

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO

Dissertação

O Impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de
Empresas Brasileiras.

Mestrando: Eduardo Senra Coutinho

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral (CEPEAD/CAD/FACE/UFMG)

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy (PPGRS/EA/UFRGS)

Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci (CEPEAD/CAD/FACE/UFMG)

Belo Horizonte, MG

Janeiro / 2003

Eduardo Senra Coutinho

**O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO VALOR DE
MERCADO DE EMPRESAS BRASILEIRAS.**

Dissertação a ser apresentado ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração – CEPEAD - da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Administração

Área de Concentração: Mercadologia e Administração Estratégica

Orientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

Universidade Federal de Minas Gerais

**Belo Horizonte – MG
Universidade Federal de Minas Gerais
2003**

Dedico este trabalho a Eduarda e Ester, fontes intermináveis
de luz e inspiração.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço a meus pais, Jomar e Maria do Carmo, que me ensinaram desde cedo que a dedicação e o esforço são os maiores aliados do sucesso. Foi deles também a lição de sempre respeitar o próximo e tratar a todos com equidade.

Agradeço também a meus amigos de mestrado Celso, Leonardo, Lousanne e Marcos, bons companheiros nessa árdua jornada. Com eles pude dividir ansiedades e aspirações que me auxiliaram em minha trajetória no mestrado.

Não posso deixar de citar o prezado colega de mestrado Alexandre Moura por suas contribuições.

Registro aqui também a inestimável ajuda da colega e professora Érica, pessoa importante na execução deste trabalho.

Não poderia deixar de agradecer ao Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci pela importante ajuda na fase de conclusão deste trabalho.

Ao Prof. Doutor Hudson Fernandes Amaral, bom amigo e mestre, deixo um agradecimento especial. Como orientador, deu-me asas sem permitir que eu me esquecesse das raízes. Seu incentivo a minhas iniciativas e seu direcionamento seguro foram importantes auxílios a minha formação profissional.

Por fim, agradeço a minha querida e inseparável esposa Patrícia. Sua beleza e espírito elevado me inspiram constantemente. Seu desprendimento proporcionou a realização de um antigo projeto meu.

O amor, o trabalho e a sabedoria são as fontes de nossa vida.
Deviam também governá-la.

Wilhelm Reich

Uma vez que se trata de escolher, procure uma opção que lhe permita depois o maior número possível de outras opções, não faça uma escolha que o deixe encurralado de cara para a parede. Escolha o que o abra: para os outros, para novas experiências, para diversas alegrias. Evite o que o feche e o enterre.

Fernando Savater

RESUMO

Diversas pesquisas têm sido desenvolvidas sobre as implicações da separação entre controle e propriedade das firmas que, em sua maior parte, estiveram associadas aos efeitos dos níveis de concentração da propriedade e da presença de acionistas *insiders*. Mais recentemente, as pesquisas foram direcionadas para a identificação do impacto da presença de investidores institucionais no desempenho das firmas. O desenvolvimento desses trabalhos coincide com o recente movimento de resgate dos mecanismos de controle interno das firmas como meio de assegurar sua performance iniciado por esse tipo de investidor nos Estados Unidos. No Brasil, entretanto, o movimento de Governança Corporativa surgiu de forma mais difusa em um ambiente no qual há elevado grau de concentração de propriedade, em que o acionista majoritário usualmente detém volume de ações superior ao necessário para exercer controle, considerando que a legislação brasileira possibilita que um acionista se torne majoritário com 17% do capital da empresa. De qualquer forma, a discussão sobre a governança das empresas emerge de uma preocupação dos investidores de maneira geral quanto à gestão dos ativos das firmas e, conseqüentemente, quanto às perspectivas de desempenho e retorno de seus investimentos. Além disso, no Brasil o mercado por controle revela-se pouco eficiente como mecanismo de controle das atividades corporativas, ao contrário do ocorrido nos EUA até o início da década de 90. Como as pesquisas no Brasil têm se concentrado em verificar características das empresas que contam com investidores institucionais em seu quadro societário, este trabalho procurou ampliar o espectro e identificar se a presença de outros segmentos exercendo controle sobre as companhias abertas, promove impacto detectável nas condições de retorno e risco de suas ações.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 TEMA E PROBLEMA.....	16
3 OBJETIVOS.....	19
3.1 Objetivo geral.....	19
3.2 Objetivos específicos	19
4 REFERENCIAL TEÓRICO.....	20
4.1 O valor da empresa	20
4.2 A eficiência de mercado.....	27
4.3 A teoria da firma e o custo de agência.....	34
4.4 A estrutura de propriedade e a governança corporativa.....	41
4.5 A governança corporativa e a Lei 6.404/76	57
5 – METODOLOGIA	61
5.1 Abordagem.....	61
5.2 Tipo de pesquisa.....	61
5.3 Unidade de análise	62
5.4 Unidade de observação	62
5.5 Amostra.....	62
5.6 O modelo.....	64
5.7 Hipóteses.....	74
6 ANÁLISE DE DADOS	75
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	87
8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	94

LISTA DE TABELAS

pág.

TABELA 1 – Investimentos estrangeiros em carteira/ações de companhias brasileiras no País.	33
TABELA 2 – Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 1.	76
TABELA 3 – Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 2.	76
TABELA 4 – Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 3.	76
TABELA 5 – Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 4.	77
TABELA 6 – Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente do portfólio <i>Benchmark</i> .	77
TABELA 7 – Retorno, variância e Índice de Sharpe dos portfólios de variância mínima.	78
TABELA 8 – Retorno, variância e Índice de Sharpe dos portfólios tangentes.	78
TABELA 9 - Valores críticos de F para teste bi-caudal.	79
TABELA 10 - Resultado comparativo do teste de igualdade de variâncias.	82

LISTA DE QUADROS	pág.
QUADRO 1 – Eficiência informacional no mercado de capitais	29
QUADRO 2 – Síntese dos testes de eficiência do mercado de capitais brasileiro	34
QUADRO 3 – Estrutura de propriedade das empresas que compõem a amostra	73

LISTA DE GRÁFICOS	pág.
GRÁFICO 1 – Fronteira Eficiente do Portfólio 1	83
GRÁFICO 2 – Fronteira Eficiente do Portfólio 2	84
GRÁFICO 3 – Fronteira Eficiente do Portfólio 3	84
GRÁFICO 4 – Fronteira Eficiente do Portfólio 4	85
GRÁFICO 5 – Fronteira Eficiente do Portfólio <i>Benchmark</i>	85
GRÁFICO 6– Fronteira Eficiente dos Portfólios 1, 2, 3, 4 e <i>Benchmark</i>	86

LISTA DE SIGLAS

BACEN – Banco Central do Brasil

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DEPEC – Departamento de Pesquisas Econômicas

IAN – Informações anuais

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IGC – Índice de Governança Corporativa

VCP – Votorantim Celulose e Papel

1 INTRODUÇÃO

A chamada Terceira Onda de Fusões e Aquisições, iniciada no período pós-Segunda Grande Guerra Mundial, resultou na configuração de grandes grupos econômicos integrados horizontal e verticalmente. Além disso, um único grupo empresarial passou a contar com várias empresas pertencentes a setores econômicos distintos.

Segundo Chandler (1990), esse período foi caracterizado por mudanças no crescimento, na gerência e no financiamento da empresa moderna, sobretudo na década de 80. Dentre essas mudanças, há seis que não apresentaram antecedentes históricos: a adaptação à nova estratégia de crescimento, os extensivos e contínuos investimentos em unidades operacionais, as aquisições de empresas em setores diversos daquele da compradora, o papel exercido pelos gerentes de portfólio no mercado de capitais, a evolução desse mercado para uma organização institucional de controle corporativo via mercado e a separação entre a gerência sênior e a média gerência.

De acordo com Waack (2000), o mundo dos negócios vive atualmente uma quarta onda de fusões e aquisições. Está em andamento um processo de refocalização das organizações no qual as fusões e aquisições ocorrem entre empresas de um mesmo setor.

Segundo o mesmo autor, as principais características dessa quarta onda são:

- maior intensidade e indústrias com grandes perspectivas de crescimento e com capacidades instaladas com uso pleno, ou com uma motivação expansionista do processo;
- fatores ambientais, tais como mudanças tecnológicas bruscas ou problemas de suprimento de matérias-primas;

- expectativas das firmas de aumento de escala e maior aporte de capital resultando em uma realocação dos ativos.

Independentemente das peculiaridades dessas duas fases do processo de fusões e aquisições, as grandes corporações ganharam complexidade tanto do ponto de vista das relações entre as empresas quanto das relações internas da firma. Apesar de esse processo ter apresentado idiossincrasias em cada país no qual tenha sido observado, ele trouxe consigo questionamentos quanto ao efetivo exercício de uma das funções básicas do administrador financeiro: a criação de valor para o acionista. Muito se questionou quanto aos critérios utilizados pelos gerentes das grandes corporações nas fusões e aquisições levadas a termo.

As privatizações iniciadas na década de 80 e que se estenderam pela de 90, constituíram-se em outro elemento importante no processo de mudança da estrutura de propriedade. Deve-se ressaltar que tanto o processo de fusões e aquisições quanto as privatizações no Brasil apresentaram maior vulto durante a segunda metade da década de 90.

Nos Estados Unidos, por influência dos investidores institucionais, iniciou-se um movimento para a recuperação de princípios como a transparência e a responsabilidade pela prestação de contas, que se estendeu por diversas partes do mundo. A adesão a esses princípios tem se tornado um aspecto importante na composição do valor intrínseco da empresa. Trata-se da ascensão da governança corporativa, que “não tem a ver com poder, mas, sim, com a certeza de que as decisões sejam eficazes” (POUND, 2001, p. 82).

Assim, a estrutura de propriedade da firma influencia na adoção de práticas gerenciais mais eficientes e de mecanismos de controle das atividades da alta gerência. O aumento da eficiência na gestão dos ativos tornou-se um imperativo para a sobrevivência das grandes corporações em um contexto de recrudescimento da concorrência em escala global e de constantes mudanças na estrutura patrimonial.

O objetivo deste trabalho é verificar se a estrutura de propriedade das empresas promove impacto nas condições de risco e retorno de suas ações negociadas em bolsa. O trabalho irá analisar portfólios constituídos por empresas com semelhante estrutura de propriedade.

A análise será concentrada no período compreendido entre julho de 1994 e setembro de 2002, pois a estabilização do nível geral de preços passou a exigir resultados operacionais mais robustos em detrimento dos resultados financeiros. Os resultados operacionais são fruto da atividade da empresa o que torna a sua boa gestão uma questão de sobrevivência e podem significar melhores perspectivas quanto a composição de risco e retorno dos ativos.

Além disso, considerou-se a disponibilidade de dados sobre estrutura de propriedade, disponíveis apenas para o período escolhido para análise.

2 TEMA E PROBLEMA

O estudo da estrutura de propriedade das companhias abertas tem sua relevância resultante da análise do comportamento dos agentes frente ao risco. Os benefícios de se controlar uma dada companhia são contrapostos ao maior risco oriundo da concentração de recursos de um portfólio em determinadas ações.

Entretanto, grande parte dos estudos sobre estrutura de propriedade foi efetuada em ambientes nos quais a propriedade é difusa, ou seja, grande número de acionistas detentores de uma parcela pequena do capital das firmas.

No Brasil, por outro lado, há evidências empíricas de que o exercício do controle é financeiramente benéfico, uma vez que o prêmio pelo controle apresenta níveis elevados. Além disso, há elevada concentração de propriedade. Ou seja, o controlador normalmente detém um volume de ações com direito a voto superior ao necessário para exercer o controle e faz uso constante da emissão de ações sem direito a voto como forma de captação de recursos.

Outro aspecto importante relacionado à estrutura de propriedade é que a mesma demonstra um potencial problema de agência na gestão da firma entre o acionista controlador e os minoritários.

Do ponto de vista do investidor, a importância do tema está relacionada tanto ao efeito em termos do comportamento do retorno quanto do risco, uma vez que a maximização de sua utilidade contempla essas duas dimensões.

Além disso, o processo de reorganização do processo produtivo pelo qual passaram o mundo e o Brasil resultou em uma nova configuração dos mercados e das estruturas econômicas. As fusões, cisões, incorporações e aquisições, além da transferência

de setores inteiros do setor público para a iniciativa privada, provocaram mudanças profundas na estrutura patrimonial das companhias em escala global.

No Brasil, esse processo apresentou-se em maior escala durante a década de noventa. Ocorreram privatizações em setores importantes da economia, tais como siderurgia, telecomunicações, energia elétrica, sistema financeiro e mineração. No mesmo período, houve diversas aquisições, fusões e incorporações que provocaram uma reorganização completa em diversos setores da economia, tendo como cenário um processo de readaptação a uma realidade de baixa inflação e aumento da competição induzida pela abertura comercial.

Essas mudanças provocaram um reordenamento na estrutura patrimonial que certamente está gerando efeitos sobre os resultados das corporações. Dessa forma, faz-se necessário verificar se a configuração da estrutura de propriedade exerce efeitos detectáveis no desempenho dessas empresas para sinalizar aos investidores quais resultados efetivos foram e podem ser gerados em termos de valorização das empresas e, portanto, dos recursos nelas investidos.

Diante do exposto, será observado se a estrutura de propriedade reflete no retorno das ações, uma vez que os indicadores de bom desempenho sinalizam com a ocorrência de fluxos de caixa positivos no futuro, o que pode impactar diretamente na avaliação das ações da firma e na sua atratividade no mercado de capitais. Além disso, será verificado o comportamento dos retornos quanto a seu risco.

A identificação de uma relação significativa entre essas variáveis pode servir de subsídios para a tomada de decisões no meio empresarial quanto ao exercício de controle de empresas, para os analistas de mercado na constituição de portfólio de ações e,

até mesmo, para o governo quanto a incentivos oferecidos aos diversos segmentos investidores no mercado de capitais.

A pergunta a ser respondida é: a estrutura de propriedade impacta o valor de mercado das companhias abertas brasileiras?

3 OBJETIVOS

3.1 Objetivo geral

- Aferir se portfólios constituídos com ações de empresas com a mesma estrutura de propriedade apresentam condições de risco e retorno significativamente diferentes.

3.2 Objetivos específicos

São os seguintes os objetivos específicos:

- verificar a estrutura de propriedade das empresas que compõem a amostra;
- verificar a evolução do preço de mercado e do retorno das ações das empresas que compõem a amostra;
- calcular a variância e o retorno dos diversos portfólios constituídos pelos ativos de empresas com estrutura de propriedade similar;
- calcular o Índice de Sharpe para os diversos portfólios construídos;
- verificar se há diferenças significativas entre as condições de risco e retorno dos portfólios constituídos;
- verificar se há diferença entre os Índices de Sharpe dos portfólios de variância mínimo e tangente de cada categoria.

4 REFERENCIAL TEÓRICO

4.1 O valor da empresa

O principal objetivo da administração financeira é gerir a estrutura financeira das empresas para aumentar seu valor e beneficiar os proprietários. A doutrina *tradicional* ocupou-se em desenvolver modelos que pudessem sinalizar qual é a melhor relação entre capital próprio e de terceiros. Para os chamados autores clássicos, existe um ponto ou faixa de endividamento que maximiza o valor da firma.

Para Solomon (1963), sintetizando as diversas contribuições para esse modelo, a estrutura ótima de capital é fruto de uma combinação específica entre capital próprio e de terceiros. Dessa forma, a função do administrador financeiro seria identificar essa proporção para que possa lograr seu objetivo fundamental.

Modigliani e Miller (1958), entretanto, postularam a irrelevância da estrutura de capital para a determinação do valor da firma. O modelo é construído levando-se em consideração uma série de premissas que, embora simplifiquem a realidade, permitem seu desenvolvimento e validação. Essas premissas se constituem naquilo que se convencionou chamar de mercado perfeito e são as seguintes:

- neutralidade tributária;
- atonicidade do mercado, ou seja, a decisão individual de um único agente não afeta a configuração geral do mercado;
- não há custos de transação;
- os títulos têm liquidez imediata;

- o capital pode ser tomado livremente em qualquer valor a taxa livre de risco;

- simetria informacional.

Além disso, as empresas são divididas em classes de risco com retorno proporcional entre si e suas ações são perfeitamente homogêneas.

Assim, os autores afirmam que o valor da empresa não está relacionado à decisão quanto à estrutura de capital adotada, mas, sim, ao retorno esperado de seus ativos. Os fluxos de caixa futuros gerados pela empresa é que irão determinar seu valor e não a simples escolha de uma proporção estática entre capital próprio e de terceiros. A importância do endividamento deriva do risco a ele associado, ou seja, de a empresa não conseguir honrar seus compromissos.

Deve-se salientar que ao se referir a valor das ações de companhias abertas, a teoria de finanças reconhece que há o valor contábil, resultado da divisão do patrimônio da firma pelo número de ações emitidas; o valor de mercado, resultado da cotação da ação no mercado de capitais e o valor intrínseco, que é o quociente entre o valor presente líquido da empresa e o número de ações emitidas. O valor presente líquido compreende os fluxos de caixa futuros descontados pelo custo de capital da empresa.

O valor contábil para finalidade proposta por este trabalho é irrelevante, pois o mesmo nem sempre acompanha o crescimento real da empresa. Além disso, conforme ressalta Neiva (1992), a maioria dos autores não reconhece como medida do valor da empresa a soma algébrica dos elementos patrimoniais que constam das demonstrações financeiras.

