principais estudos sobre a influência da estrutura de controle no mercado brasileiro.

1.1 As decisões financeiras

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995) existem três tipos de estratégias que os acionistas podem utilizar para prejudicar os credores e favorecer a si próprios. Essas estratégias apresentam custos e aumentam os riscos financeiros uma vez que reduzem o valor de mercado da empresa como um todo.

A primeira delas é o incentivo a assumir riscos elevados quando a empresa está utilizando dinheiro de terceiros. Nessa situação, investimentos de baixo risco serão implementados somente com capital próprio, e investimentos de alto risco serão selecionados quando a empresa possuir dívidas em sua estrutura de capital. A outra estratégia refere-se ao incentivo ao subinvestimento e ocorre quando os acionistas de uma empresa com a probabilidade de falência elevada optam por não adicionar capital próprio, pois constatarem que os novos investimentos ajudam os credores, às custas dos acionistas.

A terceira e última estratégia consiste em pagar dividendos extraordinários ou fazer outros tipos de pagamentos aos acionistas, deixando menos ativos da empresa para os credores. Isto implica a retirada de capital próprio, via pagamento de dividendos. Easterbrook (1984), ressalta que altos níveis de pagamento de dividendos reduzem os recursos disponíveis e exigem maior eficiência dos gerentes na gestão dos recursos e também os obrigam a investir em projetos de valor presente líquido (val) positivo. LA

PORTA, Lopez-de-Silanez, Shleifer e Vishny (1997) reforçam os resultados obtidos por Easterbrook (1984), constatando que, em países cuja regulamentação dos contratos entre empresas e investidores é menos rígida, os acionistas exigem maiores níveis de *payout* de dividendo.

(Brealey e Myers (1998) explicitam que os limites de endividamento podem ser definidos pelo interesse pessoal do administrador em manter uma situação segura e sem dificuldades financeiras, tanto para si como para a empresa. Para Gitman (1997), isso ocorre no momento em que os administradores estão mais preocupados com sua riqueza pessoal, sua segurança no emprego e estilo de vida, do que com os objetivos da empresa. Easterbrook (1984) destaca ainda que o administrador também pode usar a informação a seu favor, e não em favor dos acionistas, e que a presença de um auditor na empresa pode ajudar a controlar este favorecimento.

Conforme Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1990), existe uma relação inversa entre o nível de endividamento e a existência de oportunidades de crescimento. Tais autores argumentam que os gestores de companhias que apresentam poucas oportunidades de investimento tendem a alocar os recursos ociosos em seu próprio benefício, às custas dos acionistas e do crescimento da empresa.

Nesse sentido, Harris e Raviv (1990) afirmam que um menor grau de alavancagem na estrutura de capital da empresa pode ser resultado da aversão ao risco por parte de alguns administradores. Os administradores podem querer sempre investir todos os lucros, mesmo quando para os acionistas seja melhor o pagamento de dividendos. Nesse sentido, Easterbrook (1984) endossa a importância do uso de pagamento de dividendos como forma de amenizar os conflitos e os custos de agência, relacionados aos administradores e aos demais acionistas. Também Garvey e Hanka (1997) pesquisaram a estrutura de capital e concluíram que as decisões dos administradores são voltadas para um nível seguro de endividamento ou de insolvência, procedimento que não valoriza a busca de uma estrutura que maximize o valor da empresa.

Sobre esse aspecto, em um estudo realizado com as empresas relacionadas na *Fortune 500*, de 1992, Mukherjee e Hingorani (1999) concluíram que uma das razões que levam as empresas a apresentarem racionamento na contração de dívida é a existência de gerentes *sênior*s com aversão ao risco e com pouco otimismo para os negócios. Estudos realizados por Kahneman e Tverski (1979) também revelaram que o sentimento de aversão à perda é tão forte que se sobrepõe, em algumas situações, à aversão ao risco, muito embora, haja momentos em que a aversão à perda pode ser confundida com a aversão ao risco.

1.2 A estrutura de controle e seus efeitos nas decisões de estrutura de capital

Devido à crescente importância das atividades de *takeover* nos anos 80, segundo Harris e Raviv (1990), a literatura financeira passou a examinar a relação entre o nível de controle acionário e a estrutura de capital. Esses estudos exploram o fato de as ações ordinárias terem direito a voto, ao passo que a dívida não o tem e de algumas ações poderem ser implementadas com o objetivo de manter o controle acionário.

Os primeiros modelos a explorarem os direitos dos votos desiguais da dívida e das ações são os de Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988). Estes dois modelos geram uma relação entre a cota de ações que o acionista controlador possui. Estudos internacionais apontam evidências de que os acionistas controladores tendem a decidir por estruturas de capital que não colocam em risco a perda do controle acionário da companhia. Em suas pesquisas, Stulz (1988) e Harris e Raviv (1988) encontraram, em companhias de estrutura de controle concentrado, a existência de incentivos para que os gerentes implementem decisões financeiras de estrutura de capital para a manutenção do controle sobre a companhia.

Esses autores apresentam um novo argumento para a existência das preferências financeiras, centrado no incentivo aos gerentes para manter o controle sobre a corporação. Eles sustentam que, aumentando a dívida e empregando o dinheiro apurado para retirar a ação ordinária em poder do público, os gerentes proprietários aumentam a probabilidade de manter o controle e de usufruir dos benefícios relacionados, já que a substituição da ação ordinária dos investidores externos pela dívida diminui a fração de votos sustentados pelos investidores externos.

Stulz (1988) ressalta que uma alavancagem mais alta pode deter tentativas conjuntas de especuladores que tentam forçar a queda do valor de uma ação, devido aos acordos cada vez mais restritivos, geralmente associados ao nível mais elevado de dívidas e à capacidade cada vez menor de emitir mais dívida. Assim, o financiamento de investimentos, através de dívida ou de fontes internas, em vez da emissão de novas ações solidifica o controle dos proprietários-gerentes, servindo como estratégia de resistência a *takeover*. Para Stulz (1988), os administradores podem ser relutantes para implementar níveis ótimos de dívida, mas tem maior probabilidade de fazer isto quanto maior for a probabilidade de *takeover*. Assim, pode-se presumir que as empresas com maior probabilidade de *takeover*, provavelmente apresentam mais dívida, *ceteris paribus*, enquanto que as firmas que tomam medidas anti-*takeover* possuem menos dívida.

Nessa perspectiva, Harris e Raviv (1988) enfatizam que aumentar a dívida pode significar, também, diminuir a probabilidade de manter o controle, devido ao aumento do risco de falência, ao aumento das restrições dos acordos de empréstimo e ao grande compromisso com os pagamentos de capitais futuros. Para Copeland e Weston (1992), algumas estratégias de anti-*takeover* podem ser encontradas nos estatutos da corporação que tornam a aquisição da companhia mais difícil ou mais cara. Essas alterações podem

incluir cláusulas de voto da *supermajority*, que requerem determinada porcentagem dos acionistas para aprovar uma incorporação ou mesmo termos escalonados para os diretores, que podem adiar a mudança do controle por uma quantidade definida de anos. Algumas mudanças de controle podem ser buscadas através da troca de ações ordinárias por dívida.