Tal diagnóstico se deve ao fato de que distorções provocadas pela variação do poder de compra da moeda, que alteram o valor dos bens escriturados, e à necessidade de se considerar o patrimônio da empresa em operação como um todo como fonte geradora de receita. Além disso, por maiores que sejam os esforços para adequar a legislação à necessidade de se fazer com que as demonstrações financeiras reflitam a real posição financeira das empresas, a mesma sempre apresentará lacunas.

Adicionalmente, Martinez (1999) ressalta que há operações importantes no cotidiano das empresas que não são registradas no balanço da empresa, tais como posições em derivativos, garantias oferecidas em operações de crédito e financiamento e os chamados ativos intangíveis.

O valor de mercado, segundo Helfert (2000), é o valor de qualquer ativo quando comercializado em um mercado organizado ou entre partes privadas em uma transação espontânea. Dessa forma, o valor de mercado não pode ser considerado uma variável absoluta. Ele representa um consenso momentâneo entre as partes envolvidas na transação.

Naturalmente, as partes integrantes das negociações em um mercado livre utilizam um conjunto de informação que possibilitam uma avaliação criteriosa do valor de uma firma.

Por outro lado, o valor de mercado pode apresentar resultados discrepantes em relação ao valor intrínseco. Como o valor de mercado depende das condições de oferta e demanda, sobretudo dessa última, o mesmo está sujeito a oscilações resultantes de grandes movimentações de capitais motivadas por variáveis macroeconômicas, de eventos fortuitos e da influência do volume envolvido em uma negociação de ativos ou títulos.

Entretanto, essas ocorrências podem ser facilmente identificadas, viabilizando o expurgo dos dados representativos desses momentos.

A despeito de quaisquer limitações, ressalta Helfert (2000), o verdadeiro valor de mercado só pode ser encontrado por meio da realização de uma transação que irá consubstanciá-lo. Até então, qualquer preço atribuído ao ativo terá sido uma mera estimativa.

Apesar disso, “o valor de mercado é considerado geralmente como um critério razoável na estimativa do valor presente dos ativos e passivos específicos quando registrados no balanço patrimonial” (HELFFERT, 2000, p. 279). Independentemente do que o autor identifica como sendo *razoável*, é certo que a fidedignidade do valor de mercado, quanto à sua correspondência com o valor que o ativo possa assumir como fruto dos fluxos de caixa futuros gerados, depende do grau de eficiência do mercado de capitais no qual é transacionado.

Adicionalmente, os mercados de capitais apresentam graus de eficiência diferenciados, conforme descrito por Fama (1970), o que leva à possibilidade de que o preço das ações reflita apenas parcialmente o conjunto de informações disponíveis a seu respeito. Esse aspecto será discutido com maiores detalhes na seção 4.2.

Dessa forma, uma das maneiras mais utilizadas na avaliação de uma empresa é por meio do método dos fluxos de caixa descontados. Esse método permite ao analista calcular o valor intrínseco ou justo de mercado da empresa. Para Martinez (1999), o valor justo de mercado é aquele que representa, de modo equilibrado, as potencialidades de determinada companhia.

Apesar da subjetividade que acompanha o processo de avaliação, os métodos disponíveis oferecem um importante instrumento para auxiliar aqueles que nele

estão envolvidos. Por outro lado, o valor da negociação é aquele acordado entre as partes e, muitas vezes, pode não guardar estrita relação com o valor calculado pelos métodos de avaliação. Dessa forma, apesar das limitações, os métodos baseados em indicadores divulgados pelas empresas fornecem um sinal mais acurado do valor da empresa.

Para Martins¹, *apud* Martinez (1999), há duas maneiras de avaliar uma empresa. A primeira é pelo seu valor de liquidação ordenada. O valor da empresa é obtido a partir da avaliação de seus ativos a preço de venda, descontando-se os gastos para efetuar essa venda e o valor necessário para saldar seu passivo com terceiros.

A outra forma é pelo valor de funcionamento da empresa, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

Dando prosseguimento a seu raciocínio, Martinez (1999) postula que o método mais adequado para se avaliar uma empresa é a Técnica de Fluxos de Caixa Descontados. Essa técnica parte da premissa de que o valor de uma empresa pode ser auferido por suas potencialidades de benefícios em exercícios futuros, descontados a valores presentes por uma taxa apropriada. O fluxo de caixa fornece a evidência clara da eficiência de determinado negócio.

Levando-se em consideração as peculiaridades de cada conceito de valor aqui exposto, este trabalho partirá do postulado de que o investidor é racional e procura de forma sistemática a maximização dos resultados de seus investimentos.

Além disso, Khoury e Ancelevicz (2002), em pesquisa realizada junto ao mercado financeiro na cidade de São Paulo, constataram que há um predomínio na

¹ MARTINS, Eliseu , Avaliando a empresa (I) e (II). **Temática Contábil**, Bol. 10 e 11, 1998.

utilização do método dos fluxos de caixa descontados na avaliação de empresas em consonância com a literatura de finanças aqui exposta.

Desse modo, o investidor faz uso de instrumentos para a avaliação dos títulos com base em indicadores de diversas naturezas. A chamada Análise Fundamentalista oferece aos investidores mecanismos para a tomada de decisões quanto à aplicação de recursos em ações cujo retorno possa apresentar perspectivas de maximização.

A Análise Fundamentalista, segundo Lemes et al. (2002), é um importante instrumento de análise de mercado que estuda as causas que fazem com que os preços apresentem movimentos ascendentes ou descendentes. O pressuposto teórico dessa técnica é que há uma correlação lógica entre o valor intrínseco de uma ação e seu preço de mercado. Assim, a avaliação do patrimônio da empresa, seu desempenho e sua posição no respectivo setor de atuação, a intensidade da concorrência e a existência de produtos ou serviços alternativos, a política de distribuição de lucros e o cálculo do valor presente dos lucros futuros estimados são fatores determinantes na definição do valor da ação.

Além disso, prosseguem os autores, essa análise considera também informações sobre os níveis futuros e previstos da atividade econômica nacional, setorial e das empresas, as considerações políticas que possam influenciar o comportamento de variáveis, alterando taxas de retorno esperadas e o grau de incerteza, avanços tecnológicos de produtos e processos que possam elevar ou reduzir a competitividade da empresa em questão e outros dados que causem oscilações nos preços das ações e permitir uma avaliação de seu comportamento futuro.

Adicionalmente, a Análise Fundamentalista pode ainda utilizar-se de cenários. Ou seja, selecionam-se variáveis macro ou microeconômicas, como inflação, taxa

de câmbio e de juros, entre outras, para as quais se definem possíveis impactos para distintos contextos com diferentes probabilidades de ocorrerem.

Dessa forma, a Análise Fundamentalista consiste em um procedimento de estudo de todas as informações que possam influenciar o valor da empresa, e as bases para a sua utilização são os demonstrativos financeiros, outros dados publicados pela empresa ou por empresas de especializadas no tratamento e divulgação de informações.

Entretanto, o preço de mercado das ações também é resultado de condições específicas de mercado. Isso conduz a outro instrumento bastante comum na avaliação de títulos de renda variável chamado de Análise Técnica. Embora não disponha de base teórica reconhecida, essa análise considera indicadores tais como volume negociado, quantidade de negócios e presença nos dias de negociação na tomada de decisão para a constituição de portfólios. Trata-se de uma análise de curto e curtíssimo prazos com base nas variáveis citadas que influenciam as cotações de ações.

A Análise Técnica, segundo Deschatre (1994), é a técnica voltada exclusivamente para o acompanhamento de preços das ações de cada empresa no mercado. A seleção, por meio dessa técnica, da ação que tem maior potencial de ganhos na economia, exige o estudo do comportamento dos preços e dos volumes operados ao longo do tempo. Esse estudo permite que o analista verifique a tendência existente no preço de uma ação, sendo construído com base em uma média da evolução dos preços, por meio de uma amostra representativa de ativos.

Segundo Lemes et al. (2002), a análise ideal deve conter tanto o estudo das variáveis fundamentalistas quanto das variáveis técnicas, pois as mesmas são complementares por apresentarem abordagens distintas para o estudo das oscilações de preço das ações com foco nas razões e na forma que essas variações assumem. Partindo da

premissa de que são complementares, a utilização conjunta das técnicas permite uma análise muito mais aperfeiçoada e completa dos movimentos dos preços das ações.

4.2 A eficiência de mercado

Para Fama (1970), o mercado de capitais ideal é aquele no qual o preço das ações dá um sinal acurado para a decisão de alocação de recursos na economia. Assim, esses preços refletem completamente todas as informações disponíveis configurando aquilo que se chama de mercado de capitais eficiente.

Esse sinal acurado para a alocação de recursos é oferecido em um mercado no qual as firmas podem tomar decisões de investimentos produtivos, e os investidores podem escolher entre títulos que representem propriedade das atividades das firmas, sob a hipótese de que os preços das ações refletem inteiramente todas as informações disponíveis. Dessa forma, a convergência entre o valor de mercado e o valor intrínseco de uma empresa dependerá do grau de eficiência do mercado.

Entretanto, essa eficiência não pode ser determinada de forma linear. Trata-se de um conceito muito amplo e, portanto, vago. O preço das ações reflete as informações disponíveis em ambientes diferenciados e em níveis igualmente distintos. Além disso, a rapidez com que o preço das ações se ajusta a novas informações também se constitui em um elemento determinante da eficiência de determinado mercado de capitais.

Partindo dessas premissas, o autor estratifica a eficiência de mercado em três níveis: a forma fraca, a forma semiforte e a forma forte. A forma fraca indica que o preço das ações resulta de informações históricas disponíveis sobre seu valor e seus retornos ocorridos no passado.

O comportamento dos preços das ações observa o padrão *Random Walk*. Esse padrão surge dentro de um contexto no qual a evolução dos gastos dos investidores e o processo de geração de novas informações se combinam para produzir um equilíbrio no qual a distribuição dos retornos das ações se repete através do tempo.

A forma semiforte, por seu turno, associa as informações históricas a anúncios públicos como endividamento, aquisições, política de dividendos entre outros. Os testes de verificação dessa forma de eficiência apuram se os preços das ações refletem completamente todos os dados obviamente públicos. Isso é realizado mediante os chamados testes de evento, nos quais se observa o comportamento da ação em uma janela de tempo na qual a mediana é a data do anúncio.

Cada teste individual, entretanto, verifica se o ajuste do preço da ação ocorre em resposta a um único evento. A validade do modelo se estabelecerá por meio da acumulação de cada evidência obtida.

Finalmente, ainda segundo Fama (1970), o mercado é eficiente em sua forma forte quando o preço das ações incorpora, além dos aspectos determinantes nas duas formas anteriores, as informações ditas privilegiadas. Assim, nenhum indivíduo seria capaz de obter lucros superiores aos dos outros investidores como resultado do acesso monopolístico a alguma informação.

Posteriormente, Fama (1991) alterou essa nomenclatura designando a forma fraca de testes de previsibilidade dos retornos, a forma semiforte de estudo de eventos e a forma forte de testes de informação privada.

No mercado de capitais eficiente, conforme Fama (1991), o preço da ação é ajustado às informações relevantes disponíveis. Como informações relevantes, entenda-se aquelas em relação às quais se espera que venham a afetar o fluxo de caixa da empresa.

QUADRO 1
Eficiência informacional no mercado de capitais

Tipo de Eficiência	Fraca ou Testes de Previsibilidade de Retornos	Semiforte ou Estudo de Eventos	Forte ou Teste de Informação Privada
Dados	Série histórica dos preços	Novas informações tornadas públicas, tais como: distribuição de dividendos, novos investimentos, fusões, aquisições entre outras	Informações privilegiadas
Características	Não é possível utilizar os preços ou retornos passados para obter ganhos extraordinários. O preço ou retorno no presente incorpora as informações passadas.	Não é possível utilizar os anúncios de novas informações para obter ganhos extraordinários. O preço ou retorno no presente incorpora, além do passado da ação, as informações presentes.	Não é possível utilizar as informações privilegiadas para obter ganhos extraordinários. O preço ou retorno incorpora as informações passadas e as presentes, públicas ou não

FONTE: Fama (1970) e Fama (1991), adaptado pelo autor da dissertação.

De acordo com Ceretta (2001), a existência de mercados cada vez mais abertos a qualquer tipo de público é uma hipótese do mercado eficiente. Os preços das ações são estimados com maior precisão como reflexo da maior disponibilidade de informação. A facilidade de acesso de investidores domésticos e internacionais promove maior volume de informações e maior rapidez em seu fluxo, o que proporcionaria uma maior convergência entre o valor de mercado e o preço justo das ações.

Especificamente em relação ao Brasil, o primeiro estudo relevante sobre a eficiência do mercado de capitais brasileiro foi realizado por Contador (1975), com o objetivo de testar a eficiência da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. Os testes foram realizados para se verificar se o comportamento histórico dos preços e retornos das ações poderia ser utilizado para verificar o comportamento futuro do mercado e o impacto das alterações na política monetária e da renda real nos retornos. Foram testadas a eficiência nas formas fraca e semiforte, respectivamente.

A constatação do autor foi que o comportamento histórico e as alterações na política monetária e na renda real não eram suficientes para antecipar os movimentos dos mercados. Os resultados, “por si só, sugerem que o mercado não atende à qualificação de eficiente, segundo a definição de Fama” (CONTADOR, 1975, p. 90).

Outro estudo importante foi realizado por Brito (1978). Em seu trabalho, tendo em vista o período analisado, o autor concluiu que os chamados testes clássicos são inadequados para medir a eficiência no mercado de capitais brasileiro em função do processo inflacionário crônico que marcou a história econômica do País no pós Segunda Grande Guerra Mundial. Dessa forma, o mercado de capitais brasileiro mantinha-se na condição de ineficiente devido à inexistência de estudos que comprovassem afirmação contrária.

Em direção contrária aos estudos de Contador (1975) e Brito (1978), Muniz (1980) constatou indícios de eficiência em sua forma fraca no mercado de capitais brasileiro. O autor utilizou em sua amostra dez companhias que representavam 60% do movimento da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro considerando um período de análise entre janeiro de 1975 e junho de 1978. Apesar da pequena amostra utilizada, se for

considerado o seu número de ações, o autor afirma que seus resultados gerais indicavam um mercado de capitais “bastante eficiente”. (MUNIZ, 1980, p. 93).

Os indícios de aumento na eficiência informacional no mercado de capitais brasileiro também foram obtidos em trabalho posterior de Brito (1985). O autor efetuou teste de eficiência para o período de 1980 a 1984 na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, e seus resultados apresentaram evidências de “ganhos de eficiência no processo de formação de preços”. (BRITO, 1985, pág. 23).

Schiell (1996) realizou um teste de eficiência do mercado de capitais brasileiro no qual observou que 90 ações apresentaram retornos anormais no período compreendido entre janeiro de 1987 e abril de 1995 como resultado da divulgação das demonstrações contábeis exigidas pela Lei 6.404/76. A partir disso, o autor atesta que o mercado de capitais brasileiro apresenta eficiência em sua forma semiforte.

Recentemente, outro estudo, realizado por Perobelli e Ness (2000), indica que é factível afirmar que o mercado de capitais reage de forma rápida e instantânea ao anúncio de informações de natureza favorável, promovendo o ajuste na direção esperada. Tal comportamento é condizente com a hipótese de eficiência na forma semiforte do mercado de capitais brasileiro.

Os autores efetuaram testes de eficiência a partir da observação de que os preços de 69 ações apresentaram reações à divulgação de lucros trimestrais que tenham sido superestimados ou subestimados entre abril de 97 e junho de 99. Foram observadas alterações nos preços e, conseqüentemente, nos retornos que se mantiveram estáveis a partir de um curto período de tempo como resultado da divulgação das novas informações.

A hipótese assumida por Ceretta (2001) de aumento no fluxo de informações pode ser comprovada pela disponibilidade de dados sobre as companhias

abertas brasileiras em diversas fontes. Os dados de Balanço Patrimonial e demais demonstrativos financeiros exigidos pela Lei 6.404/76 estão disponíveis em meio eletrônico e em publicações periódicas. Os anúncios sobre fusões, aquisições, cisões, decisões de investimento, orçamentos de capital e outros relevantes para o cotidiano das empresas são tempestivamente veiculados na imprensa.

Além disso, deve-se ressaltar a participação do capital estrangeiro no mercado de capitais brasileiro. De acordo com Belluzzo (1999), esses fluxos de capitais foram um dos alicerces do plano de estabilização econômica chamado de Plano Real. É certo, que diante de crises internacionais, esses capitais regressaram a seus países de origem e, em um segundo momento, reduziram seu ingresso conforme pode ser observado na TAB. 1. Apesar desse decréscimo, sua participação no mercado brasileiro continua a ser relevante.

Esses capitais, pertencentes em sua maioria a investidores institucionais, são aplicados em diversos mercados no mundo e compõem seus portfólios a partir de avaliações criteriosas. Essa característica contribui para intensificar o fluxo de informações entre os agentes e para incorporar essas informações ao preço das ações.

Outro aspecto importante que pode reforçar a hipótese de que o mercado de capitais é eficiente em sua forma semiforte é a elevação da participação dos investidores individuais no mercado de capitais brasileiro. Esse grupo normalmente compõe seus portfólios mediante orientação especializada das corretoras, o que favorece o fluxo rápido de informações.