Essas mudanças de controle e as correspondentes alterações na estrutura de capital podem criar interesses e conflitos de agência. Bodie e Merton (1999) explicam que a abordagem da agência apresenta um problema de alinhamento de interesses entre acionistas, administradores e credores. Isto ocorre quando os credores fornecem empréstimos às empresas com grande volume de dívidas, nas quais os administradores têm incentivos para dispor dos ativos de forma a reduzir o valor total da empresa, com a finalidade de beneficiar os acionistas.

Conforme Jensen e Meckling (1976), o problema de agência surge quando os gerentes recebem apenas uma fração da propriedade da firma. Esta propriedade parcial pode fazer com que os gerentes trabalhem com menos interesse e passem a fazer uso de mais despesas pagas pela companhia, como o uso de: jatos, escritórios de luxo, automóveis à disposição e participação em associações e clubes. Os custos de agência incorridos pelos acionistas podem ainda ser refletidos nos gastos de supervisão dos gerentes e nas oportunidades desperdiçadas devido à aversão excessiva ao risco.

Para o autor, isso pode ser reduzido à medida que aumentar a cota de ações da empresa possuída pelo administrador. Assim, a manutenção constante do investimento absoluto na firma e os aumentos da cota da firma financiada por dívida aumentam a cota de ações do administrador e diminuem a perda decorrente do conflito entre administrador e acionistas. Segundo Jensen (1986), uma vez que a dívida obriga a empresa a desembolsar dinheiro, ela acarreta redução no montante de "caixa" livre à disposição dos acionistas para ser utilizado com gastos mencionados acima. Esse abrandamento dos conflitos entre administradores e acionistas constitui no benefício do financiamento através de dívida. Nesse sentido, Gitman (1997) ressalta que os problemas de agência, criados por esse relacionamento, estendem-se não somente ao relacionamento entre proprietários e administradores, mas também abrangem o relacionamento entre proprietários e credores.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995), afirmam similarmente que, quando uma empresa utiliza capital de terceiros, surgem conflitos de interesse entre os acionistas e credores que são ampliados quando há dificuldades financeiras. Esses conflitos impõem custos de agência à empresa. Seguindo esse ponto de vista, Brealey e Myers (1998) ressaltam que os custos de agência tornam-se altos quando os acionistas são tentados a desistir do objetivo geral de maximização do valor de mercado da empresa e passam a decidir com base nos seus próprios interesses. Nessas condições, os interesses passam a interferir nas decisões de gestão e mesmo nas decisões de investimento e de financiamento.

Também existem conflitos entre os administradores e os acionistas controladores, em detrimento dos acionistas minoritários. Algumas decisões tomadas em relação à estrutura de capital, aos pagamentos de dividendos e aos tipos de controle acionário, por parte dos administradores, podem ajudar a localizar a existência de interesses e conflitos de agência. Estudos internacionais têm sido realizados para determinar os efeitos da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital. No entanto, os resultados apresentam evidências contraditórias.

Friend e Lang (1988), por meio de um estudo sobre a estrutura de capital de empresas americanas no período de 1979 a 1983, verificaram que o nível de endividamento decresce à medida que aumenta o nível de controle da companhia. De forma semelhante, Jensen, Solberg e Zorn (1992) encontraram relação negativa entre a participação societária do gestor e o nível de endividamento das companhias. Bagnani, Milonas, Saunders e Travlos (1994) apresentaram as mesmas evidências em estudo sobre o grau de participação acionária do gestor em relação ao prêmio exigido pelos credores sobre seus títulos. Estes autores observaram que o prêmio exigido decresce à proporção que aumenta a participação acionária do gestor, por isso sugerem que as companhias com maior aversão ao risco possuam estruturas de controle acionário concentrado junto ao gestor. Assim, riscos menores para os credores permitem cobrança de prêmios menores.

Nessa perspectiva, Jensen e Meckling (1976) entendem que a função dos mecanismos de controle nas companhias é a de reduzir as divergências de interesses entre os gerentes e os acionistas. Internacionalmente, estudos também direcionam-se para a identificação de melhores práticas de governança corporativa⁴ e das questões relacionadas aos conflitos e interesses relativos aos acionistas controladores. Shleifer e Wolfenzon (2000) concluíram que quanto melhor a proteção legal existente no mercado de ações em determinado país, maiores serão a capitalização do mercado acionário, o número de empresas que negociam nas bolsas e os pagamentos de dividendos. Nesses mercados, a concentração de propriedade e o controle das companhias são menores.

Nessa linha de pesquisa, Amihud, Lel e Travlos (1990) confirmaram que os gerentes que valorizam o controle e têm uma fração significativa das ações da companhia optam por investimentos financeiros em dinheiro ou em dívida em vez da emissão de novas ações, que tendem a diluir suas posses e aumentar os riscos da perda de controle. Os resultados encontrados indicam que a extensão do risco financeiro da empresa é, na verdade, a extensão da aversão do risco pessoal do gestor controlador em perder o controle acionário da companhia.

Esses três últimos autores investigaram se as decisões de financiamento de aquisição de empresas estão ou não associadas ao controle do gestor, medindo-as através

⁴ Refere-se aos mecanismos através dos quais os *stackeolders* (acionistas, credores, empregados, consumidores, fornecedores, governo e comunidades) de uma corporação exercem controle sobre os administradores de modo a preservar seus interesses.

da participação acionária das companhias e de *insiders*. Myers e Majluf (1984) complementam que se os gestores que estão adquirindo as empresas têm informações, tanto quanto os investidores, a respeito do valor da empresa, eles tendem a preferir a emissão de ações como melhor alternativa para a aquisição, caso as ações estejam sobrevalorizadas no mercado. Em situação contrária, os gestores escolherão o uso de caixa como forma da aquisição do novo empreendimento, pois os gestores controladores preferem manter a proporção de controle e, portanto, a participação nos fluxos positivos futuros da empresa.

O estudo desenvolvido por Amihud, Lev e Travlos (1990) avançou em relação às hipóteses sustentadas por Harris e Raviv (1988) e Stulz (1988), identificando que os gestores que possuem controle, ou mesmo a maior participação acionária em suas empresas, relutam em diluir ou em arriscar a perder o controle através da emissão de ações para financiar investimentos, sendo mais provável, portanto, efetuarem financiamentos para novos investimentos com caixa ou emissão de dívida. Os resultados encontrados podem estar relacionados com a assimetria de informação entre os *insiders* e a desinformação dos demais investidores a respeito do valor das ações e, por conseguinte, da empresa e do anúncio do novo investimento.

Braislford, Oliver e Pua (2000) registraram evidências de que a distribuição das ações de propriedade entre os gerentes da corporação e a composição dos acionistas externos têm uma relação significativa com a alavancagem. Os resultados empíricos sugerem que o nível da propriedade da composição de acionistas externos está positivamente relacionado com a alavancagem, condizente com a hipótese da monitorização ativa, propondo que a propriedade da composição de acionistas externos tem grandes incentivos e uma capacidade de monitorar a gerência. Assim, as estruturas de controle mais dispersas têm tendência a reduzir o oportunismo dos gerentes, que de outra maneira podem reduzir a alavancagem a um nível subótimo.

Os resultados encontrados também indicam uma relação curvilínea entre o nível da propriedade das ações gerenciais e a alavancagem, que atinge um máximo de 33,25% da propriedade das ações gerenciais. Esse resultado encontra-se paralelo às hipóteses da convergência de interesses e do entrenchamento. Nos níveis baixos da propriedade das ações gerenciais, a propriedade de ações dos gerentes tem o efeito de alinhar os interesses dos acionistas com os da gerência. Entretanto, quando a propriedade das ações gerenciais atinge um certo ponto (33,25% da média da amostra pesquisada), o efeito de entrenchamento tem domínio sobre o efeito da convergência de interesses, levando a um aumento do comportamento oportunista dos gerentes e, por conseguinte, à redução do nível da dívida.

Além disso, esses autores descobriram que a relação entre a estrutura de controle dos acionistas externos e a alavancagem varia de acordo com o nível de propriedade das ações gerenciais. Especificamente, foi descoberto que em níveis baixos de propriedade

das ações gerenciais, o “efeito da monitorização” da propriedade do bloco de acionistas externos é casado com o efeito da “convergência de interesses” da propriedade das ações gerenciais, resultando numa relação positiva entre a propriedade do bloco de acionistas externos e a alavancagem. Porém, nos níveis altos de propriedade das ações gerenciais, o entrenchamento gerencial compete com a monitorização efetuada pelo bloco de acionistas externos de tal forma que a importância da propriedade do bloco de acionistas externos é removida substancialmente.

Dentro da linha de pesquisa que utiliza a variável estrutura de controle, Moh'd, Perry e Rimbey (1998) examinaram a influência dos custos de agência e da concentração de propriedade na estrutura do capital e verificaram que a distribuição da propriedade de ações é importante para explicar a estrutura total do capital e que os gerentes reduzem o nível de dívida quando sua riqueza pessoal está, cada vez mais, relacionada à riqueza da empresa. Os gerentes agem no sentido de ajustar a estrutura do capital das firmas, de um modo dinâmico, em resposta às variações na estrutura do custo de agência. Quando crescem as propriedades dos gerentes, aumentando assim a soma de riqueza pessoal e o capital humano investido na firma, os gerentes tendem a baixar a dívida para reduzir seu risco geral e/ou os custos de agência. Os acionistas institucionais também parecem influenciar nas políticas financeiras das firmas, com os proprietários institucionais substituindo o papel disciplinador da dívida na estrutura do capital. No entanto, quando a propriedade externa é dispersa, esses acionistas externos possuem pouca influência nas posturas de endividamento conservadoras dos gerentes.

La Porta, Silanes e Shleifer (1998) pesquisaram em empresas de 27 economias ricas, tendo como objetivo identificar as características do controle acionário existente nas companhias destes países. O estudo revelou que o principal problema de agência nas maiores companhias do mundo diz respeito ao alto grau de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores. Na Europa, em grande parte das empresas estudadas, encontrou-se a existência da separação entre propriedade e controle, aspecto que permite minimizar os interesses e os conflitos de agência. Nos países onde não existe grande proteção legal aos acionistas, foram encontradas companhias tipicamente familiares, com estruturas de controle concentradas.

Faccio e Lang (2000) investigaram a propriedade e o controle de 3.740 corporações, de cinco países da Europa Ocidental, e verificaram que as famílias são um dos tipos mais relevantes de acionistas controladores da Europa Ocidental, com 43,9% do total das empresas pesquisadas. Foi também constatada uma significativa concentração de riqueza nas mãos de um pequeno número de famílias. Os autores argumentam que na Europa Ocidental as pirâmides e cruzamento de propriedades (*cross-holdings*) são empregados para a obtenção do controle. Desta forma, é possível separar significativamente a propriedade do controle, mas não em prol do controle dos proprietários.

O estudo também comparou a amostra obtida na Europa Ocidental com as últimas

estruturas da propriedade do leste da Ásia e dos 27 países analisados por La Porta, Silanes e Shleifer (1998). Segundo os autores, a separação da propriedade do controle, tanto deste estudo como do realizado por La Porta, Silanes e Shleifer (1998), coloca as corporações diante de um problema de agência.

Nas corporações americanas, o problema de agência ocorre entre os gerentes e os acionistas dispersos. Isso porque os gerentes podem expropriar os acionistas desviando os recursos da corporação para o consumo particular, por meio de emolumentos excessivos e construção de um império. Já no leste da Ásia, a separação da propriedade do controle ocorre entre os proprietários controladores e os acionistas minoritários, uma vez que as corporações são excessivamente controladas e estão nas mãos da minoria. Além disso, a estrutura predominante da propriedade é o controle efetuado por uma família que geralmente aponta um gerente do primeiro escalão.

Portanto, o problema de agência existente nesses países refere-se à expropriação dos acionistas externos pelo acionista controlador. A riqueza da corporação pode ser expropriada pelos *insiders*, que estabelecem termos imparciais de vendas entre grupos internos de bens e serviços e transferências de ativo e lances de controle. Na Europa Ocidental foi observado um padrão de controle semelhante àquele do leste da Ásia, entretanto, o estudo não verificou a expropriação significativa visualizada no leste da Ásia. A Europa Ocidental parece ter evitado os problemas contendo a expropriação por intermédio de mecanismos internos de controle.

Rajan e Zingales (1995) por sua vez investigaram se a estrutura de capital de outros países está relacionada a fatores semelhantes àqueles que parecem influenciar a estrutura de capital das empresas americanas e descobriram que o grau de alavancagem das firmas é razoavelmente semelhante entre os Estados Unidos, Japão, França, Itália e Canadá, sendo que apenas o Reino Unido e a Alemanha apresentam uma estrutura de capital relativamente menos alavancada.