TABELA 1
**Investimentos estrangeiros em carteira/
ações de companhias brasileiras negociadas no País**

Ano	US\$ milhões
1994	25.141,60
1995	22.773,80
1996	22.776,10
1997	31.298,00
1998	21.989,00
1999	12.580,30
2000	10.425,00
2001	7.015,40

FONTE: BACEN/DEPEC.

A presença de especialistas em mercados de capitais é um fator importante na consubstanciação do chamado mercado eficiente. “Um número bastante reduzido de investidores informacionalmente eficientes atuando em grande escala no mercado seria suficiente para nele introduzir eficiência informacional” (BRITO, 1978, p. 65). Para esse mesmo autor, os analistas financeiros são o veículo por meio do qual o preço dos títulos é ajustado às informações disponíveis.

Segundo Fama (1970), os testes individuais permitem verificar se o ajuste foi efetuado em resposta ao anúncio de um evento. O suporte para o modelo – eficiência na forma semiforte – é proveniente da idéia de que, acumulando cada evidência, a validade do mesmo se estabelecerá.

Dessa forma, a despeito de quaisquer controvérsias a respeito do grau de eficiência do mercado de capitais brasileiro, tanto os testes realizados quanto os aspectos descritos oferecem indícios fortes à concepção de que o mesmo apresenta eficiência em sua forma semiforte.

QUADRO 2

Síntese dos testes de eficiência do mercado de capitais brasileiro

Autor	Eficiência Testada	Constatou eficiência?
Contador (1975)	Fraca e Semiforte	Não
Brito (1978)	Fraca	Não
Muniz (1980)	Fraca	Sim
Brito (1985)	Fraca	Parcialmente
Schiell (1996)	Semiforte	Sim
Perobelli e Ness (2000)	Semiforte	Sim

FONTE: Elaborado pelo autor da dissertação.

4.3 A teoria da firma e o custo de agência

Independentemente da análise que se faça quanto aos determinantes do valor da firma, é certo que as decisões de investimento, de financiamento e de distribuição de resultados, que se constituem de acordo com Ross et al. (1995) nas três decisões fundamentais do administrador financeiro, estão intimamente ligadas a esse aspecto. Dessa forma, a eficiência percebida pelo mercado no que diz respeito à gestão da empresa constitui-se em um importante elemento de análise.

Com base nos dados divulgados pela firma e naqueles disponíveis nos demonstrativos financeiros e orçamentos de capital é que os analistas podem estimar o valor da empresa. Esses são os dados necessários ao cálculo do valor intrínseco pelo método do fluxo de caixa descontado.

O conjunto de relações do qual resultam essas decisões ocorre dentro da firma. Para Coase (1937), a firma pode ser assumida como a substituta do sistema de preços como mecanismo de alocação de recursos. Dentro da firma, as transações de troca, marcantes no mercado, são substituídas por outros instrumentos em função dos custos existentes na utilização do mecanismo de preços.

As relações no mercado são reguladas por meio de um conjunto de contratos. Dentro da firma, embora não haja eliminação dos contratos, há uma redução em seus custos de gerenciamento. Elimina-se a necessidade de que um fator de produção tenha que firmar e gerenciar um contrato com cada um dos outros fatores com os quais se relaciona no processo produtivo.

Assim, ressalta Coase (1937), esse conjunto de contratos precisa ser substituído por um único contrato que estabeleça os limites da atuação das partes dentro da firma, diante da inviabilidade prática de administrar inumeráveis contratos. Além disso, o risco de solução de continuidade no processo produtivo exige que se façam contratos de longo prazo com o objetivo de lhe conferir maior estabilidade.

Com isso, o autor postula que a firma emerge das situações nas quais as relações contratuais de curto prazo existentes no mercado são insatisfatórias e da incerteza associada a essas relações.

A concepção da firma como sendo um nexos de contratos é compartilhada por Fama (1980), Fama e Jensen (1983) e Perrow (1991). Esse conjunto de contratos é que determina os papéis exercidos pelas partes envolvidas no processo produtivo.

Ainda, segundo Coase (1937), essas relações contratuais de longo prazo eliminam os riscos associados aos humores das pessoas e coloca os recursos à disposição de um empreendedor. Esse empreendedor, cujos limites de atuação constam de seu contrato firmado com os demais recursos que compõe a firma, fica livre para direcionar os fatores de produção conforme seus objetivos e os objetivos da firma.

Por outro lado, Alchian e Demsetz (1972) colocam dúvidas quanto ao processo de alocação de recursos dentro da firma proposto por Coase (1937). Os autores discordam tanto do processo alocativo ser baseado na vontade do proprietário da firma quanto da existência de contratos de longo prazo entre empregador e empregados como forma dominante.

Segundo os autores, não há meios de se assegurar que os empregados cumpram a determinação de seu empregador e executem a tarefa exigida da forma como foi solicitada. O sistema de recompensas é que exerce o papel de incentivador para os recursos alocados dentro da firma.

Apesar da divergência quanto aos determinantes do poder dentro da firma, Alchian e Demsetz (1972) reforçam o argumento de Coase (1937) quanto à origem da firma quando afirmam que quanto mais altos forem os custos de transação e mais baixos os custos de gerenciamento mais vantajoso será organizar os recursos dentro da firma. Por custos de transação entendem-se os custos incorridos na confecção e gerenciamento dos contratos firmados entre os diversos fatores envolvido na operação.

Adicionalmente, os autores incorporaram à análise alguns aspectos quanto à origem das modernas corporações constituídas sob a forma de sociedades anônimas.

Assim, Alchian e Demsetz (1972) afirmam que todas as firmas devem adquirir comando sobre um determinado conjunto de recursos para que possam existir. As corporações o fazem, inicialmente, vendendo promessas de retorno futuro para aqueles que ofertam o capital financeiro.

Entretanto, surge a necessidade de um controle mais efetivo das atividades corporativas. Muitas vezes, não é possível àqueles que cedem os recursos financeiros exercer essa tarefa diretamente. Assim, os acionistas delegam o poder decisório para um grupo menor, cuja função principal é negociar com os outros fatores de produção, bem como gerenciá-los.

O poder do acionista é exercido pela autoridade conferida pelo aparato legal. Portanto, os acionistas podem rever a composição do corpo gerencial e monitorar as principais decisões que afetam a estrutura da corporação ou até demitir a diretoria.

Além disso, complementam Alchian e Demsetz (1972), o acionista ainda tem a opção de vender suas ações e remover sua riqueza das mãos daqueles com os quais tenha diferenças de opinião e que não estejam gerindo os recursos de forma adequada, de acordo com seu ponto de vista.

Surge, portanto, para Fama (1980), a importância da disciplina imposta pelo mercado. A competição com outras firmas força a evolução dos mecanismos de controle das atividades corporativas nos planos geral e individual. Além disso, os participantes individuais estão também sob a influência disciplinadora dos mercados nos quais os serviços que prestam são negociados.

Essa força disciplinadora imposta pelo mercado conduz a um processo de evolução das firmas cujas inovações organizacionais têm o propósito de economizar custos de transações, conforme Williamson (1981) acrescentou posteriormente. Dessa forma, são os custos de transação que determinam de maneira proeminente as integrações horizontais e verticais e a estrutura organizacional. Entretanto, é preciso considerar os efeitos das mudanças tecnológicas e a busca pelos ganhos de escala.

Não se pode deixar de incluir o papel exercido pelos gerentes das companhias abertas como fator determinante do processo de configuração das organizações.

Apesar do controle fornecido pelo ambiente competitivo e pelo monitoramento exercido pelos acionistas, os administradores tomam decisões de investimento, financiamento e distribuição de resultados que, muitas vezes, não estão em consonância com os interesses dos proprietários. Para Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato no qual uma ou mais pessoas (*principais*) outorgam autoridade a terceiros (*agentes*) para cuidarem de seus interesses. Como ambas as partes são maximizadoras da utilidade, há razões para crer que existam situações nas quais os interesses sejam divergentes.

Assegurar que o agente irá atuar em prol dos melhores interesses dos proprietários é um dos aspectos mais relevantes da gestão de companhias constituídas sob a forma de sociedades anônimas de capital aberto. Entretanto, trata-se também de uma das mais difíceis tarefas para os teóricos organizacionais estabelecerem parâmetros para a consecução desse objetivo.

O chamado Custo de Agência é o resultado em termos de perda de riqueza incorrida por uma firma como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais.

Jensen e Meckling (1976) definem esse custo como sendo o montante de despesas resultantes dos seguintes aspectos:

- constituição de controles sobre o trabalho dos gerentes, tratados como custos de monitoramento oriundos de auditorias externas, controles internos (produção de relatórios, manuais de procedimentos entre outros);
- sistema de recompensas dos agentes (pecuniárias ou não); e,
- perdas residuais.

As perdas residuais são fruto da diferença entre os ganhos obtidos com a aplicação dos recursos da corporação feita pelos agentes e aqueles ganhos que poderiam ser obtidos em uma alternativa de investimento mais rentável. Trata-se de uma situação comum, tendo em vista a característica limitada da racionalidade que permeia os processos decisórios e que, conforme Simon (1965), impossibilita, na prática, a elaboração de planos de ação que incluam todos os aspectos e conseqüências das alternativas consideradas.

A relação de agência, adiciona Leal et al (2000), é um componente característico das modernas corporações constituídas sob a forma de sociedades de capital aberto e pode ser estendida para as relações entre acionistas majoritários e minoritários, bem como entre acionistas e credores.

Por outro lado, o custo de agência precisa ser observado do ponto de vista do mero conflito de interesses entre os principais e os agentes. Ao final de cada exercício social, além da valorização da empresa por meio da elevação de seu valor intrínseco, os

principais desejam que seu capital seja remunerado. Isso é definido em parte pela política de distribuição de dividendos.

Para Jensen (1986), a política de distribuição de dividendos é o aspecto que mais gera atritos entre os componentes do conflito de agência. Ao financiar seus projetos com recursos próprios, a empresa reduz a possibilidade de endividamento a custos elevados ao se tomar recursos no mercado. Esse aspecto, entretanto, promove a redução nos dividendos distribuídos e, portanto, reduz a remuneração do capital dos acionistas em um primeiro momento.

Por outro lado, a retenção de dividendos que pudessem ser distribuídos aumenta o poder dos gerentes na medida em que aumenta os recursos à sua disposição. Seu interesse concentra-se no crescimento da firma. Quanto maiores os recursos à sua disposição, maiores as possibilidades de realizar investimentos que possam incrementar o faturamento da empresa. Deve-se ressaltar que esse aspecto torna-se de vital importância em relação à retenção de lucros, caso a remuneração dos gerentes seja composta por participação nas vendas totais.

Dessa forma, o conflito de agência exerce influência direta sobre as decisões de investimento e financiamento da empresa que são aspectos centrais de sua gestão. O futuro da firma é decidido por seus gerentes e não por seus proprietários e, conforme ressaltado anteriormente, os interesses desses dois grupos nem sempre converge. Aspectos importantes do cotidiano da empresa são decididos sem que os proprietários exerçam qualquer influência na tomada de decisões.

Deve-se ressaltar que, conforme Lamb (1992), o problema de agência consiste nas dificuldades em se formular um contrato no qual nenhuma das partes possa

melhorar sua participação na riqueza gerada pela firma sem reduzir a participação da outra, dentro da concepção do ponto ótimo de Pareto.

Essas dificuldades, por seu turno, apresentam limitações práticas para sua solução. Perrow (1991) ressalta que as relações contratuais são assimétricas resultando em situações nas quais uma parte envolvida pode utilizar sua posição privilegiada para obter benefícios adicionais em detrimento dos demais participantes da relação contratual.

Diante disso, prossegue Lamb (1992), o conflito de agência surge como resultado da possibilidade de expropriação de riqueza uma vez que há delegação de autoridade decisória inerente às finanças corporativas. Isso ocorre nas tomadas de empréstimos, gerenciamento dos projetos em andamento e futuros e relacionamento com o mercado de capitais e financeiro. Ou seja, o gerenciamento dos recursos que irão gerar fluxos de caixa futuros está nas mãos de terceiros, cujos interesses podem estar mais comprometidos com a maximização da riqueza dos administradores.

4.4 A estrutura de propriedade e a governança corporativa

A discussão sobre estrutura de propriedade requer uma avaliação prévia sobre os determinantes da estrutura de capital das empresas. Embora a estrutura de capital não revele influência sobre o valor da firma, conforme demonstrado por Modigliani e Miller (1958), os aspectos que permeiam a decisão das empresas entre o autofinanciamento, o endividamento e a emissão de novas ações resultam importantes na configuração da propriedade da firma.

Harris e Raviv (1991) resumiram as teorias desenvolvidas recentemente para explicar a estrutura de capital em quatro grupos: modelos baseados no custo de

agência, modelos baseados na assimetria de informação, modelos baseados na interação com o mercado de produtos e insumos e os modelos baseados na forma de controle dos proprietários.

O modelo baseado no custo de agência tem seus maiores expoentes em Jensen e Meckling (1976). Segundo os autores, a estrutura ótima de capital é dada pelo ponto no qual há igualdade entre o custo de agência gerado pelo endividamento e pelos seus benefícios.

Os modelos baseados na assimetria de informação, ainda segundo Harris e Raviv (1991), estão relacionados ao efeito no retorno dos ativos aos anúncios de investimentos em novos projetos e a forma escolhida para financiá-los, se por meio de novas emissões de ações, endividamento ou autofinanciamento.

Segundo Myers e Majluf (1984), a regra geral em uma firma é implantar todo projeto com valor presente líquido positivo, independentemente de os fundos utilizados serem internos ou externos. Os autores, entretanto, confirmam a Teoria da Hierarquia das Fontes indicando que o autofinanciamento é a opção mais desejada pelos administradores, em detrimento do endividamento e das novas emissões, sendo ela a última opção.

Adicionalmente, os autores indicam que os acionistas reagem de forma racional às decisões de investimento da firma. Essa reação pode significar não investir recursos nas novas emissões, perdendo participação relativa no capital da firma, em função de esta não ser a melhor opção do ponto de vista da constituição de seus portfólios individuais.

Além disso, destacam Myers e Majluf (1984), a assimetria de informações existente faz com que os gerentes conheçam melhor o significado dos fatos para as firmas,

pois detêm uma visão interna de sua organização e o que pode ou não ser feito. Essa assimetria de informações é própria de um ambiente no qual predomina a separação entre propriedade e gerência profissional.

O terceiro grupo de modelos destacado por Harris e Raviv (1991) indica que a estrutura de capital está associada ao processo produtivo da empresa e aos insumos por ela utilizados. O posicionamento estratégico e as condições de mercado da empresa têm influência direta na sua definição quanto à utilização de capitais de terceiros.

O quarto e último grupo de modelos trata da forma de controle da empresa. Tais modelos foram desenvolvidos a partir de eventos de aquisições hostis. Segundo os autores, empresas com maiores níveis de controle apresentam menor grau de endividamento revelando que os controladores preferem não assumir o risco de maior alavancagem financeira. Dessa forma, a estrutura de capital derivada desses modelos pode ser fruto de estratégias defensivas em relação a tentativas de tomadas hostis de controle.

Assim, fica explícito que há um conjunto de fatores que determinam a estrutura de capital das firmas e, conseqüentemente, irão indicar também sua estrutura de propriedade, foco principal deste trabalho.

Adicionalmente, Short (1994) ressalta em seu estudo sobre o relacionamento entre posse, controle e desempenho de empresas que diferentes donos ou diferentes estruturas de controle resultam em diferentes desempenhos, embora reconheça que há outros aspectos que afetam a relação entre propriedade, controle, estrutura financeira e performance da firma.

Além disso, Short (1994) afirma que há necessidade de maior aprofundamento nas pesquisas sobre o impacto da estrutura de propriedade na escolha dos ativos físicos das empresas e de seus efeitos na sua performance. Para a autora, não se pode

admitir que todas as categorias de acionistas tenham o mesmo comportamento diante da maximização de lucros. Trata-se de uma hipótese simplista que ignora os diferentes estímulos que esses acionistas encontram em seu cotidiano, bem como seus diferentes interesses perante a empresa.

Segundo Leal et al (2002), a compreensão da estrutura de propriedade é de fundamental importância tendo em vista que a estrutura de controle mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas e do potencial problema de agência na gestão da firma, fruto da divergência de interesses dos diferentes participantes do processo: acionista majoritário, acionistas minoritários, diretores, gerentes e credores.

Em um cenário no qual as grandes corporações de capital aberto revelavam a dissociação entre propriedade e gerência, diversos estudos procuraram estabelecer as relações entre estrutura de propriedade e desempenho das companhias de capital aberto. O primeiro estudo importante foi desenvolvido por Berle e Means (1988), publicado originalmente em 1932. Baseados em dados da economia norte-americana, os autores encontraram evidências empíricas de uma correlação positiva entre propriedade pulverizada e tamanho da firma.

Os autores também encontraram correlação negativa entre pulverização e performance das firmas, preconizando, conforme ressaltado por Short (1994), as implicações da separação entre propriedade e controle. Apesar disso, os autores não examinaram especificamente as implicações dessa característica para o comportamento da firma.

De acordo com os autores, o crescimento da unidade industrial veio acompanhado de uma dispersão de sua propriedade. Uma parcela importante da riqueza

individual passou a ser constituída por interesses em grandes corporações, nas quais nenhuma pessoa possuía a maioria das ações em termos absolutos.

Dessa forma, adicionam Berle e Means (1988), a propriedade deixou de ser um agente ativo tornando-se passivo, e a propriedade material real foi substituída por “um pedaço de papel representando uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa” (BERLE e MEANS, 1988, p. 82). Além disso, esse processo fez com que a riqueza individual incorporasse outras características importantes: flutuação constante de seu valor conforme as condições predominantes nos mercados de capitais, liquidez pela possibilidade de sua conversão em outras formas de riqueza e dependência de forças alheias à vontade do proprietário.

Tratava-se de uma nova configuração da estrutura de propriedade dos ativos produtivos, na qual o proprietário deixou de exercer o controle direto sobre a coisa possuída. De acordo com Demsetz (1967), os acionistas de uma companhia aberta são essencialmente emprestadores de patrimônio líquido e proprietários. Entretanto, o que os acionistas passaram a possuir foram as suas ações em si e não a corporação.

O controle sobre a empresa ficou conferido a seu presidente e à alta gerência que podem atuar com certa liberdade em prol de seus interesses particulares. A emergência de novos efeitos benéficos ou deletérios, continua Demsetz (1967), atua como elemento motivador de novas leis que possam espelhar os novos valores e costumes associados à relação entre proprietários e controladores. Assim, a emergência de novos direitos de propriedade é uma resposta aos anseios das pessoas por ajustes das regras atuais a novas possibilidades de custos e benefícios e podem limitar abusos por parte da alta gerência na condução dos negócios da firma.

Adicionalmente, Demsetz (1983) argumenta que a gerência da firma preocupa-se com o preço de mercado das ações e dos títulos da empresa. O valor desses ativos atua como termômetro para futuras captações de recursos. Sua desvalorização pode significar dificuldades futuras de captação e, portanto, escassez de recursos para investir em projetos.

Além disso, o autor ressalta a importância do efeito que o mercado de trabalho exerce sobre os gerentes. O bom desempenho dos gerentes pode significar sua valorização diante de outras empresas que possam querer contrata-los: “Muitos anos de investimentos no capital humano e na reputação não serão colocados em risco...” (DEMSETZ, 1983, p. 387).

Assim, Demsetz (1983) afirma que a estrutura de propriedade da empresa deve ser pensada como um produto endógeno das decisões que refletem a influência dos proprietários e do mercado de capitais, em sua busca da maximização da riqueza. Ou seja, os processos de concentração ou difusão de propriedade são fruto de decisões racionais dos proprietários na procura da maximização dos lucros. Portanto, não há relação sistemática entre variações na estrutura de propriedade quanto à concentração e variações na performance da firma.

Tendo em vista a característica endógena da estrutura de propriedade, Demsetz e Lehn (1985), baseados em dados empíricos da economia dos Estados Unidos, destacam três aspectos entre todos os possíveis que possam afetar essa estrutura. O primeiro é o tamanho da firma. Para os autores, quanto maior for o preço da fração da propriedade maior será a sua dispersão, pois o aumento no custo de capital desencoraja os proprietários a manter seu patrimônio altamente concentrado em função do risco.

Deve-se ressaltar que o modelo que fundamenta a seleção de um portfólio, desenvolvido por Markowitz (1952), indica que a diversificação reduz o risco, apesar de não eliminá-lo, o que realça a necessidade de cuidados na seleção das ações que venham a compor o portfólio.

Outro aspecto destacado por Demsetz e Lehn (1985) é o que os autores chamam de *control potencial*, definido como a riqueza possível de ser ganha por meio do exercício de controles mais efetivos do desempenho dos gerentes da firma. Entretanto, o exercício do controle, seja pelos mecanismos de mercado ou controles internos, envolve custos, e as alterações na estrutura de propriedade podem ser entendidas também como uma resposta a esses custos.

Finalmente, o terceiro aspecto indicado por Demsetz e Lehn (1985) como determinante da estrutura de propriedade é o aparato regulador. Se a estrutura jurídico-institucional oferecer mecanismos de monitoramento e de disciplinamento da gerência das firmas, isso irá resultar em um efeito de redução na concentração de propriedade uma vez que irá reduzir o risco associado àquele empreendimento. Dessa forma, os proprietários se sentirão mais confortáveis em reduzir sua participação na companhia baseados na crença de que as atividades corporativas serão monitoradas.

Adicionalmente, deve-se considerar a abordagem de Demsetz e Villalonga (2001), na qual se considera que a estrutura de propriedade não pode ser vista como sendo apenas uma variável endógena, mas também uma mistura de pessoas ou grupos heterogêneos que detêm propriedade e que apresentam interesses diferentes. Tendo em vista esse aspecto, a estrutura de propriedade emerge da interação das forças de mercado com os acionistas mantendo suas posições com o objetivo de maximizar sua riqueza.

Por outro lado, os autores indicam que não há relação aparente entre estrutura de propriedade e performance da firma, embora admitam que não há evidência forte o suficiente para rechaçar essa hipótese. Assim, os autores afirmam que é mais provável que a performance da firma tenha efeitos sobre a estrutura de propriedade, uma vez que a decisão de manter ou incorporar determinada ação é influenciada pela perspectiva de bons retornos futuros.

Adicionalmente, Demsetz e Villalonga (2001) informam que a estrutura de propriedade difere entre as firmas em resposta a economias de escala, regulamentação e das características do ambiente no qual operam. Isso, em grande medida, incorpora os aspectos sumarizados por Harris e Raviv (1991) como determinantes da estrutura de capital de uma firma na determinação da estrutura de propriedade.

Para La Porta et al (1999), a situação descrita por Berle e Means (1988) é bastante incomum. Segundo os autores, na maioria dos países, a característica mais comum é a existência de grandes acionistas exercendo um papel ativo em governança corporativa,

Outro estudo, cujo objetivo foi relacionar estrutura de propriedade e as características das finanças corporativas, foi efetuado por Jensen, Solberg e Zorn (1992). Os autores investigaram a estrutura de propriedade do ponto de vista do relacionamento entre propriedade por parte de *insiders*, endividamento e políticas de dividendos. Os resultados obtidos demonstraram que as empresas com maiores níveis de propriedade por parte dos *insiders* optam por níveis mais baixos de endividamento e distribuição de dividendos.

Como se pode observar, de maneira geral, a literatura não trata da estrutura de propriedade do ponto de vista dos determinantes de sua composição qualitativa. Os

estudos procuraram investigar as causas e conseqüências da concentração da propriedade e o comportamento da firma a partir da presença de *insiders* no quadro societário.

Quanto à estrutura de propriedade do ponto de vista da composição do quadro societário, Frank e Meyer (1997) indicam que não há uma teoria que possa oferecer uma explanação satisfatória sobre as causas da diversidade na estrutura de propriedade. As diferenças entre os sistemas nacionais de financiamento das atividades produtivas têm sido objeto de contínuos debates, que resultaram na distinção entre os chamados modelos baseados no mercado e nos bancos. O sistema de mercado é caracterizado pela relação direta entre o investidor e as corporações, baseada na busca de retornos de curto prazo, e os fatores de mercado é que condicionam a alocação de recursos na economia.

Por outro lado, no sistema baseado na intermediação financeira, as empresas obtêm a maior parte de seus financiamentos externos dos bancos, que desenvolvem uma relação de longo prazo com seus clientes corporativos.

A formulação teórica não encontra base nos dados empíricos para a diferenciação esperada em função das idiosincrasias estruturais das diversas economias nacionais. Há uma superposição de modelos, o que inviabiliza uma caracterização mais definitiva quanto ao enquadramento das diversas situações apresentadas em cada modelo proposto.

Apesar de as bases teóricas não serem suficientes para explicar os diversos formatos nas estruturas de propriedade, os autores destacam que há uma clara divergência nessas estruturas em empresas nos países anglo-saxões, notadamente Inglaterra e Estados Unidos, e aquelas com origem na Europa Continental.

No caso brasileiro, a discussão tem se concentrado em algumas dissertações de mestrado e teses de doutorados nos diversos centros de pós-graduação em administração do País. O tema, portanto, encontra-se em estado incipiente.

Em um dos poucos trabalhos publicados sobre estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras, Leal et al. (2000) analisa a estrutura de controle direto e indireto de empresas brasileiras, seu valor de mercado e risco. Constatou-se que o controle é bastante concentrado com a maioria das empresas sendo controlada por um acionista direto. Além disso, os autores encontram evidências de que a estrutura indireta possa estar sendo utilizada para concentrar ainda mais o controle e não para reduzir a participação no capital total necessária para sua manutenção.

Os autores identificaram que a presença de um acionista controlador, sem que haja perda do controle acionário por meio da estrutura indireta de controle, resulta em valor das empresas mais elevado do que quando há diluição do controle via estrutura indireta. Tal resultado é consistente com a existência de benefícios privados de controle que podem ser traduzidos como potencial para expropriação de acionistas minoritários. Apesar disso, não se pode aceitar a hipótese de que maior controle sobre o capital votante conduza a um valor de mercado menor da empresa brasileira.

Além disso, segundo Valadares (1998), 90% das companhias brasileiras utilizam o mecanismo de captação de recursos com a emissão de ações sem direito a voto. Em média, o capital social de uma companhia aberta brasileira é dividido em 54% de ações ordinárias e 46% preferenciais e, na maior parte das empresas, o acionista controlador detém mais que 50% do capital votante.

Esses aspectos, associados ao alto prêmio pago nas transações com blocos de ações com direito a voto e nas transações em que o controle da empresa é transferido,

indicam que o acionista controlador no Brasil tem a conduta de manter parcela significativa dos direitos sobre voto e usualmente participam diretamente da gestão da empresa.

Outro aspecto diretamente relacionado à concentração de propriedade no Brasil é a alta possibilidade de diluir os direitos dos minoritários por aqueles que detêm o controle.

Mais recentemente, Cia et al. (2002) desenvolveram um trabalho cujo objetivo era avaliar a influência da presença de investidores institucionais na valorização das empresas e o desempenho desses investidores como gestores de carteiras de ações. Os autores concluíram que não há uma relação direta entre o grau de participação dos investidores institucionais no capital votante nas empresas e o desempenho de suas ações no mercado de capitais.

Outra análise enfocando a importância dos investidores institucionais foi desenvolvida por Cunha (2002), sem, entretanto apresentar resultados conclusivos em termos de capacidade explicativa da presença desses investidores no retorno das firmas.

A análise da literatura aqui sumarizada indica escassez de estudos sobre a influência que determinada categoria de acionistas exerce sobre o valor das companhias bem como se concentrou no segmento de investidores institucionais, sem estendê-la para outros segmentos da sociedade.

Outro aspecto observado na literatura revela que tanto a concentração de propriedade quanto a sua dispersão podem levar à concentração de poder, seja nas mãos do acionista majoritário, seja mãos dos gerentes ou nas daqueles que consigam se colocar como representantes de diversos pequenos acionistas. Os recursos das companhias podem

ser apropriados ou mal utilizados, de acordo com as condições legais, institucionais ou de mercado.

A concentração de poder confere ao acionista majoritário ou grupo de acionistas majoritários certa autonomia na gestão da empresa pela influência que esses podem exercer sobre os gerentes, que, em determinados momentos, converte-se em abusos. Por outro lado, o controle pulverizado diminui o controle sobre os atos dos gerentes seniores, podendo elevar os custos de agência. Dessa forma, surgiu a necessidade de aperfeiçoar o exercício de controle das atividades tanto desses gerentes quanto do acionista majoritário, ou representante legal da maioria, enquanto gestor.

De acordo com Lodi (2000), o termo governança corporativa está em uso há cerca de 10 anos. Trata-se da definição do sistema de relações entre os acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo Conselho de Administração. Em uma visão mais ampla, essas relações se estendem aos chamados *stakeholders*.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC - oficializou o seguinte conceito de governança corporativa:

é o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, da auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

Disponível em www.ibgc.org.br. Acesso em 25 jun. 2002.

Dessa forma, o movimento de governança corporativa apresentou-se como uma resposta ao fortalecimento dos gerentes seniores ocorrido na década de 80, e que gerou desvios na utilização dos recursos das corporações, recrudescendo os custos de

agência. Para Lorsch (2001), os anos 90 ficarão marcados pelo aumento de poder dos conselheiros externos em função da elevação de sua autonomia para monitorar o desempenho da alta gerência e da empresa com um todo.

Segundo Jensen e Chew (2000), a governança corporativa é uma preocupação de grande importância para os acionistas porque sua riqueza depende, em parte, das metas do pessoal que define a estratégia. O *boom* do processo de tomadas de controle na década de 80 nos Estados Unidos e os desvios detectados elevaram o grau de atenção dado ao assunto no meio acadêmico e na imprensa.

Para Turnbull (1997), a Governança Corporativa descreve todas as influências incidentes sobre os processos organizacionais envolvidos na conformação do processo produtivo de bens e serviços.

Ainda, segundo o autor, a discussão exige o entendimento preciso da palavra controle. O controle é definido como qualquer processo no qual uma pessoa ou grupo de pessoas determinam o que outras pessoas irão fazer. Assim, Governança é a palavra que descreve o sistema de controle ou regulação dos recursos, inclusive o mecanismo de escolha dos controladores ou reguladores.

A discussão sobre os mecanismos de Governança concentrou-se nas companhias constituídas sob a forma de sociedades anônimas, consideradas o segmento organizacional mais eficiente. Além disso, conforme ressalta Smith (1988), a firma produz mercadorias e serviços a partir de recursos tomados junto a seus investidores, empregados e fornecedores, envolvendo um grupo amplo e diversificado de interessados nos rumos da firma.

Assim, ressalta Turnbull (1997), a visão da Governança como uma questão relacionada à estrutura e funcionamento do Conselho de Administração torna-se restrita. A

discussão deve contemplar as relações da empresa com todos os *stakeholders*, como investidores, empregados, fornecedores, consumidores entre outros.

Ainda, segundo o autor, a teoria identifica quatro formas básicas de Governança: pelo mercado, pela hierarquia, pela comunidade e pelas associações. Desse modo, o autor reconhece a importância do mercado como elemento determinante das estruturas organizacionais, conforme postulado por Coase (1937), Fama (1980) e Willianson (1981), mas inclui outros elementos determinantes, não se restringindo à concepção da redução dos custos de transação.

Shleifer e Vishny (1997) abordam o assunto com um visto financeiro. Para os autores, a Governança Corporativa trata dos meios pelos quais os ofertadores de recursos para as corporações possam garantir o retorno de seus investimentos.

Em consonância com a teoria econômica, os autores consideram as forças de mercado como o mais poderoso meio para se alcançar a eficiência econômica. Entretanto, a competição sozinha não é capaz de resolver o problema da Governança Corporativa. Não é possível ao empreendedor tomar recursos no mercado a cada instante e nem ao investidor assegurar-se, na mesma velocidade, que seus recursos serão remunerados conforme pactuado. Dessa forma, são os mecanismos de Governança que provêm essa segurança.

Diante da característica separação entre o controle e a propriedade nas corporações modernas, a distribuição dos retornos entre os gerentes e investidores é especificada em contratos. Os contratos, conforme ressaltado anteriormente, apresentam lacunas, e o problema surge da necessidade de definir quem irá exercer os direitos decisórios nas circunstâncias não contempladas nos contratos.

O controle via mercado dessas situações só é viável mediante existência de um mercado de trabalho competitivo para os gerentes de corporações e um mercado de capitais líquido, conforme destaca Fama (1980). Entretanto, esse aspecto não representa a realidade de todos os mercados nos quais as companhias abertas atuam, o que exige mecanismos adicionais para que os investidores tenham seu direito assegurado.

Finalmente, Shleifer e Vishny (1997) ressaltam que os mecanismos de Governança são instituições econômicas e legais que podem ser alteradas por meio do processo político. Além disso, os autores postulam que a presença de alguma forma de concentração de direitos em relação à companhia é um aspecto complementar ao aparato jurídico institucional de um bom sistema de Governança.

A concentração à qual os autores se referem pode ser tanto na propriedade de um volume expressivo de ações ou de direitos a grandes fluxos de caixa, como aqueles aos quais os grandes credores fazem jus. Trata-se do reconhecimento do poder político de que esses grandes credores habitualmente dispõem e que se converte em pressões para alterações na legislação ou para decisões favoráveis nas diversas instâncias judiciais.

Adicionalmente, Jensen e Chew (2000) afirmam que o mercado de capitais norte-americano foi paralisado a partir do final da década de 80 por um processo de regulamentação do sistema financeiro. Dessa forma, tornou-se fundamental encontrar uma saída eficiente para a recuperação operacional das companhias, e o controle interno está assumindo esse papel.

Segundo os mesmos autores, os outros três sistemas de governança apresentam um papel restrito atualmente: o mercado de capitais, o sistema jurídico-institucional e o mercado de produtos e de intermediários.

Diante disso, o papel dos sistemas de controle gerencial interno teve sua importância elevada. Apesar de as empresas, de maneira geral, não terem levado a cabo um processo de reestruturação interna de maneira voluntária e de a mudança por meio do controle interno ser mais lenta, o chamado *compliance* é a única alternativa restante. “Fazer os sistemas de controle interno funcionar é o maior desafio com que nos defrontamos na década de 90”. (JENSEN e CHEW, 2000, p. 393).