Embora os países do G-7 sejam razoavelmente homogêneos no nível de desenvolvimento econômico, são bem distintas suas instituições, exemplificadas pela legislação tributária e de falência, pela estrutura de controle existente nas corporações e, também, pela função histórica desempenhada pelos bancos e pelos mercados de seguros. A alavancagem, por exemplo, aumenta conforme o tamanho das empresas em todos os países, exceto na Alemanha. Uma possível explicação apresentada pelos autores é que as firmas maiores se diversificam melhor e têm menor probabilidade de passar por dificuldades financeiras. Diante disso, a expectativa de custos de falência mais baixos possibilita o uso de maior alavancagem.

Segundo Rajan e Zingales (1995), a existência de uma legislação de falência não direcionada à recuperação das firmas faz com que as que entram em processo de falência geralmente sejam liquidadas. Isso explica o resultado particular quanto ao nível de endividamento diferenciado das companhias na Alemanha, em relação ao restante do

grupo pesquisado. Uma importante diferença institucional observada no estudo dos países do G-7 é o nível de concentração da propriedade e a ação do mercado no controle das corporações. Os Estados Unidos, o Reino Unido e, num grau menor, o Canadá têm firmas com estrutura de controle dispersa, mas, também, um mercado de *takeover* ativo. Em contraste, na Europa continental e no Japão, a propriedade é altamente concentrada graças à intersecção de posse entre as companhias, ao acúmulo de propriedade e aos dois tipos de ações. Como conseqüência, o mercado apresenta pouca freqüência de aquisições hostis.

Os autores alertam que, por um lado, a presença dos grandes acionistas no quadro de diretores reduz o grau de custos de agenciamento entre os gerentes e os acionistas e facilita a emissão de títulos. Além disso, esses acionistas podem não ser diversificados e isso pode aumentar sua aversão ao endividamento. Por outro lado, se alguns desses acionistas forem bancos, podem ter um grande interesse em reduzir a quantidade de fonte externa de clientes, forçando-os a fazer empréstimo junto aos bancos. Em virtude disso, pode não ser possível perceber uma clara relação entre a propriedade concentrada, que caracteriza alguns países, e a alavancagem agregada.

Israel (1992) confirmou que o valor da companhia depende tanto das estruturas de capital quanto da propriedade. Seu estudo comprovou que a competição antecipada pelo controle influi nas estruturas do capital e da propriedade de empresa. O principal achado, nesse caso, refere-se à constatação de que o empresário captura os benefícios do controle do rival, aumentando sua participação nos títulos, de forma que seja capaz de obstruir a tentativa de *takeover*. Assim, ao emitirem dívida de risco, confia num preço de reserva mais alto e, como resultado, aumenta seu "poder de barganha".

Em estudo semelhante, Garvey e Hanka (1999) descobriram que firmas protegidas pelas leis de anti *takeover* reduzem substancialmente o uso de dívida, enquanto que as firmas não protegidas fazem o inverso. Esse resultado confirma modelos em que a ameaça de *takeover* hostil motiva os gerentes a adotar dívida que de outra forma evitariam. Em decorrência disso, as barreiras legais aos *takeovers* podem aumentar o afrouxamento das políticas de endividamento das corporações. O estudo indicou que as empresas protegidas reduzem substancialmente suas taxas de dívidas quando comparadas às firmas não-protegidas, em um período de quatro anos. Esses resultados mantiveram-se em um número confiável de verificações e não ocorrem devido à variação de tamanho, indústria ou lucratividade das empresas. O estudo ainda encontrou fraca evidência de que os gerentes protegidos realizam programas menores de reestruturação e investimento, sugerindo algum grau de inércia.

Novaes e Zingales (1995) encontraram evidências de que as decisões de estrutura de capital, relativas às abordagens da eficiência e do entrenchamento, são afetadas pelo problema de agenciamento. Foi observado que as decisões de estrutura de capital dos acionistas e do gerente diferem não apenas quanto aos seus níveis, mas também por sua

suscetibilidade aos custos decorrentes das dificuldades financeiras e aos impostos. O estudo ainda mostra que uma pressão do mercado na estrutura de controle da corporação não é o bastante para garantir que as decisões financeiras dos gerentes coincidam com as maximizadoras de valores.

Já Heinrich (2000), ao investigar os efeitos compensatórios que podem ocasionar aumento na concentração das ações de uma companhia, verificou que quando os proprietários acumulam participações maiores, os mesmos ficam menos tolerantes ao risco. Em decorrência disso, os incentivos dados à gerência da supervisão são reduzidos, uma vez que a supervisão transfere alguns dos riscos da firma da gerência aos proprietários. Além disso, o estudo apontou que o custo de oportunidade da propriedade concentrada, correspondente à perda dos benefícios das partilhas dos riscos, cria liberdade de ação para usar a alavancagem como outro instrumento de controle complementar. O modelo sugerido pelo autor sustenta a hipótese de que nos países em que as empresas estão sujeitas a um maior controle, o financiamento através de dívida desempenha um papel mais destacado do que nos países caracterizados por estruturas de propriedade mais dispersa.

Com base nos estudos realizados Heinrich (2000) conclui que ainda é preciso comprovar os argumentos, segundo os quais as estruturas caracterizadas com maior concentração da propriedade exigiram níveis mais altos de dívida para propiciarem maior supervisão. O autor defende que níveis mais altos de dívida criam custos mais altos de agenciamento da dívida. Em decorrência disso, os benefícios da diminuição dos conflitos de agenciamento entre os proprietários e os gerentes devem ser ponderados em relação aos custos mais altos de agenciamento da dívida. Isso indica a importância de, nos países caracterizados pela concentração da propriedade, existirem instituições que ajudem a diminuir os conflitos de agenciamento da dívida.

No entender de Chauvin e Hirschey (1998), a porcentagem das ações ordinárias, possuídas pelos gerentes do escalão mais alto ou por componentes do conselho diretor, tem o potencial de afetar uma mudança significativa nos incentivos gerenciais. Os autores observaram ainda uma relação inversa entre as posses institucionais e a alavancagem. Diante dos achados, Chauvin e Hirschey (1998) sugerem a utilização de mecanismos de controle das companhias como meios alternativos para a busca de uma maior harmonia entre os interesses dos gerentes e os dos acionistas.

Dutta, Collins e Wansley (1997) examinaram a relação entre a estrutura da propriedade da corporação e suas decisões de financiamento. Nesse estudo, a propriedade da corporação foi definida considerando-a como a propriedade dos *insiders* e as posses institucionais. As duas decisões analisadas consideraram o nível de dívida na estrutura do capital e o rendimento do dividendo ganho com o preço das ações ordinárias. O resultado deste estudo indicou que o nível de posses dos *insiders* das companhias da amostra estudada precisa ser controlado em qualquer exame quanto à relação entre a propriedade e a dívida do *insider* ou quanto às políticas de dividendos. E, o não cumprimento disso,

ressaltam os autores, leva a achados potencialmente não-legítimos ou a resultados contraditórios nas análises da relação entre dívida e posses do *insider*.