Corroborando esse posicionamento, Pound (2001) afirma que a política irá substituir as tomadas de controle com forma de questionamento da governança corporativa. Trata-se de uma prática em andamento nos Estados Unidos. Isso permite que os investidores exerçam pressões comedidas, em vez de arrasadoras, sobre a gerência da firma e envolve menores custos se comparados às soluções via mercado. É a política de tratar problemas operacionais com soluções operacionais.

No caso brasileiro, as soluções via mercado não são comuns. Usualmente, os acionistas majoritários detêm direitos de votos superiores àqueles necessários para exercer o controle da firma, conforme documentado por Valadares (1998).

Além disso, a Lei 6.404/76 admite que a proporção entre ações com direito a voto e aquelas sem esse direito é de 1 para 2. Ou seja, há margem considerável para utilizar o mecanismo de captação de recursos no mercado por meio de emissão primária de ações preferenciais.

Por outro lado, o controle corporativo nos moldes de alguns países na Europa Continental e do Japão, com um banco no centro das decisões, também não é típico. Segundo Tavares (1983), os bancos brasileiros tiveram oportunidades de se associarem ao capital produtivo e não o fizeram, característica que se mantém até os dias

de hoje. Além disso, o grande provedor de crédito de longo prazo na economia brasileira tem sido o setor público.

Assim, o mecanismo de governança que parece mais adequado à realidade da economia brasileira é o político.

A Primeira Pesquisa sobre Governança Corporativa no Brasil, realizada pelo IBGC, revelou que os acionistas apresentaram maior interesse nos mecanismos de Governança Corporativa e que os presidentes dos Conselhos de Administração têm como preocupação central o desempenho corporativo, além de se preocuparem com o planejamento estratégico, com a ética corporativa e com a necessidade de independência do Conselho.

Esses aspectos revelam um discurso comprometido com o bom funcionamento das firmas. Entretanto, é fundamental que se criem mecanismos que possam mensurar como esse conjunto de boas intenções se manifesta na prática.

4.5 A governança corporativa e a Lei 6.404/76

No Brasil, a administração da companhia compete ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria, conforme dispuser o estatuto. O Conselho de Administração é constituído por, no mínimo, três conselheiros eleitos na assembleia de acionistas. Esses, por seu turno, detêm a competência de eleger e destituir os membros da diretoria, conforme os art. 140 e 143 da Lei 6.404/76.

Além disso, segundo o art. 142 da mesma, compete ao Conselho de Administração um conjunto de atribuições que o faz exercer papel legal preponderante na

gestão das companhias brasileiras. As atribuições legais do Conselho de Administração são:

- fixar a orientação geral dos negócios da companhia;
- eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto;
- fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração e quaisquer outros atos;
- convocar a assembléia geral quando julgar conveniente, ou no caso do art.132;
- manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;
- manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir;
- deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição;
- autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros;
- escolher e destituir os auditores independentes, se houver.

Deve-se destacar, entre as atribuições do Conselho de Administração, o poder para eleger e destituir os membros da diretoria. Trata-se de outro aspecto importante na definição dos rumos da empresa, ou seja, o acionista que detiver maior número de votos tem poder de escolher maior número de conselheiros que, por seu turno, irão escolher os diretores. Além disso, até um terço dos conselheiros podem ser eleitos para cargos de direção.

Diante disso, em uma companhia na qual o controle apresente maior grau de concentração, seja por meio da propriedade ou pela condição de representante de diversos acionistas, a escolha dos conselheiros está diretamente associada àqueles com direito ao maior número de votos. Tudo isso apesar do instituto do voto múltiplo, facultado pelo art. 141 da Lei 6.404/76, que cria a possibilidade de os acionistas minoritários constituírem um representante de seus interesses no Conselho.

Além disso, os art. 153 a 157 indicam um conjunto de deveres dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria que, associados ao conjunto de atribuições indicadas no art. 142 da mesma lei, denotam valores que estão em consonância com os princípios da Governança Corporativa de equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).

Essas obrigações são:

- o administrador da companhia deve empregar no exercício de suas funções, o cuidado que todo homem ativo e probo costuma apresentar na administração dos seus próprios negócios;
- o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa;
- o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios;

- é vedado ao administrador intervir em qualquer operação social em que houver interesse conflitante com o da companhia.

Finalmente, o artigo 116 da Lei 6.404/76 indica que o controlador é a pessoa, natural ou jurídica, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembléia e o poder de eleger a maioria dos administradores. Também está previsto na Lei que o acordo de acionista contemple a formação de um grupo de controle, composto por diversos acionistas, para exercer o papel de controlador.

Essas são as algumas características do aparato jurídico-institucional que cumprem o papel de mediadoras entre a propriedade e o controle das companhias abertas brasileiras.

5 – METODOLOGIA

5.1 Abordagem

Este trabalho se propõe a utilizar uma abordagem quantitativa e qualitativa tendo em vista que se deseja trabalhar com variáveis numéricas e de informação.

5.2 Tipo de pesquisa

De acordo com Gil (1999), a pesquisa descritiva tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno. Além disso, é utilizada para estabelecer a relação entre variáveis e determinar a natureza dessa relação, aproximando-se, ora da pesquisa explicativa, ora da exploratória

Segundo o mesmo autor, a pesquisa documental, embora similar à bibliográfica, exige que o material coletado passe por um processo de tratamento analítico, ou seja, reelaborado de acordo com os objetivos da pesquisa.

Tendo em vista o objetivo geral deste trabalho e a ausência de modelos explicativos sobre o assunto, esta pesquisa é classificada como do tipo descritivo-relacional baseada em fontes documentais e em dados secundários. As fontes documentais foram obtidas a partir de levantamento bibliográfico - livros e periódicos científicos - e os dados das cotações das ações foram extraídos do banco de dado ECONOMÁTICA, além de informações sobre as companhias abertas fornecidas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

5.3 Unidade de análise

As companhias abertas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA - formam a unidade de análise.

5.4 Unidade de observação

Retorno das ações das companhias abertas selecionadas para a amostra.

5.5 Amostra

Segundo Cooper e Schindler (1998), a amostra intencional ou não probabilística é aquela que se conforma a certos critérios. Pode-se utilizar esse tipo de procedimento amostral porque ele atende satisfatoriamente os objetivos do processo de amostragem. Ou seja, a partir de uma amostra intencional podem-se selecionar alguns elementos da população que permitem extrair conclusões sobre toda a população.

Partindo desse pressuposto, este trabalho irá utilizar amostra do tipo intencional, constituída por empresas cujas ações preferenciais que compõem o Índice de Governança Corporativa – IGC - e o Índice BOVESPA - IBOVESPA. A escolha desse tipo de ação baseou-se no objetivo deste trabalho.

De acordo com Santana (2001), a Bolsa de Valores de São Paulo criou um segmento especial de listagem com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro, independentemente de grandes reformas estruturais de natureza jurídico-institucionais.

Esse segmento, criado em dezembro de 2000, é composto por empresas que adotam práticas de governança corporativa adicionais às exigidas pela legislação. As empresas aderem voluntariamente a um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas e a adoção de uma política de divulgação de informações comparável às dos mercados mais desenvolvidos do mundo. Além disso, as empresas devem emitir apenas ações ordinárias e se comprometerem a não emitir ações preferenciais no futuro.

Ainda, segundo Santana (2001), a premissa básica do chamado Novo Mercado é de que a redução da percepção de risco de um mercado influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações. Nesse caso, isso ocorre devido aos direitos e garantias concedidos aos acionistas e à redução na assimetria de informações.

Atualmente, o IGC é composto por 26 ações de 19 companhias diferentes. Para definição da amostra, foram excluídas as empresas do setor financeiro, por constituírem um grupo que necessita de análise específica em razão de sua natureza, restando, portanto, 14 companhias.

A seguir, foi efetuada a comparação desse grupo de empresas com aquelas que compõem o IBOVESPA, ordenadas por ordem decrescente de volume negociado. Das 46 companhias listadas, foram expurgadas aquelas que fazem parte do IGC, as empresas do setor financeiro (cinco empresas) e as empresas de telecomunicações. Estas últimas, no total de 10, foram excluídas por terem passado por processo recente de privatização que alterou profundamente a estrutura de propriedade do setor, inviabilizando a obtenção de dados que permitam a análise proposta por este trabalho.

Assim, restaram 17 empresas, das quais foram escolhidas as 14 cujas ações apresentaram maior volume de negociações que, somadas as 14 empresas selecionadas

entre as que fazem parte do IGC, totalizam uma amostra final de 28 companhias. Dentre essas 28 companhias, restaram 18 para as quais os dados necessários para realização do trabalho estão disponíveis.

Posteriormente, a partir de dados das informações anuais prestadas pelas companhias, a Comissão de Valores Mobiliários, agruparam-se as firmas tendo como parâmetro o acionista majoritário.

5.6 O modelo

Segundo Markowitz (1952), o processo de seleção de um portfólio pode ser dividido em dois estágios. O primeiro começa com a observação e a experiência e termina com as expectativas sobre a performance futura das ações disponíveis no mercado para investimento. O segundo estágio, por sua vez, se inicia com as expectativas relevantes sobre a performance futura e é finalizado com a escolha do portfólio.

Concentrando-se na segunda etapa, o autor indica que um portfólio eficiente é aquele para o qual se obtém o máximo de retorno esperado para um determinado nível de risco, ou o menor nível de risco para determinado retorno esperado. A identificação desse portfólio é realizada por meio de um problema de programação quadrática que utiliza critérios de retornos médios e covariâncias dos retornos dos ativos.

Para o autor, a hipótese de que o investidor vai ao encontro da maximização do retorno esperado deve ser refutada como explicação e como guia máximo do comportamento do investidor. Busca-se, então, outro meio para se identificar como se dá o processo decisório do investidor ao efetuar seus investimentos em ações.

Assim, a regra de maximização dos retornos deve ser abandonada, pois, dessa forma, não haveria distinção na escolha entre um portfólio com risco e outro sem, que apresentassem a mesma remuneração. Além disso, essa regra implica investir recursos no ativo que apresente o maior retorno não importando os elementos determinantes dessa taxa. Caso dois títulos mostrem a mesma taxa de retorno, quaisquer combinações apresentariam o mesmo nível de satisfação para o investidor.

Desse modo, o critério de decisão contempla a maximização do retorno combinada ao nível de risco ao qual o investidor irá se expor em função da decisão de investimento tomada.

Segundo o modelo, o retorno esperado de um ativo e o seu risco sistemático apresentam uma relação linear positiva. Ao considerar todas as possibilidades de investimento, o portfólio com o maior retorno esperado não será necessariamente aquele no qual o investidor irá investir seus recursos, pois esse não será o portfólio que obrigatoriamente apresentará a menor variância.

Embora reconheça que a diversificação não seja capaz de eliminar toda a variância, o autor argumenta que a necessidade de diversificação está relacionada ao fato de os preços dos ativos financeiros não se moverem de modo exatamente conjunto, ou seja, não serem perfeitamente correlacionados. A combinação de investimentos em diversos ativos diferentes conduz a uma situação na qual a variação em um preço individual pode ser compensada por variações complementares nos outros, reduzindo-se, assim, a variação total do portfólio. Desse modo, o risco de uma carteira não é uma simples média ponderada dos desvios-padrão dos ativos individuais, dependendo também das relações entre os movimentos dos ativos que compõem a carteira, dois a dois.

Em outras palavras, é possível ao investidor, aplicando a metodologia de Markowitz (1952), reduzir ou até eliminar o risco não-sistemático, ou seja, aquele risco inerente a cada ativo. O risco sistemático independe da decisão do investidor, caracterizando-se como uma externalidade. A maximização da utilidade do investidor é dada pela combinação de rendimento esperado e a incerteza quanto a sua ocorrência.

O modelo conduz à seguinte expressão, que espelha a variância do portfólio:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N x_i x_j \text{cov}(A_i, A_j)$$

em que:

- x_i e x_j = pesos do ativo;
- σ_i^2 = variância do ativo;
- $\text{cov}(A_i, A_j)$ = covariância dos ativos.

A variância é estimada a partir da construção de uma matriz de covariâncias entre todos os ativos que compõem o portfólio. Nessa matriz é possível observar as relações entre os diversos pares de ações. Por exemplo, ações com elevada covariância negativa contribuem para a redução do risco do portfólio.

A inversão dessa matriz permite aferir os pesos que os ativos deverão ter na constituição do portfólio de variância mínima e no portfólio tangente à linha de mercado, dados os ativos escolhidos pelo investidor. A partir dos pesos dos ativos nos dois

portfólios, é possível estimar os pesos de inúmeros portfólios possíveis de serem construídos com os ativos escolhidos.

O retorno de um portfólio, por seu turno, é dado pelo somatório dos retornos esperados dos ativos que compõem as diversas combinações de aplicação. Ou seja, a média dos retornos passados é multiplicada pelos pesos calculados, considerando que os retornos futuros espelham o comportamento passado do ativo.

Nesse momento, revela-se a chamada fronteira eficiente na qual estão os diversos portfólios construídos com os ativos escolhidos, que apresentam maior retorno para um dado nível de risco.

Embora este trabalho utilize a metodologia de Markowitz (1952) para a constituição de portfólios, o objetivo não é encontrar um portfólio eficiente em termos absolutos. Trata-se de, a partir de ativos preestabelecidos, agrupados segundo o critério de estrutura de propriedade comum, efetuar comparações entre os portfólios de variância mínima e o portfólio tangente que emergiram de cada portfólio (categoria).

A partir disso, será possível identificar se os níveis de risco e retorno entre os portfólios constituídos por empresas com igual estrutura de propriedade, diferem entre si.

Na avaliação geral da performance dos portfólios será utilizado o índice de Sharpe, cujo resultado expressa o quanto de retorno, subtraído o retorno do ativo livre de risco, é obtido pelo portfólio para cada unidade de risco. Deve-se ressaltar que o índice de Sharpe foi escolhido em função de o mesmo ser uma medida que contempla o risco total (sistemático e não-sistemático). Neste trabalho, os portfólios foram constituídos a partir de um agrupamento específico, não considerando *a priori* outras características das empresas além da estrutura de propriedade.

O índice de Sharpe conta com a seguinte notação:

$$\hat{S}_j = \frac{\bar{r}_j - \bar{r}_f}{\hat{\sigma}_j}$$

em que:

- r_j = retorno do portfólio;
- r_f = retorno do ativo livre de risco;
- $\hat{\sigma}_j$ = desvio padrão do portfólio.

Diante do exposto, este trabalho irá se concentrar na comparação entre os portfólios compostos por ações de empresas das diversas categorias de proprietários. Dessa forma, será possível aferir se é possível identificar condições peculiares de risco e retorno de portfólios tangentes e de variância mínima constituídos por empresas controladas por um mesmo tipo de proprietário.

Essa comparação irá contemplar testes entre os portfólios, dois a dois, e entre os portfólios e o Portfólio *Benchmark*, aqui estabelecidos como sendo um portfólio constituído por todas as empresas que compõem a amostra.

A comparação se estenderá à variância do IBOVESPA.

A técnica utilizada nas comparações será a razão de variâncias. Tal técnica, segundo Drumond et al. (1996), é operacionalizada a partir do cálculo do F (F_0) pela

divisão entre as variâncias que se quer comparar e pela comparação do resultado com o F crítico ($F_{\alpha/2}$) ao nível de significância desejado, considerando os graus de liberdade. Por se tratar de um teste bi-caudal, o F calculado deverá estar no intervalo para que se possa aceitar a hipótese nula de igualdade entre as variâncias. As hipóteses na utilização dessa técnica são as seguintes:

➤ $H_0 : \hat{\sigma}_i^2 / \hat{\sigma}_j^2 = 1$

➤ $H_1 : \hat{\sigma}_i^2 / \hat{\sigma}_j^2 \neq 1$

Ainda, de acordo com Drumond et al. (1996), o critério para rejeição de H_0 é o seguinte:

➤ $F_0 < F_{1-\alpha/2; v_i = n_i - 1, v_j = n_j - 1}$ ou $F_0 > F_{\alpha/2; v_i = n_i - 1, v_j = n_j - 1}$

em que:

➤ α = nível de significância;

➤ v_i = graus de liberdade de $\hat{\sigma}_i^2$;

➤ v_j = graus de liberdade de $\hat{\sigma}_j^2$;

➤ n_i = tamanho da amostra utilizada para estimação de $\hat{\sigma}_i^2$;

➤ n_j = tamanho da amostra utilizada para estimação de $\hat{\sigma}_j^2$.

A comparação entre os retornos e os Índice de Sharpe dos portfólios observará o mero ranqueamento, por se tratar de variáveis, uma vez que os testes estatísticos se aplicam a parâmetros.

O retorno utilizado neste trabalho foi obtido a partir de observações mensais das cotações de fechamento das ações ajustadas a todos os rendimentos, inclusive dividendos. Para dados mensais, o banco de dados ECONOMÁTICA dispõe da cotação do último dia no qual foram realizadas transações com a ação específica. O retorno foi calculado pela seguinte expressão:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

em que:

- P_t é o preço da ação da i -ésima companhia no período t ;
- P_{t-1} é preço da ação da i -ésima companhia no período $t - 1$.

A identificação no padrão de estrutura de propriedade foi feita a partir de uma segmentação dos acionistas em sete categorias: outras empresas, pessoas físicas, investidores institucionais, bancos, capital estrangeiro, governos e outros. Partiu-se do pressuposto de que cada uma dessas categorias agrega segmentos da sociedade com interesses semelhantes e que, em razão disso, desenvolveriam práticas de governança similares com repercussão similar na realidade objetiva das firmas.