Nesse contexto, Dutta, Collins e Wansley (1997) verificaram que as posses institucionais têm uma forte relação negativa com a dívida. Isso explica a relutância dos investidores em investirem em firmas que se sujeitem a altos riscos de falência, vinculadas à alta alavancagem. Ao mesmo tempo, não foi verificada qualquer relação entre as posses institucionais e os dividendos.

Tanto autores quanto estudos científicos relacionam a participação das ações com direito a voto com a estrutura de capital por diversos motivos. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) orientam que o direito de eleger diretores, por meio do voto, se constitui no mais importante instrumento de controle a ser exercido pelos acionistas, pois permite a eleição de diretores que, por sua vez, escolhem executivos para pôr em prática as determinações e os interesses dos acionistas.

Conforme La Porta, Lopez e Shleifer (1999), a possibilidade de tornar-se um minoritário num contexto de pouca proteção aos direitos de propriedade e a possível perda dos benefícios de controle fazem com que os controladores decidam pela participação maior no capital votante. Da mesma forma, DeAngelo e DeAngelo (1985) verificaram que as ações em poder dos administradores, geralmente são aquelas com direito a voto. Em decorrência disso, os autores concluem que a posse de ações pela administração é relevante na análise da estrutura de controle das empresas.

Nessa mesma linha de pensamento, Copeland e Weston (1992) ressaltam que algumas mudanças de controle podem ser obtidas através da troca de ações ordinárias por dívida. Uma solução pode ser a troca de dívida ou ações preferencias no lugar das ações ordinárias ou, inversamente, de ações ordinárias no lugar da dívida. A troca das ações ordinárias pela dívida aumenta a alavancagem, enquanto que a substituição da dívida pelas ações ordinárias diminui a alavancagem. Uma segunda forma citada por Copeland e Weston (1992) é a recompra de ações, o que significa que a corporação readquire uma fração das cotas pendentes de ações ordinárias. Caso a porcentagem de ações adquiridas seja substancial, o efeito pode ser a mudança do controle na empresa.

1.3 A legislação societária brasileira e o controle acionário

Para a aplicação dos estudos à realidade brasileira, faz-se necessário considerar algumas características próprias da legislação societária brasileira e instruções normativas da Comissão dos Valores Imobiliários vigentes no período do presente estudo. A Lei 6.395/76, que criou a CVM, e a Lei 6.404/76, das Sociedades por Ações, procuram disciplinar a atuação das companhias abertas, dos intermediários financeiros e dos investidores no mercado de valores mobiliários, bem como dos acionistas controladores.

Segundo a legislação societária, entende-se por acionista controlador a pessoa,

natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral, o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, bem como utiliza seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. Além disso, os acionistas controladores devem usar o poder com a finalidade de cumprir o objetivo e a função social, como também atender aos direitos e interesses dos demais acionistas da companhia.

A nova Lei das Sociedades Anônimas, em vigor desde março de 2002, modificou a proporção de ações ordinárias e preferenciais para 50/50. Entretanto, esta nova participação é obrigatória para as companhias fechadas que optarem por abrir seu capital e para as novas companhias abertas. Por isso, no Brasil ainda, a manutenção do controle acionário pode ser conseguida, em alguns casos, através da subscrição de ações ordinárias na proporção de apenas 1/6, ou 16,67% do total das ações ordinárias e preferenciais, pois, conforme a Lei 6.404/76, as companhias devem possuir no mínimo 1/3 do capital próprio em ações ordinárias, com a possibilidade de emitir até 2/3 em ações preferenciais. Assim, o acionista que possuir a sexta parte do total das ações (metade mais uma das ações ordinárias) manterá o controle da empresa.

Por isso, as principais diferenças entre as ações ordinárias (ON) e as ações preferenciais (PN) são, no mercado brasileiro, que as ações ordinárias dão ao seu portador direito a voto na empresa, sendo que os controladores da empresa têm que ter, no mínimo, 50% mais uma ação ordinária. Já as ações preferenciais são aquelas que permitem aos seus portadores preferência no recebimento de dividendos e restituição de capital no caso de extinção de determinada empresa, mas não dão direito a voto.

Rudge e Cavalcante (1998) alertam que, nos mercados pequenos e de controle concentrado como o brasileiro, os investidores não têm interesse pelas ações ordinárias. Oliveira (1991) complementa, ainda, que a emissão de ações, além de representar uma fonte de recursos importante para o fortalecimento da companhia, não impõe o risco da perda de controle pelos acionistas majoritários, até porque as ações preferenciais geralmente não dão voto a seus possuidores. Assim, mercados como o brasileiro, apresentam maiores possibilidades de expropriação. Os autores alertam que o crescimento, a eficiência e a pulverização do mercado transferem o interesse das ações preferenciais para as ordinárias, pois aumentam as disputas pelo controle acionário das companhias.

Nesse mesmo sentido, Procianoy e Caselani (1997) justificam que o fator mais importante para a baixa liquidez das ações ordinárias no Brasil tem sido a estratégia concentradora do grupo controlador, que não deseja vender suas ações sob pena de diluir sua participação ou mesmo perder o controle da empresa. Leal, da Silva, Aloy Jr. e Lapagesse (2000), em pesquisa realizada sobre os efeitos da estrutura de controle das empresas brasileiras e seus valores de mercado, utilizando empresas listadas na Bovespa,

constatarem uma menor avaliação de mercado às empresas com concentração de capital votante, nas quais existe maior potencial de expropriação. Em estudo sobre a estrutura de controle e propriedade das empresas brasileiras listadas na Bovespa Valadares e Leal (2000) verificaram que os controladores possuem uma participação maior no capital votante do que a mínima necessária para controlar a empresa.

1.4 A influência da estrutura de controle no mercado brasileiro

Pesquisas realizadas no mercado brasileiro por Procianoy e Snider (1995) evidenciaram que os pagamentos de dividendos aumentam em decorrência de alterações tributárias e reduzem o custo tributário dos dividendos em relação à tributação dos ganhos de capital. Também foi constatado que os maiores aumentos ocorreram em companhias nacionais de controle concentrado, ou seja, nos casos em que o próprio gestor possui o controle acionário. Os resultados sugerem que o pagamento de dividendos no Brasil é usado pelos gestores controladores para limitar seu risco pessoal e aumentar sua riqueza individual. Entretanto, novas investigações são necessárias para a confirmação, ou não, desses resultados.

Procianoy e Kraemer (2001) observaram, através dos distintos segmentos de controle acionário do indicador PASSIVO CIRCULANTE/(EXIGÍVEL A LONGO PRAZO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO), que a média atingida pelo grupo composto por empresas privadas brasileiras de controle concentrado, no período de 01/07/88 a 31/12/94, não foi significativamente inferior à verificada pelo grupo formado por empresas privadas de controle não-concentrado. Os resultados desse trabalho, portanto, não permitem afirmar que o proprietário utilize estruturas de capital pouco alavancadas financeiramente como forma de evitar riscos para sua empresa e, conseqüentemente, para si próprio. Procianoy (1994) sustenta que os principais motivos para a emissão de ações no Brasil são a redução do passivo e o equilíbrio da estrutura de capital.

Procianoy e Caselani (1997) ao investigar a emissão de ações e sua destinação (investimento em ativo permanente ou redutora do risco financeiro), encontraram evidências de aversão ao risco por parte do gestor em companhias nas quais ele possui o controle. Outra constatação foi de que, dependendo do exercício em que foram realizadas as emissões, as companhias optaram por aplicar seus recursos de modo diferente. Os resultados parecem indicar que as companhias, antes de seguirem qualquer teoria financeira sobre estrutura de capital, agem de acordo com as características próprias do mercado de capitais brasileiro.

Procianoy (1994) explicita que o círculo vicioso de baixo risco e as baixas taxas de crescimento são provocados pela preocupação do gestor-proprietário em manter o controle acionário. Com isso, o gestor consegue evitar o endividamento, mas as empresas deixam de utilizar a alavancagem financeira como impulsionadora do crescimento.

2 METODOLOGIA

O estudo considerou o conjunto de companhias brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). As informações foram obtidas através dos Balanços Patrimoniais e Demonstrativos de Resultados anuais das companhias, consolidadas em 31/12/1995, 31/12/1996, 31/12/1997, 31/12/1998, 31/12/1999 e 31/12/2000 disponíveis no Banco de Dados Econômica. Em relação à representatividade amostral do número de acionistas potencialmente controladores das companhias, verificou-se que do total de 1.836 informações para a variável, houve 269 dados faltantes procedentes de companhias que não estiveram sendo negociadas nos anos compreendidos pela pesquisa, produzindo 1567 observações possíveis para cada variável.

Para verificar a concentração existente nas estruturas de *governance* das companhias brasileiras foram pesquisadas:

- a) Quantidade de acionistas no controle acionário das companhias brasileiras ao longo do período estudado;
- b) Participação acionária média dos maiores acionistas sobre o total das ações com direito a voto das companhias brasileiras;
- c) Participação acionária média dos maiores acionistas na faixa dos 51% das ações com direito a voto.

2.1 Justificativas para a escolha das variáveis de controle

As variáveis de controle criadas consideraram a possibilidade de a estrutura de controle acionário influenciar as decisões de acordo com o interesse desses acionistas. Isso pode ocorrer em função das particularidades e das origens da maioria das companhias brasileiras, bem como da legislação societária existente no que diz respeito às companhias de capital aberto. As variáveis VT-1, VT-12, VT-123, VT-1234 e VT-12345 visam verificar qual a participação das ações ordinárias e seus efeitos, comumente no mercado brasileiro, com direito a voto e possuídas pelos acionistas que possuem interesse pelo controle da companhia. Em decorrência disso, participações maiores nestas variáveis refletem a possibilidade das companhias apresentarem decisões que não visem a maximização do valor de mercado da empresa, mas permitam satisfazer o interesse de manutenção do controle acionário dos acionistas controladores, conforme evidências encontradas no mercado internacional Stulz (1988).

Evidências semelhantes foram encontradas por Procianny e Caselani (1997) no mercado brasileiro, ao identificar a aversão ao risco nas companhias em que o gestor possui o controle. O baixo endividamento pode também ser decorrente do problema de agência, supondo que o executivo financeiro seja eleito e atue segundo os interesses da manutenção

do controle pelos acionistas controladores. A existência de expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores é possível, devido à proteção legal aos controladores La Porta, Silanes e Shleifer (1998). Em vista disso, e considerando que o controle acionário das companhias brasileiras apresenta níveis altos de concentração Valadares e Leal (2000), e que a legislação societária brasileira permite que as companhias emitam duas classes de ações, possibilitando simultaneamente a captação de recursos adicionais através da emissão de ações sem direito a voto e a manutenção do controle acionário, espera-se que a variável sugerida tenha relação e influência nas decisões de estrutura de capital.

A variável seguinte (Acionista 51), procura verificar se o número maior ou menor de acionistas que compreendam os 51% das ações com direito a voto, e com potencial para o controle acionário da companhia, influencia de algum modo as decisões de estrutura de capital das companhias. Enquanto que a variável VT-123 possibilita análises restritas aos efeitos do controle acionário através da participação das ações com direito a voto do 1.º, 2.º e 3.º maiores acionistas, e possivelmente controladores, a variável Acionista51 busca analisar simultaneamente as decisões de endividamento direcionadas para a manutenção do controle acionário e à diluição do controle, mediante aumento do risco financeiro dos acionistas controladores.

A teoria relata que nessas condições, os acionistas podem preferir a utilização de capital de terceiros, em investimentos de elevados riscos, e de capital próprio, nos investimentos de baixo risco Ross, Westerfield e Jaffe (1995). Isso ocorre devido à existência de gerentes que preferem manter uma situação segura e sem dificuldades financeiras, tanto para si como para a empresa, caracterizando aversão ao risco de endividamento Brealey e Myers (1988), pois o aumento da dívida também pode significar a diminuição da probabilidade de manter o controle, em virtude do aumento do risco de falência e compromisso com pagamentos futuros (HARRIS e RAVIV). Estudos também apresentaram evidências de que o nível de endividamento decresce à medida que aumenta o nível de controle da companhia Friend e Lang (1988), Jensen, Solberg e Zorn (1992). Outra possibilidade é a de que os gerentes que valorizam o controle e têm uma fração significativa das ações das companhias optem por investimentos financeiros em dinheiro ou dívida ao invés da emissão de ações, que dilui suas posses e aumenta o risco de perda de controle Amihud, Lev e Travlos (1990). Assim, à medida que cresce a participação dos gerentes, reduz-se o nível de dívida, pois sua riqueza pessoal está cada vez mais relacionada com a riqueza da empresa Moh'D, Perry e Rymbey (1998). Assim, tem-se a expectativa de que nos casos em que houver número menor de acionistas, na faixa correspondente ao controle acionário, podem ocorrer decisões distintas de endividamento motivadas, inicialmente, pela preocupação em manter o controle acionário da companhia. De outro modo, espera-se que o aumento do número de acionistas na variável Acionista51 e a correspondente diluição do controle acionário aconteça quando houver

interesse em reduzir o risco de perder o dinheiro investido na companhia pelos acionistas controladores.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conforme definido no capítulo da metodologia para a análise da concentração da estrutura de *governance* das companhias brasileiras foram consideradas as informações relativas a: a) Quantidade de acionistas no controle acionário das companhias brasileiras ao longo do período estudado; b) Participação acionária média dos maiores acionistas sobre o total das ações com direito a voto das companhias brasileiras; e, c) Participação acionária média dos maiores acionistas na faixa dos 51% das ações com direito a voto.