O trabalho irá considerar a categoria detentora de maior volume de ações ordinárias. A Lei 6.404/76 confere a cada ação um voto na Assembléia Geral. Assim o

detentor de maior volume de ações ordinárias agrega a maioria dos votos e, portanto, tem papel decisivo na definição dos rumos da companhia.

Essas categorias iniciais foram restringidas a apenas quatro. No caso brasileiro, conforme demonstrado por Valadares (1998), há elevado grau de concentração na estrutura de propriedade. Isso conduz a uma situação na qual as participações de uma firma em outra usualmente não passem de formas indiretas de um grupo familiar controlar a empresa. A categoria outras empresas foi formulada na expectativa de que houvesse empresas nas quais o maior acionista fosse outra empresa com propriedade pulverizada.

Quanto a categoria “bancos” o que se observa no mercado brasileiro é a sua restrita presença como controladores de companhias. Entre as razões para tal configuração está o disposto no artigo 34 da Lei 4.595, de 31.03.64, que veda a concessão, pelos bancos, de empréstimo e adiantamentos de qualquer natureza a empresas nas quais os mesmos tenham participação superior a 10% do capital social. Esta vedação se estende às empresas que sejam controladoras dos bancos, aquelas das quais os diretores são também diretores do banco e aquelas dirigidas por parentes de até segundo grau dos diretores. Dessa forma, os ganhos oriundos do controle são confrontados com a perda de receita na carteira comercial, ou seja, ao tornar-se controlador de um firma, o banco a perderia como cliente em operações ativas.

Por fim, também foi eliminada a hipótese “capital estrangeiro” uma vez que se buscaram empresas que tivessem representatividade no mercado de capitais brasileiro quanto ao volume negociado, e, entre aquelas 28 originalmente escolhidas para compor a amostra, nenhuma delas conta com um acionista estrangeiro com controle superior a seus sócios brasileiros.

Assim, este trabalho foi conduzido com a perspectiva de quatro categorias de controladores: Governo (hipótese $H_{0,1}$), Famílias (hipótese $H_{0,2}$), Investidores Institucionais (hipótese $H_{0,3}$) e Outros (hipótese $H_{0,4}$), que representam aquelas empresas que não sejam enquadradas nas categorias anteriores por não apresentar um segmento claramente majoritário ou por terem sofrido alterações em sua estrutura de propriedade ao longo do período de análise. Os dados sobre a composição acionária foram obtidos junto a CVM, nos relatórios chamados de Informações Anuais – IAN e constam do QUADRO 3.

As categorias citadas no parágrafo anterior são compostas das seguintes companhias:

- Categoria 1 (portfólio 1): Cemig, Cesp, Eletrobrás e Petrobrás;
- Categoria 2 (portfólio 2): Companhia Siderúrgica Nacional - CSN, Gerdau, Ipiranga Petroquímica, Random, Ripasa, Votorantim Celulose e Papel - VCP e Weg;
- Categoria 3 (portfólio 3): Perdigão, Usiminas e Varig;
- Categoria 4 (portfólio 4): Acesita, Aracruz, Embraer e Vale do Rio Doce.

A análise irá contemplar o comportamento das ações preferenciais das companhias listadas acima, considerando que são as mesmas que apresentam maior volume de negócios e, portanto, mais representativas. Além disso, espera-se verificar o comportamento das ações que representem aplicação de recursos com o objetivo de obter

valorização ao longo do tempo e que estejam livres das atribuições de controle representadas pelas ordinárias

No caso específico da CSN, foram utilizadas suas ações ordinárias tendo em vista serem estas elas compõem o índice BOVESPA e que representam volume significativo de negócios.

QUADRO 3

Estrutura de propriedade das empresas que compõem a amostra – Posição em 2001

Categoria 1 - empresas controladas pelo governo		
Empresa	% de ações ordinárias	Nome do controlador
Cemig	50,96	Estado de Minas Gerais
Cesp	60,52	Fazenda do Estado de São Paulo
Eletróbrás	58,41	União Federal
Petrobras	55,71	União Federal

Categoria 2 - empresa controladas por famílias		
Empresa	% de ações ordinárias	Nome do controlador
CSN	46,48	Grupo Vicunha
Gerdau	82,54	Família Gerdau
Ipiranga	86,89	Diversas famílias
Random	77,44	Família Random
Ripasa	97,66	Famílias Zarur, Derani e Zogbi
VCP	98,00	Família Ermírio de Moraes
Weg	96,92	Diversas famílias

Categoria 3 - empresa controladas por investidores institucionais		
Empresa	% de ações ordinárias	Nome do controlador
Perdigão	64,22	Diversos fundos de pensão
Usiminas	28,28	Diversos Investidores Institucionais
Varig	87,31	Fundação Ruben Bertha

Categoria 4 - empresa sem controlador bem definido ou que passaram por alterações no quadro societário		
Empresa	% de ações ordinárias	Nome do controlador
Acesita	36,80	Investidores institucionais
	38,94	Usinor Empr Part (estrangeira)
Aracruz	28,00	Família Safra
	28,00	Arapar
	28,00	Newark financial inc.
	12,49	BNDES Par
Embraer	20,00	Sistel
	20,00	Cia Bozano
	23,75	Previ
	20,00	Diversos grupos estrangeiros
Vale	42,20	Valepar
	10,10	Litel Participações

5.7 Hipóteses

➤ Hipótese Geral 1: O portfólio com melhor desempenho é aquele constituído por empresas cujo controlador é:

- $H_{0;1}$ – *governo*.
- $H_{0;2}$ - *famílias*.
- $H_{0;3}$ - *investidores institucionais*.
- $H_{0;4}$ - *outros*.

Essas hipóteses possibilitarão caracterizar o portfólio com melhor desempenho, considerando as dimensões de risco e retorno, a partir da separação das empresas segundo a categoria econômica que exerce o seu controle. Essa caracterização permitirá identificar as companhias mais atrativas para a constituição de portfólios, ao se considerar a categoria econômica que exerce o seu controle.

6 ANÁLISE DE DADOS

Os dados sobre estrutura de propriedade foram obtidos junto a CVM. Os dados sobre controle relativos ao período 1994/1995 foram fornecidos pela CVM em meio físico, mediante solicitação específica, enquanto que os dados do período pós-1995 puderam ser obtidos por meio magnético na *home page* da CVM. Há um *software* específico para leitura dos arquivos das IAN, bem como das informações trimestrais e dos demonstrativos financeiros exigidos pela Lei 6.404/76. Dessa forma, é possível baixar os arquivos e efetuar a leitura em um computador doméstico qualquer.

As empresas selecionadas para este trabalho não apresentaram alterações em sua estrutura de propriedade que modificassem o controle quanto à identificação do acionista majoritário nas categorias 1 a 3.

Os dados de retornos foram obtidos pela aplicação da expressão descrita na seção anterior em um conjunto de 100 observações coletadas no período de junho de 1994 a setembro de 2002. Isso resultou em uma série de 99 observações de retorno que permitiu a estimação dos valores de retornos, variância e Índice de Sharpe por meio da constituição das matrizes de covariância dos portfólios.

A divisão em quatro portfólios proposta por este trabalho resulta da característica específica das firmas que se pretende analisar, ou seja, a estrutura de propriedade. Os ativos que compõem cada portfólio foram escolhidos em função de sua importância na constituição dos índices da BOVESPA e, portanto, de sua importância para o mercado de capitais brasileiros em termos de volume negociado.

A manipulação dos dados permitiu a construção dos diversos portfólios possíveis com a utilização de diferentes proporções de cada ativo. Como resultado desse

processo foi possível constituir os portfólios de variância mínima e também os portfólios tangentes de todas as categorias de empresas e do Portfólio *Benchmark*, cujos pesos de cada ação constam das TAB. 2 a 6 e parâmetros das TAB. 7 e 8.

TABELA 2

Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 1 (%)

	Cemig	Cesp	Eletrobrás	Petrobrás
Portfólio de Variância Mínima	59,78	4,70	8,19	27,34
Portfólio Tangente	-21,82	-4,92	-70,66	197,41

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 3

Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 2 (%)

	CSN	Gerdau	Ipiranga	Random	Ripasa	VCP	Weg
Portfólio de Variância Mínima	16,66	1,71	13,67	-4,38	-3,04	19,61	55,77
Portfólio Tangente	18,00	37,87	-19,40	-26,89	-8,83	15,68	83,58

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 4

Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 3 (%)

	Perdigão	Usiminas	Varig
Portfólio de Variância Mínima	24,71	65,08	10,22
Portfólio Tangente	107,59	-87,43	79,84

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 5

Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 4 (%)

	Acesita	Aracruz	Embraer	Vale
Portfólio de Variância Mínima	22,53	-7,12	17,80	66,79
Portfólio Tangente	-80,93	-35,22	54,93	161,22

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 6

Pesos das ações nos portfólios de variância mínima e tangente do Portfólio Benchmark (%)

Empresa	Port Variância Mínima	Portfólio Tangente
Cemig	20,28	39,04
Cesp	-6,18	-10,27
Eletrobrás	7,28	-44,66
Petrobrás	-8,93	16,65
CSN	7,23	24,88
Gerdau	-9,20	52,43
Ipiranga	9,72	-10,19
Random	-7,18	-30,08
Ripasa	-10,44	-27,82
VCP	12,35	17,79
Weg	55,31	60,11
Perdigão	-4,22	15,98
Usiminas	17,27	-35,40
Varig	3,29	15,14
Acesita	-7,43	-38,40
Aracruz	-1,95	-12,55
Embraer	-0,76	7,31
Vale	23,56	60,03

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

Os portfólios tangentes representam aqueles para os quais se constata o maior Índice de Sharpe. O cálculo do Índice de Sharpe utilizou a taxa de poupança do mês e setembro de 2002 como ativo livre de risco (0,70%). A escolha da poupança deveu-se a seu atributo de ativo com menor variabilidade, depois de descontada a taxa de inflação.

A partir da série do IBOVESPA foi possível estimar seu desvio-padrão e sua variância que foram 11,46% e 131,36, respectivamente.

TABELA 7

Retorno e variância dos portfólios de variância mínima

Portfólios	Port 1	Port 2	Port 3	Port 4	<i>Benchmark</i>
Retorno	1,97	2,92	2,05	1,99	2,82
Desvio padrão	13,19	8,24	14,46	12,35	7,15
Variância	173,98	67,90	209,09	152,52	51,12
Índice Sharpe	0,0954	0,2700	0,0701	0,1429	0,2965

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 8

Retorno, variância e Índice de Sharpe dos portfólios tangentes

Portfólios	Port 1	Port 2	Port 3	Port 4	<i>Benchmark</i>
Retorno	4,16	4,20	5,31	6,96	6,97
Desvio padrão	21,82	10,34	30,57	23,11	12,30
Variância	476,11	106,92	934,53	534,07	151,29
Índice Sharpe	0,1587	0,3389	0,1508	0,2709	0,5101

FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

Os valores críticos para níveis de significância de 1%, 5% e 10% constam da TAB 9 e foram utilizados na comparação com as estatísticas de teste dos pares de variâncias dos portfólios e do IBOVESPA.

TABELA 9

Valores críticos de F para teste bi-caudal

Nível de significância	1%	5%	10%
F_{c1}	1,7875	1,5525	1,4450
F_{c2}	0,5594	0,6441	0,6920

FONTE: DRUMOND et al (1996) adaptada pelo autor.

Partindo-se do padrão de significância de 5% utilizado em testes dessa natureza, procurou-se verificar se para níveis de significância imediatamente superior e inferior ocorreria alteração nos resultados quanto à igualdade de variância e, conseqüentemente, igualdade estatística de risco nos portfólios mínimo e tangente dos portfólios agrupados dois a dois, bem como em relação ao Portfólio *Benchmark* e ao IBOVESPA.

Constatou-se que para quase a totalidade dos casos o resultado não se alterou, revelando confiabilidade do teste considerando níveis diferenciados de rigor na sua aplicação.

Especificamente no que tange às comparações entre os portfólios de variância mínima, o Portfólio 2 apresentou variância diferente estatisticamente dos demais, sendo que o valor das variâncias dos Portfólios 1, 3 e 4 revelou-se duas a três vezes superior à sua. Em relação ao Portfólio *Benchmark*, o teste estatístico constatou igualdade de variância entre este e o Portfólio 2, diferindo dos demais.

É importante ressaltar que tais características podem ser fruto do número de ativos em cada portfólio, tendo em vista que, teoricamente, quanto maior o número de ativos menor o risco. Por outro lado, o Portfólio *Benchmark* dispõe de 18 ativos (todas as empresas que compõem a amostra) enquanto que o Portfólio 2 conta com apenas 7 ativos, o que o torna mais atrativo em função dos menores custos de gerenciamento associados ao menor número de ativos.

Além disso, o retorno obtido pelo portfólio de variância mínima da Categoria 2 revelou-se ligeiramente superior ao apresentado pelo portfólio de variância mínima do Portfólio *Benchmark*, implicando Índices de Sharpe com valores muito próximos: 0,27 e 0,30, respectivamente.

A comparação entre o retorno dos portfólios de variância mínima das Categorias 1, 3 e 4 e o do Portfólio *Benchmark* indica que esse último apresentou retornos cerca de 40% superior aos demais. Esse aspecto, associado à constatação de variância inferior no Portfólio *Benchmark* em relação ao observado nas Categorias 1, 3 e 4, resultou em uma situação na qual seu Índice de Sharpe registrou um valor duas a três vezes superior. Ou seja, o retorno para cada unidade de risco no Portfólio *Benchmark* é de 2 a 3 vezes maior que nas Categorias 1, 3 e 4 considerando-se os respectivos portfólios de variância mínima.

No que toca às variâncias dos quatro portfólios de análise em comparação à variância apresentada pelo IBOVESPA, constatou-se que os portfólios de variância mínima das Categorias 1 e 4 apresentaram risco estatisticamente igual ao mercado no período de análise. Os portfólios das Categorias 2 e 3 revelaram níveis de risco estatisticamente diferentes do apresentado pelo mercado. Entretanto, o destaque fica para a Categoria 2 por ter expressado uma variância equivalente à metade do IBOVESPA, ou

seja, o risco do portfólio de variância mínima composto por empresas controladas por grupos familiares têm menor risco que a carteira teórica de mercado.

Os dados relativos às comparações entre os portfólios tangentes das 4 Categorias e do Portfólio *Benchmark* mostraram resultados menos padronizados. Foram identificados dois pares nos quais há igualdade estatística de variâncias: Portfólios 1 e 4 e Portfólio 2 e Portfólio *Benchmark*. Em termos absolutos, o Portfólio 2 trouxe a menor variância, superando, inclusive, o Portfólio *Benchmark*, que conta com mais que o dobro de ativos.

Em relação ao retorno dos portfólios, os dados revelam que foi possível combinar os ativos da Categoria 4 para resultar em retorno similar ao do Portfólio *Benchmark*, porém com níveis de variância consideravelmente maiores. Em termos absolutos, o retorno do Portfólio 2 superou por pequena margem apenas o Portfólio 1.

Por outro lado, ao serem comparados os Índices de Sharpe dos portfólios tangentes de cada Categoria, ou seja, os maiores Índices de Sharpe possíveis de serem obtidos pela combinação dos ativos previamente escolhidos de cada portfólio, os dados revelam melhores índices para o Portfólio 2 e o Portfólio *Benchmark*, com 0,34% e 0,51% de retorno para cada unidade de risco total (sistemático e não sistemático), descontada a remuneração do ativo livre de risco.

Finalmente, na comparação da dimensão risco dos portfólios tangentes com o risco identificado no IBOVESPA, constataram-se variâncias estatisticamente diferentes entre os portfólios das Categorias 1, 3 e 4, individualmente, e a variância do IBOVESPA. Quanto ao portfólio tangente da Categoria 2, verificou-se uma igualdade estatística entre sua variância e a de mercado.

Os dados das estatísticas dos portfólios de variância mínima e tangente de cada categoria e de *benchmark* constam da TAB. 10.

TABELA 10

Resultado comparativo do teste de igualdade de variância

	Estatísticas - Portfólios de $\hat{\sigma}^2$ mínima	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 1%?	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 5%?	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 10%?	Estatísticas - Portfólios Tangentes	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 1%?	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 5%?	$\hat{\sigma}_i^2/\hat{\sigma}_j^2 = 1$ com $\alpha =$ 10%?
Port1/ port 2	2,5623	Não	Não	Não	4,4532	Não	Não	Não
Port1/ port 3	0,8321	Sim	Sim	Sim	0,5095	Não	Não	Não
port 1/ port 4	1,1407	Sim	Sim	Sim	0,8915	Sim	Sim	Sim
port 2/ port 3	0,3247	Não	Não	Não	0,1144	Não	Não	Não
port 2/ port 4	0,4452	Não	Não	Não	0,2002	Não	Não	Não
port 3/ port 4	1,3709	Sim	Sim	Sim	1,7498	Sim	Não	Não
port 1/ port 5	3,4031	Não	Não	Não	3,1470	Não	Não	Não
port 2/ port 5	1,3281	Sim	Sim	Sim	0,7067	Sim	Sim	Sim
port 3/ port 5	4,0900	Não	Não	Não	6,1770	Não	Não	Não
port 4/ port 5	2,9835	Não	Não	Não	3,5301	Não	Não	Não
port 1/ Ibov	1,3238	Sim	Sim	Sim	3,6227	Não	Não	Não
port 2/ Ibov	0,5166	Não	Não	Não	0,8135	Sim	Sim	Sim
port 3/ Ibov	1,5910	Sim	Não	Não	7,1107	Não	Não	Não
port 4/ Ibov	1,1605	Sim	Sim	Sim	4,0637	Não	Não	Não

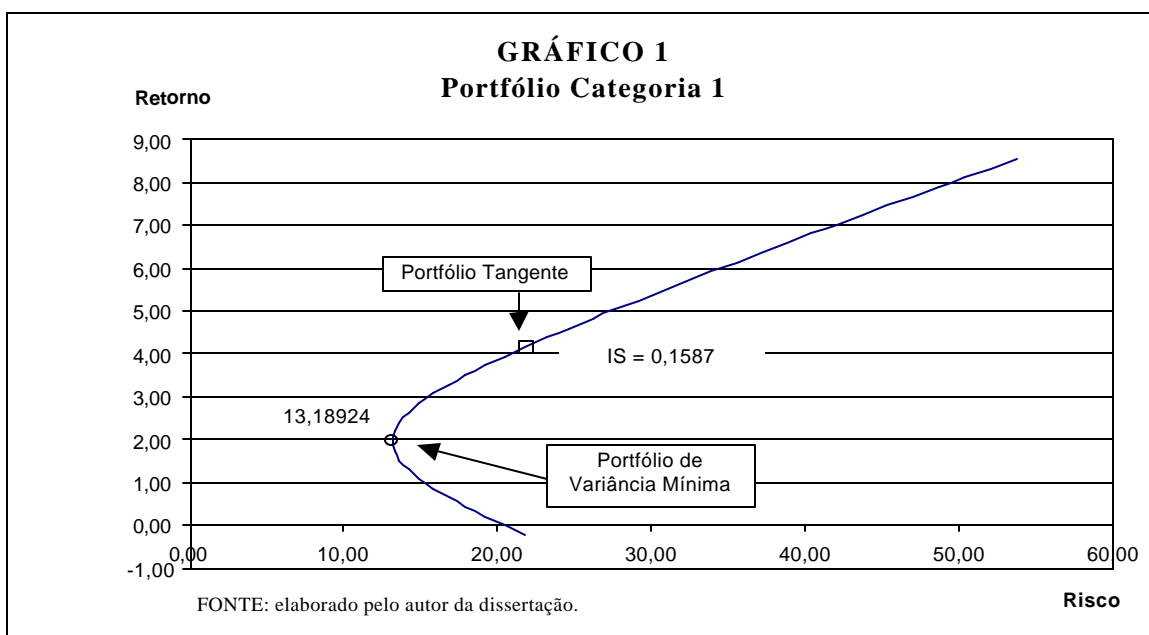
FONTE - elaborada pelo autor da dissertação.

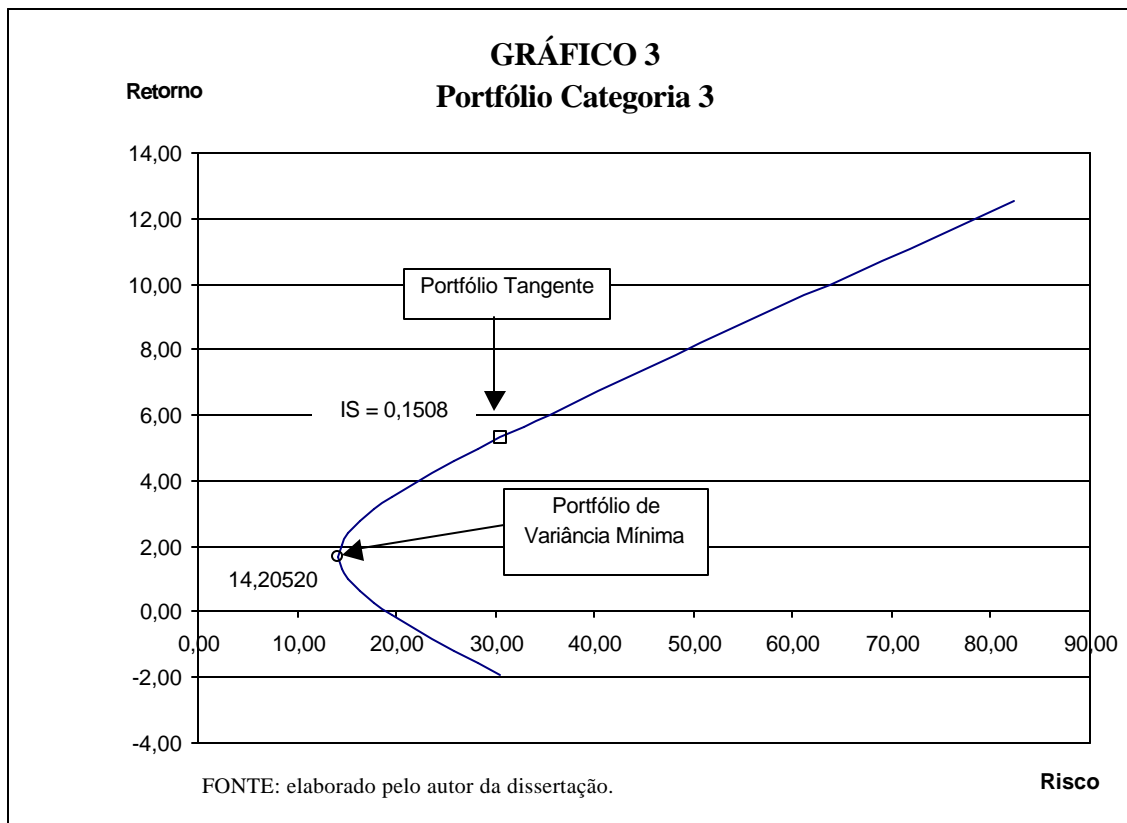
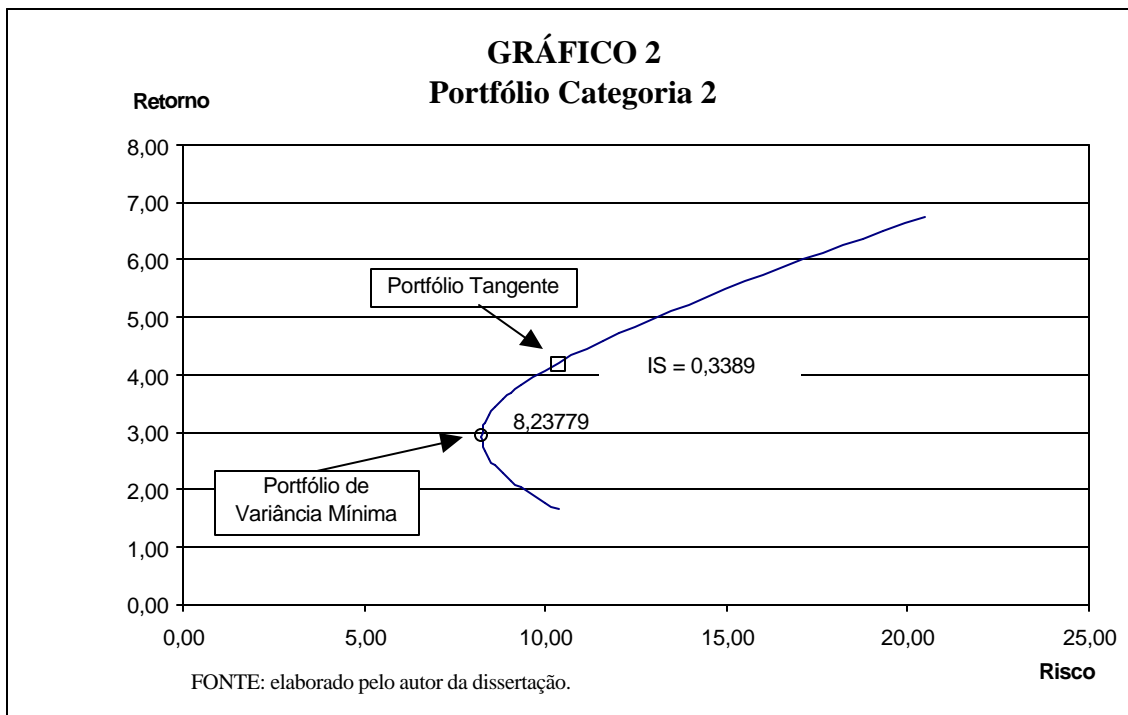
Entre as diversas combinações dos ativos na composição de portfólios das diversas categorias, inclusive nos de variância mínima e tangente, verificou-se a ocorrência de pesos negativos. Isso significa admitir a possibilidade de se realizar *short-sales* ou de que o investidor seja capaz de tomar recursos a um custo equivalente ao retorno da ação.

As *short-sales* são uma modalidade que não conta com regulamentação no mercado de capitais brasileiro, apesar de ser possível sua realização em operações a termo. Isso impõe uma restrição prática a existência dos pesos negativos e, portanto, pode refletir nos resultados apresentados acima.

Por outro lado, se os pesos negativos forem interpretados como sendo resultado de o investidor ter tomado recursos ao custo equivalente à taxa de retorno dos ativos com pesos negativos para aplicação naqueles com pesos positivos, novas possibilidades práticas são abertas. Isso reforça a validade dos resultados obtidos.

Tendo em vista essas ponderações, optou-se por incluir a restrição de ocorrência de pesos negativos nos portfólios. Os resultados, entretanto, revelaram pouca alteração em relação aos já apresentados neste trabalho.





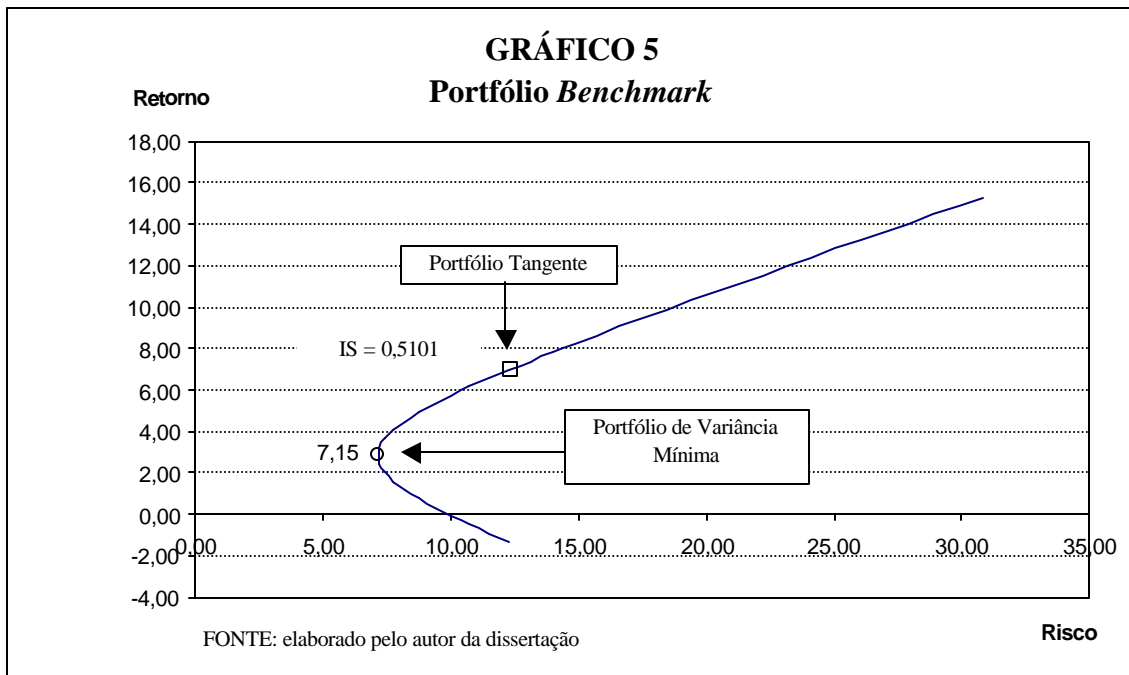
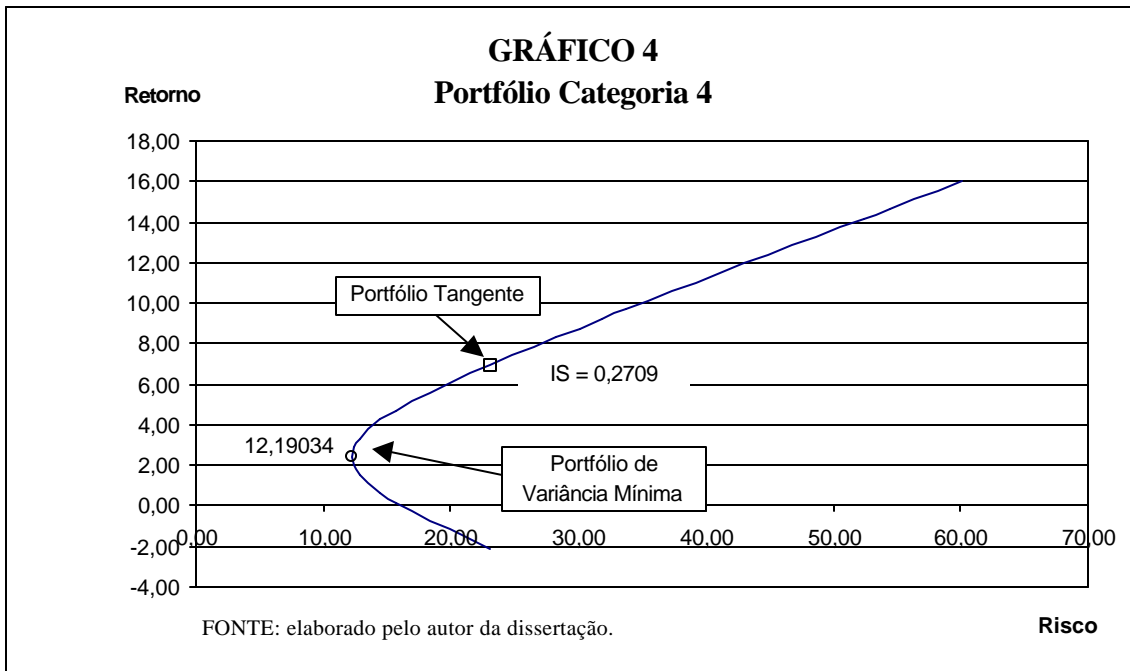
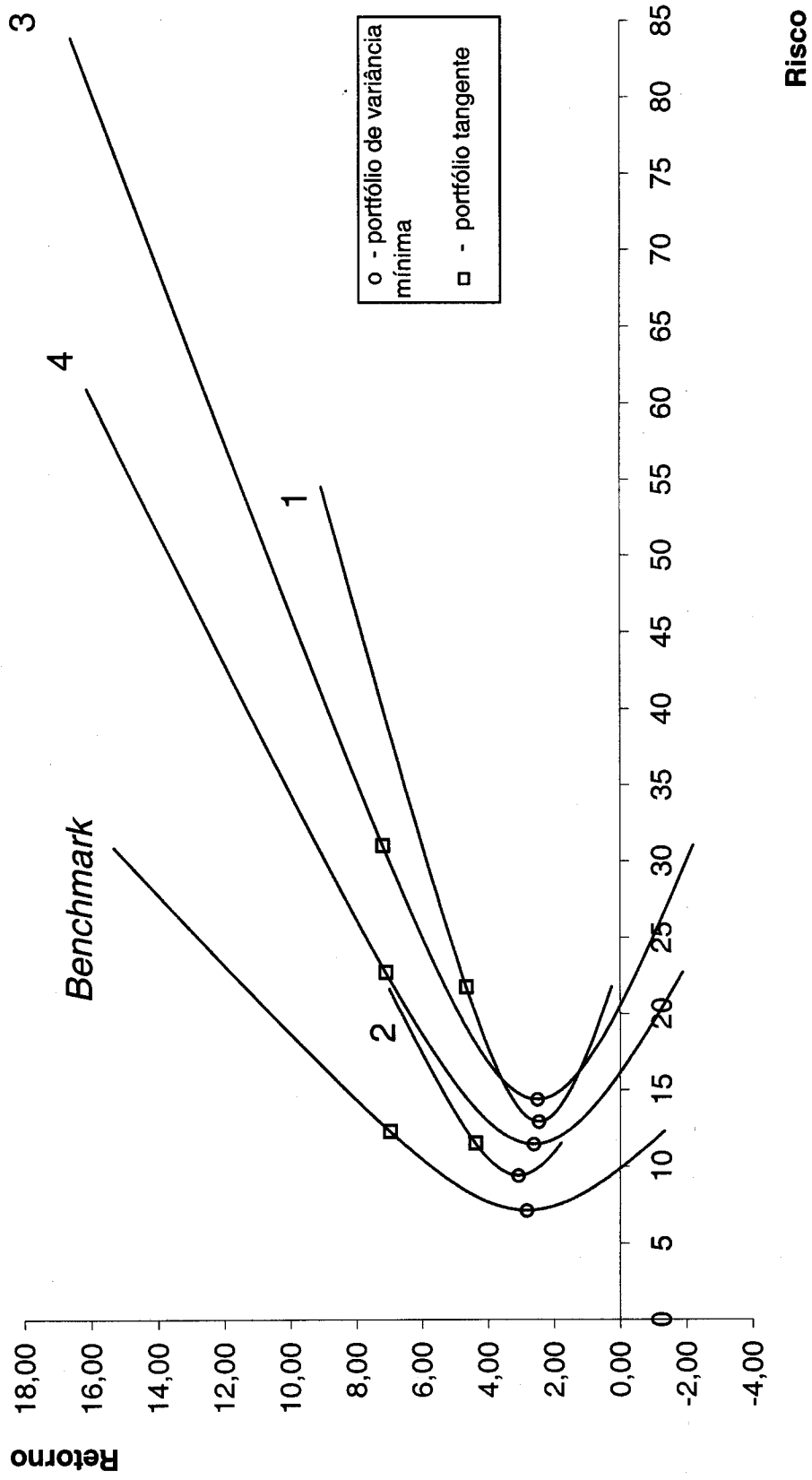


GRÁFICO 6

Fronteiras Eficientes - Portfólios 1, 2, 3, 4 e Benchmark



7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As implicações da separação entre controle e propriedade das firmas constituídas sob a forma de sociedades anônimas têm sido alvo de diversas pesquisas. A maior parte delas esteve associada aos efeitos dos níveis de concentração da propriedade e da presença de acionistas *insiders*.