Com base nos resultados levantados pelo estudo, verificou-se a existência de estruturas de *governance* concentradas nas companhias brasileiras. Em particular ao número dos cinco maiores acionistas considerando os 51% das ações com direito a voto (Tabela 1), verificou-se que ao longo dos anos (1995 a 2000) a concentração acionária em um único acionista tem aumentado significativamente. Em 1995, eram 116 casos em que isso ocorreu, passando em 2000 para 204 casos. O aumento da concentração também pode ser observado nas companhias que possuem dois acionistas no controle acionário, com 49 casos em 1995, para 68 companhias em 2000. Por outro lado, tem decrescido anualmente o número de companhias brasileiras listadas na Bovespa com três ou mais acionistas na faixa dos 51% da participação das ações com direito a voto.

Semelhantes resultados sobre a concentração acionária foram obtidos ao analisar-se a participação média percentual dos cinco maiores acionistas nas ações com direito a voto. Conforme visualizado na Tabela 2, no mercado brasileiro o primeiro maior acionista detém participação média de 60,36%, o segundo média de 14,51% e o terceiro média de 5,85% nas ações com direito a voto. Quando somadas as participações nas ações com direito a voto dos cinco maiores acionistas obtém-se média de 85,01%, alertando uma vez mais sobre a inexistência de dispersão da participação acionária no mercado brasileiro, eis que a participação restante média dos acionistas minoritários resulta em somente 14,99%

Tabela 1 - Número de acionistas (frequência na 1.ª linha e percentual para 2.ª linha) para o controle acionário das companhias para os diferentes anos, considerando os maiores por posse das ações com direito a voto de toda a amostra.

N.º Acionistas	1995	1996	1997	1998	1999	2000	TOTAL
1	116 56.59	128 59.53	148 61.16	189 64.07	199 65.46	204 66.67	984
2	49 23.90	52 24.19	57 23.55	66 22.37	68 22.37	68 22.22	360
3	20 9.76	15 6.98	17 7.02	16 5.42	14 4.61	16 5.23	98
4	6 2.93	8 3.72	9 3.72	10 3.39	6 1.97	3 0.98	42
5	6 2.93	6 2.79	5 2.07	4 1.36	5 1.64	5 1.63	31
>5	8 3.90	6 2.79	6 2.48	10 3.39	12 3.95	10 3.27	52
Total	205	215	242	295	304	306	1567

Fonte: Banco de Dados Económica

Tabela 2- Participações Médias Percentuais dos Cinco Maiores Acionistas nas Ações com Direito a Voto de Toda a Amostra

Estatística Descritiva	1.º Maior Acionista	2.º Maior Acionista	3.º Maior Acionista	4.º Maior Acionista	5.º Maior Acionista
Média	60,36 %	14,51 %	5,85 %	2,92 %	1,37 %
Desvio Padrão	25,74	12,29	7,11	4,80	3,07
Mediana	59,41%	13,56%	0,77%	0,00%	0,00%
Menor Valor	0,58%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Maior Valor	100,00%	49,00%	31,64%	24,79%	16,65%
Eventos	1515	1515	1515	1515	1515

Fonte: Banco de Dados Económica

Ao analisar-se a participação acionária média e concentrada dos cinco maiores acionistas com direito a voto dentro da faixa dos 51% das ações com direito a voto, e que dá direito ao controle no mercado brasileiro no período compreendido pelo estudo (Tabela 3), a participação acionária principalmente do primeiro e segundo maior acionista cresce. A concentração na faixa dos 51% das ações com direito a voto, aponta 95,49% de participação média percentual do primeiro e segundo maior acionista, e 98,82% quando consideradas as participações médias percentuais do primeiro ao quinto maior acionista.

Tabela 3 - Participações Médias Percentuais dos Cinco Maiores Acionistas, compreendido nos 51% das ações com direito a voto de toda amostra.

Estatística Descritiva	1.º Maior Acionista	2.º Maior Acionista	3.º Maior Acionista	4.º Maior Acionista	5.º Maior Acionista
Média	87,10 %	8,39 %	2,22 %	0,83 %	0,28 %
Desvio Padrão	22,67	13,71	6,30	3,43	1,71
Mediana	100,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Menor Valor	1,14%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Maior Valor	100,0%	49,24%	29,41%	24,51%	17,92%
Eventos	1515	1515	1515	1515	1515

Fonte: Banco de Dados Econômica em 31/12/95, 31/12/96, 31/12/97, 31/12/98, 31/12/99 e 31/12/00.

Constata-se ainda, a alta mediana do primeiro maior acionista (100% de participação acionária), e mediana de 0,00% para o segundo, terceiro, quarto e quinto maior acionista, indicando a alta concentração do controle no primeiro maior acionista, na participação acionária nos 51% das ações ordinárias.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo verificou a concentração existente na estrutura de *governance* das companhias brasileiras através da pesquisa das companhias listadas no Bovespa em 31/12/1995, 31/12/1996, 31/12/1997, 31/12/1998, 31/12/1999 e 31/12/2000.

Os resultados indicaram para existência de estruturas de *governance* concentradas nas companhias brasileiras nos anos compreendidos pela pesquisa, eis que o primeiro

maior acionista detém em média 87,10% das ações ordinárias. Além disso, os cinco maiores acionistas compreendidos na faixa de controle acionário apresentam 98,82% de participação acionária média. O crescimento da concentração acionária pode ser visualizado ao longo dos anos, já que em 1995 havia 116 companhias com um único acionista no controle acionário, passando em 2000 para 204 companhias.

De um modo geral, tanto as particularidades da legislação existente no país, quanto os resultados do estudo alertam para a influência da estrutura de *governance* no mercado brasileiro, já que as decisões empresariais podem ser influenciadas pela estrutura de controle e composição acionária existente nas organizações, considerando os interesses dos agentes envolvidos na administração ou no controle da empresa.

Isso deve explicar a crescente preocupação dos agentes reguladores do mercado com as questões relativas aos conflitos e interesses dos envolvidos, como também com os efeitos que a estrutura de *governance* pode trazer às decisões empresariais, pois elas tendem a aumentar os riscos e incertezas, tanto dos agentes de crédito e financiamento quanto dos investidores.

Por outro lado, vem crescendo também a tendência no sentido da adoção de atitudes voluntárias para a efetivação de uma boa governança corporativa por parte das companhias como meio de oferecer maior transparência nas informações e maior segurança a todos investidores, principalmente quando se leva em conta a existência de assimetria informacional e contratos incompletos nas organizações.

Tais atitudes tornam-se imprescindíveis para promover o aumento da credibilidade dos investidores internos e externos pelas companhias e pelo desenvolvimento do mercado brasileiro.

REFERÊNCIAS

- AMIHUD, Y.; LEV, B.; TRAVLOS, N. G. Corporate and the Choice of Investment Financing: The Case of Corporate Acquisitions. *The Journal of Finance*, v. XLV, n.2, jun.1990, p.603-616.
- BAGNANI, E. S.; MILONAS, N. T.; SAUNDERS, A.; TRAVLOS, N. G. Managers, Owners and the Pricing of Risky Debt: an Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, v. 49, 1994, p. 453-477.
- BODIE, Z.; MERTON, R. C. *Finanças*. Porto Alegre: Bookman, 1999.
- BRAISLSFORD, T. J.; OLIVER, B. R.; PUA, S. L. H. *Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure*, working paper, Australian National University, Austrália, 2000.
- BRASIL, *Lei das Sociedades por Ações: Lei n.º 6.404, de 15-12-76, alterada pela Lei*

- 9457, de 5/5/1997. *Legislação Complementar – Comissão de Valores Mobiliários – CVM – Instruções, Deliberações e Pareceres da CVM*. 26.ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. Portugal: McGraw-Hill, 1998.
- CASELANI, C.N. *Emissão de Ações: Fonte de Crescimento ou Redutora do Risco Financeiro*. 1996. Dissertação de Mestrado. PPGA/UFRGS, 1996.
- CHAUVIN, K. W.; HIRSCHHEY, M. *Ownership Structure and Capital Structure*, working papers series, 05/98-SSRN-download em 06/06/01.
- COPELAND, T. E.; WESTON, J. F. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3.ª ed. Addison Wesley Publishing Company, Mass, 1992.
- DeANGELO, H.; DeANGELO, L. Managerial Ownership of Voting Rights: a Study of Public Corporations with Dual Classes of Common Stock. *Journal of Financial Economics*, v. 14, 1985.
- DUTTA, A. S.; COLLINS, M. C.; WANSLEY, J. W. *An Analysis of the Effects of Ownership Structure on Corporate Policy Choices*, working papers series, 09/97-SSRN-download em 15/06/01.
- EASTERBROOK, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, Sept. 1984, p.221-230.
- FACCIO, M., LANG, L.H.P. The Separation of Ownership and Control an Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations, working papers series, 05/2000 - SSRN-download em 15/06/01.
- FRIEND, I., LANG, H. P. An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure. *The Journal of Finance*, v. 43, 1988, p. 271-281.
- GARVEY, G.T.; HANKA, G. The Management of Corporate Capital Structure: Theory and Evidence, working papers series, 01/97-SSRN-download em 22/07/00.
- GARVEY, G. T.; HANKA, G. Capital Structure and Corporate Control: the Effect of Antitakeover Statutes on Firm Leverage. *The Journal of Finance*, v. 54, 1999, p. 519-546.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 7ª ed., São Paulo: Hbra, 1997.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The Theory of Capital Structure. *Journal of Finance*. v. 45, n. 2, 1990, p. 321-349.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 55-86.

- HEINRICH, R. P. Complementarities in Corporate Governance: Ownership Concentration, Capital Structure, Monitoring and Pecuniary Incentives, kiel working paper n. 968, 2000.
- ISRAEL, R. Capital and Ownership Structures, and the Market for Corporate Control. *The Review of Financial Studies*, v. 5, n.2, 1992, p. 181-198.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Oct/76, p. 305-360.
- JENSEN, M. C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 05/86, p. 323-329.
- JENSEN, G. R.; SOLBERG, D. P.; ZORN, T. S. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, June 1992, p. 247-263.
- KAHNEMAN, D.; TVERSKI, A. Prospect Theory: an Analysis of Decisions under Risk. *Econometrica*, v.47, n.2, March. 1979, p. 263-291.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency Problems and Dividends Policies around the World, second draft, Nov. 1997.
- LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. Harvard University working paper, May, 1998, SSRN
- LEAL, R. P. C.; DASILVA, A. C.; ALOY Jr., R.; LAPAGESSE, G. Estrutura de Controle e Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. In: 24º ENCONTRO DA ANPAD – ENANPAD, 2000. Florianópolis. Anais Rio de Janeiro: Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Administração, 2000, p.136. Texto Integral em CD-ROM dos Anais do 24º ENANPAD.
- MOH'D, M. A.; PERRY, L. G.; RIMBEY, J. N. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, v. 33, 1998, p.85-98.
- MUKHERJEE, T. K.; HINGORANI, V. L. Capital-Rationing Decisions of Fortune 500 Firms: a Survey. *Financial Practice and Education*, v. 9, n. 1, 1999, p. 7-15.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Finance Economics*, n. 13, 1984, p. 187-221.
- NOVAES, W.; ZINGALES, L. Capital Structure Choice when Managers are in Control: Entrenchment versus Efficiency. *NBER working paper series*, n. W5384, 1995.
- OLIVEIRA, M. D. *Introdução ao Mercado de Ações*. Rio de Janeiro: CNBV, 1991.

- PROCIANOY, J.L.; 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.P.C., COSTA Jr, N.C.A, LENGGRUBER, E.F. *Finanças Corporativas*. São Paulo: Editora Atlas, 2001. p.58-77
- PROCIANOY, J. L.; CASELANI, C. N. A Emissão de Ações como Fonte de Crescimento ou como Fator de Redução do Risco Financeiro: Resultados Empíricos. *Revista de Administração – USP*, v. 32, n. 3, Jul./Set.1997, p. 70-81.
- PROCIANOY, J. L.; SNIDER, H. K. Tax Changes and Dividend Payouts: is Shareholders wealth Maximized in Brazil?, working paper, New York University, 1995.
- PROCIANOY, J. L. O Processo Sucessório e a Abertura de Capital nas Empresas Brasileiras: Objetivos Conflitantes. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, v.34, n. 4, 1994, p.74-84.
- RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. What do We Know about Capital Structure ? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, v. L, n. 5, dec. 1995, p. 1421-1460.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira Corporate Finance*. São Paulo: Atlas, 1995.
- RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. *Mercado de Capitais*. 4.ª ed. Belo Horizonte, CNBV, 1998.
- SHLEIFER, A.; WOLFENZON, D. *Investor Protection and Equity Markets*. National Bureau of Economic Research working paper 7974, 2000.
- STULZ, R. M. Managerial Control of Voting Rights. *Journal of Financial Economics* 20, 1988, p. 25-54.
- STULZ, R. M. Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*, v. 26, 1990, p.3-27.
- VALADARES, S. M.; LEAL, R. P. C. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*, working papers series, 2000-SSRN-download em 15/05/2001.

Recebido para publicação em 14/11/02

Aceito para publicação em 15/12/02