Mais recentemente, as pesquisas têm sido direcionadas para a identificação de características peculiares em relação ao desempenho das firmas controladas ou que apresentam participação de investidores institucionais. Possivelmente, essa linha de trabalho é fruto de o movimento recente de resgate dos mecanismos de controle interno das firmas, como meio de assegurar sua performance, ter sido iniciado nos Estados Unidos por esse tipo de investidor.

No Brasil, entretanto, o movimento de Governança Corporativa surgiu de forma mais difusa em um ambiente no qual o controle das firmas é assegurado pela posse de um volume de ações ordinárias em percentual superior ao necessário para se obter a maioria dos votos. Considerando a legislação brasileira, um acionista pode tornar-se majoritário com 17% do capital da empresa. Essa característica conduz a possibilidade de expropriação de riquezas dos acionistas minoritários e dos detentores de ações sem direito a voto.

De qualquer forma, a discussão sobre a governança das empresas emerge de uma preocupação dos investidores de maneira geral quanto à gestão dos ativos das firmas e, conseqüentemente, quanto às perspectivas de desempenho e ao retorno de seus investimentos. Assim, os mecanismos de governança baseados no modelo político têm ganhado força, inclusive nos Estados Unidos.

Além disso, no Brasil, o mercado por controle revela-se pouco eficiente como mecanismo de controle das atividades corporativas, considerando que há poucos casos registrados de tomadas hostis no mercado de capitais brasileiro. A maior parte das aquisições é fruto de acordos e negociações e de privatizações. Nos Estados Unidos, conforme já ressaltado neste trabalho, o mercado por controle foi o mais importante mecanismo de controle da atividade corporativa, mas perdeu esse atributo a partir da década de 90.

As pesquisas relacionando o controle, o retorno e o desempenho das companhias abertas no Brasil têm se concentrado em verificar características das empresas nas quais há investidores institucionais em seu quadro societário. Não são consideradas outras categorias que possam representar interesses específicos diferentes quando comparadas umas com as outras. Procura-se verificar se o desempenho das empresas está sob influência da presença do segmento de investidores institucionais no quadro societário bem como se o comportamento dos retornos das ações revela indícios dessa influência.

Pesquisas dessa natureza são conduzidas sob a limitação da disponibilidade de dados sobre estrutura de propriedade. Essas informações estão disponíveis a partir de 1993, o que dificulta análises baseadas em séries históricas que possam detectar o comportamento de variáveis de desempenho e do retorno das ações da empresa ao longo do tempo, associadas à estrutura de propriedade das empresas.

Independentemente dessa limitação, trabalhos desse tipo revelam-se importantes na medida em que permitem avaliar o comportamento dos investidores frente ao risco e se investidores de mesma natureza, com interesses similares, exercem influência análoga sobre as empresas que controlam.

Os resultados deste trabalho expressaram uma predominância dos portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 2, que representa as empresas controladas por grupos familiares. Esses portfólios apresentaram comportamento de risco inferior ao visto nas demais categorias, no Portfólio *Benchmark* e no IBOVESPA.

Se forem consideradas as categorias de ações disponíveis para investimentos propostas por este trabalho e as diversas opções possíveis de composição de portfólios dentro de cada categoria, o investidor racional irá direcionar seus recursos para aquela que representa menor possibilidade de perda. Essa opção é investir em ações de companhias controladas por grupos familiares.

Esse resultado, *a priori*, sinaliza que essa categoria conduz os negócios de tal maneira que minimiza o risco incidente sobre os ativos de suas firmas negociados em bolsa. Se for levado em conta que a possibilidade de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários está presente em qualquer categoria de empresa, o indicativo de menor risco implica menor possibilidade de perda de riqueza fruto de a empresa dirigir-se para um estado de dificuldades financeiras ou até de falência.

Tal consideração traz consigo o pressuposto de que o preço do ativo e seu retorno expressam as informações disponíveis sobre ele. Desse modo, a constatação deste trabalho sinaliza quanto a uma característica das firmas que pode sinalizar para uma opção mais segura de investimento.

Naturalmente, o investidor não toma sua decisão de investir considerando apenas situações nas quais o mesmo esteja exposto a menor risco. A exposição ao risco só faz sentido quando contextualizada em um cenário no qual as possibilidades esperadas de ganho são conhecidas.

Sob esse ponto de vista mais amplo, mais uma vez os portfólios de variância mínima e tangente da Categoria 2 superam as outras. Apesar de o retorno em termos absolutos do portfólio tangente dessa Categoria não ser superior ao das demais Categorias, os seus Índices de Sharpe apresentam os melhores resultados, sendo superados apenas pelo Portfólio *Benchmark*.

Outra consideração importante refere-se às condições de constituição de portfólios. Trata-se de uma restrição do trabalho, uma vez que os portfólios não foram constituídos com o objetivo precípua de diversificação no sentido proposto por Markowitz (1952). O Portfólio 1 é composto por quatro empresas controladas pelo Governo, sendo três do setor de energia elétrica e uma do setor de petróleo, o que é uma violação ao pressuposto de diversificação com a escolha de empresas de setores econômicos diferentes.

Por outro lado, o setor de geração e distribuição de energia elétrica fornece um bem que, além de essencial, não encontra substituto próximo disponível a preços competitivos. Essa característica produz uma curva de demanda menos elástica em relação ao preço, proporcionando maior regularidade nos fluxos de caixa. Além disso, esse setor foi alvo de políticas específicas de realinhamento de tarifas no período de análise com o objetivo de torná-lo mais atraente ao processo de privatizações que se desenrolou na segunda metade da década de 90.

Considerando que a diversificação adequada deve contemplar não só a pulverização dos recursos entre diversas alternativas de investimento, mas também entre ativos pertencentes a setores econômicos diferentes, pode-se inferir que os melhores resultados apresentados pelo Portfólio 2 sejam fruto de sua melhor diversificação. Porém, esse portfólio também apresenta empresas de um mesmo setor, como, por exemplo, a VCP e a Ripasa.

Esse aspecto conduz a uma proposta de trabalho na qual os portfólios deverão ser selecionados considerando-se não só a estrutura de propriedade, mas que atenda aos pressupostos de diversificação quanto ao número de ativos e aos setores econômicos das empresas.

Deve-se salientar que o ponto comum das empresas de cada categoria é o tipo de sócio com *status* de majoritário. Entretanto, as empresas diferem em tamanho, setor e mercado consumidor de seus produtos entre outras características. Dessa forma, ainda que as empresas tenham como acionista majoritário agentes pertencentes a uma mesma categoria, as especificidades de cada empresa influem nas suas condições de risco e de retorno.

Quanto ao resultado final obtido por este trabalho, conclui-se pela aceitação da hipótese $H_{0,2}$, na qual está postulado que portfólios constituídos por empresas cujo controlador é um grupo familiar apresentam melhor desempenho em relação aos demais, cujos controladores são governo, investidores institucionais e outros.

É importante ressaltar que há estudos que apresentam um novo direcionamento na predição do valor de empresas abertas nos quais não se procura identificar se há fatores gerais ou universais que afetam as empresas como um todo². Segundo esses modelos, as empresas deveriam ser avaliadas por suas características específicas, o que conduz a situações tais como empresas sendo controladas por uma mesma categoria econômica, mas que apresentam resultados diferentes em função de sua inserção no mercado no qual atua, bem como as peculiaridades desse mercado e da própria empresa.

² DANIEL, Kent.; TITMAN, Sheridan. Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 1, march 1997 e DANIEL, Kent, *et al.* Measuring mutual fund performance with characteristic-based benchmarks. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 3, July 1997.

Portanto, os trabalhos realizados com o objetivo de verificar o impacto que determinada categoria de acionista exerce sobre o desempenho da empresa e de seu retorno no mercado de capitais deverá contemplar um conjunto maior de características comuns. Ou seja, pode-se verificar se empresas de tamanho similar, atuando em um mesmo setor, apresentam resultados melhores quando controladas por investidores institucionais, por bancos ou por famílias, por exemplo.

Outra linha de trabalho poderia ser desenvolvida considerando as diferentes estratégias no campo financeiro utilizadas por determinada categoria de acionistas em empresas diferentes quanto a suas características intrínsecas.

Análises dessa natureza podem contemplar também o comportamento de empresas com características similares como setor e tamanho comparando-se seus indicadores, considerando que o controle seja exercido por um mesmo investidor.

A partir dessas propostas talvez seja possível identificar comportamentos diferentes frente ao endividamento, política de investimentos, pagamento de dividendos entre outros aspectos.

Deve-se destacar que, com a estabilização da economia a partir de 1994, os preceitos de maior eficiência na utilização dos recursos da firma vêm ganhando maior força. O fim da inflação e o aumento da concorrência em alguns setores, fruto da abertura comercial, restringiram fontes de receitas financeiras e de lucros extraordinários. Isso realça a importância de mecanismos eficientes de controle das atividades corporativas e reforça a necessidade de pesquisar modelos que permitam identificar se as diversas categorias econômicas desenvolvem práticas de gestão, de acordo com sua inserção social e interesses específicos, que possam ser detectadas e diferenciadas.

Além disso, o mercado de capitais vem ganhando espaço entre as diversas opções de investimentos, com registro de ampliação de pessoas físicas no total dos negócios, o que exige maior transparência e melhores sistemas de controle para evitar, ou pelo menos minimizar, a expropriação de riqueza, seja pelos acionistas majoritários, seja pelos gerentes.

Finalmente, é importante considerar que identificar características comuns quanto a resultados gerados por mecanismos de gestão similares resulta tarefa difícil, uma vez que há inúmeros aspectos que influenciam tanto a gestão financeira da empresa quanto o comportamento dos retornos de suas ações. A gestão e os retornos muitas vezes diferem entre si como fruto das características da empresa, desde sua história até os produtos que comercializa, e das influências que a mesma recebe do meio no qual está inserida. Até mesmo o impacto de um evento representativo de risco sistemático pode ter efeito diferenciado em empresas de um mesmo setor econômico.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, n. 5, 1972.

BELLUZZO, L. G. Plano Real: do sucesso ao impasse. **Economia Aplicada**, v. 3, n. Especial, 1999.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BRITO, N. O. Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 4, n. 10, jan/abr 1979.

_____. **A eficiência informacional fraca no mercado a vista da BVRJ no período 1980/1984**. Relatório COPPEAD 142. COPPEAD, março 1985.

CERETTA, P. S. Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 25, 2001, Campinas (SP). **Anais...**, Campinas: ENANPAD, 2001.

CHANDLER, A.. **Scale and scope: the dynamics of industrial capitalism**. USA: Harvard University Press, 1990.

CIA, J. C.; GUARITA, C. I.; CIA, J. N. de S. O duplo papel do investidor institucional: influenciador do corporate governance e gestor de carteira. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 26, 2002, Salvador (BA). **Anais...**, Salvador: ENANPAD, 2002.

COASE, R.. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, 1937.

CONTADOR, C. R.. Uma análise espectral dos movimentos da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 1, n. 1, jan/abr. 1975.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Business research methods**. Boston: Irwin/MacGraw-Hill, 1998.

CUNHA, G. R. **O efeito da estrutura de propriedade no retorno de mercado das empresas brasileiras**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

DEMSETZ, H. Toward a theory of property rights. **American Economic Review**, v. 62, n. 2, 1967.

_____. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, 1983.

DEMSETZ, H.; LEHN, K.. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B.. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, 2001.

DESCHATRE, G. A. **Ganhe nas bolsas com o seu micro**. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 1994.

DRUMOND, F. B. Comparação de duas situações. In: DRUMOND, F. B.; WERKEMA, M. C. C. e AGUIAR, C. **Análise de variância: comparação de várias situações**. Belo Horizonte: Fundação Cristiano Otoni, Escola de Engenharia UFMG, 1996.

FAMA, E.. Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2, 1970.

_____. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, 1980.

_____. Efficient capital markets II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, 1991.

FAMA, E.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, Jun. 1983.

FRANK, J.; MAYER, C. Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France. In: CHEW, D. (Ed.) In: **Studies of international corporate finance and governance systems: a comparison of the U.S., Japan and Europe**. Oxford: Oxford University Press, 1997.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 1999.

HARRIS, M. e RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, may 1991.

HELFERT, E. A. **Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir desempenho dos negócios**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and take-over. **American Economic Review**, vol. 76, n. 2, May 1986.

JENSEN, M. C.; CHEW, D. H. Governança corporativa nos EUA: as lições dos anos 80. In: BERNSTEIN, P. L. & DAMODARAN, A. In: **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

JENSEN, G. R.; SOLBERG, D.; ZORN, T. S.. Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 27, n. 2, 1992.

KHOURY, C. Y.; ANCELEVICZ, J. Estágio na análise de investimentos em ativos financeiros no Brasil. IX CONGRESSO COPPEAD DE ADMINISTRAÇÃO, n. 9, 2002, Rio de Janeiro (RJ). **Anais...**, Rio de Janeiro: COPPEAD, 2002.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, M.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, 1999.

LAMB, R.. Conflitos e teoria de agência – um visto financeiro. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 16, 1992, Canela (RS). **Anais...**, Canela: ENANPAD, 1992.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A.; ALOY Jr., R.; LAPAGESSE, G. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 24, 2000, Florianópolis (SC). **Anais...**, Florianópolis: ENANPAD, 2000.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. da; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberta. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, 2002.

LEMES Jr., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M.. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LODI, J. B.. **Governança corporativa: o governo da empresa e conselho de administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LORSCH, J. W.. *Empowerment* do Conselho de Administração. In: **Experiências de governança corporativa: on corporate governance**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

MARKOWITZ, H.. Portfólio selection. **The Journal of Finance**, v. 7, n. 1, 1952.

MARTINEZ, A. L.. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação de negócios. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 23, 1999, Foz do Iguaçu (PR). **Anais...**, Foz do Iguaçu: ENANPAD, 1999.

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

MODIGLIANI, F.; MILLER, M.. The cost of capital, corporate finance and the theory of Investment. **American Economic Review**, vol. 48, Jun 1958.

MUNIZ, C. J. Testes preliminares de eficiência do mercado de ações brasileiro. **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, v. 6, n. 16, jan/abr 1980.

NEIVA, R. A.. **Valor de mercado da empresa**. São Paulo: Atlas, 1992.

PEROBELLI, F. F. C.; NESS Jr., W. L.. Reações do Mercado Acionário a Variações Inesperadas nos Lucros das Empresas: um Estudo sobre a Eficiência Informacional no Mercado Brasileiro. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 24, 2000, Florianópolis (SC). **Anais...**, Florianópolis: ENANPAD, 2000.

PERROW, C.. **Sociologia de las organizaciones**. Madrid: McGraw Hill, 1991.

POUND, J.. A promessa da empresa governada. In: **Experiências de governança corporativa: on corporate governace**. Rio de Janeiro: Campus, 2001 (a).

_____. Além das tomadas de controle: a política atinge o controle das empresas. In: **Experiências de governança corporativa: on corporate governace**. Rio de Janeiro: Campus, 2001 (b).

ROSS, S., WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SCHIELL, E. O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações. ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, n. 20, Angra dos Reis (RJ). **Anais...**, Angra dos Reis: ENANPAD, 1996.

SIMON, H. **Comportamento administrativo**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1965.

SANTANA, M. H. O novo mercado e a governança corporativa. **Revista da Comissão de Valores Mobiliários**, dez. 2001.

SHORT, H. Ownership, control, financial structure and performance of firms. **Journal of Economics Surveys**, v. 8, n. 3, 1994.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, junho 1997.

SMITH, A. **Investigação sobre a natureza e as causas da riqueza das nações**. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

SOLOMON, E. **The theory of financial management**. Columbia Press, 1963.

TAVARES, M. da C. O sistema financeiro brasileiro e o ciclo de expansão recente. In: BELLUZZO, L. G. de M. e COUTINHO, R. **Desenvolvimento capitalista no Brasil**. São Paulo: Brasiliense, 1983.

TURNBULL, S. Corporate governance: it's scope, concerns, and theories. **Scholarly Research and Theory Papers**, v. 5, n. 4, 1997.

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

WAACK, R. S. Fusões e aquisições na indústria farmacêutico-veterinária. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 7, n. 3, jul./set. 2000.

WILLIANSO, O. The modern corporation: origins, evolution, attributes. **Journal of Economic Literature**, v. 19, dez. 1981.