

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE E DESEMPENHO CORPORATIVO NOS PRINCIPAIS MERCADOS DE CAPITAIS DA AMÉRICA LATINA

Ownership and control structure and corporate performance in the main capital markets in latin america

Estructura de propiedad y control y el desempeño corporativo en los principales mercados de capitales de la américa latina

**TALIEH
SHAIKHZADEH
VAHDAT FERREIRA**
Mestranda em
Administração
Universidade
Federal da Paraíba
taliehv@gmail.com

**ORLEANS SILVA
MARTINS**
Doutor em Ciências
Contábeis
Professor do
Programa de Pós-
Graduação em
Administração
Universidade
Federal da Paraíba
orleansmartins@yahoo.com.br

Submetido em
11.10.2015.
Aprovado em
05.10.2016
Avaliado pelo
processo de
double blind
review.

RESUMO

Este estudo objetiva analisar em que medida a estrutura de propriedade e controle das companhias abertas impacta o desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina (Argentina, Brasil e Chile), entre os anos de 2008 e 2012. Neste sentido, foi realizada uma análise em painel das relações entre estrutura e desempenho por meio de modelos de regressão simples, com efeitos aleatórios, além de um modelo múltiplo, com controle por tamanho e liquidez. Os resultados indicam que o Brasil apresentou menor concentração de propriedade, porém quando se considera a estrutura de controle, perde esse posto para o Chile. Quanto à relação dessa concentração com o desempenho, em cada país uma variável apresentou relação significativa, sendo: o retorno da ação na Argentina (+), o *market-to-book* no Brasil (-) e o LAJIRDA no Chile (+). No geral, percebe-se que apenas o *market-to-book* apresentou relação negativa (-) e que todas as relações são afetadas pelo tamanho e pela liquidez da empresa. Por fim, destaca-se como contribuições deste estudo a investigação e comparação das estruturas de propriedade na América Latina e a identificação de relações negativas com o desempenho das empresas.

Palavras-chave: Conflito da Agência; Concentração Acionária; América do Sul.

ABSTRACT

This study aims to evaluate in which extend the ownership and control structure of public companies impacts corporate performance in the main capital markets in Latin America (Argentina, Brazil and Chile) between 2008 and 2012. In this sense, analysis in form of panel of the relationships between structure and performance was conducted through simple regressions with pooled, and a multiple model with controls for size and liquidity. The results indicate that Brazil has the lower ownership concentration, nonetheless when considered control structure, losses its position to Chile. Considering the relationship between concentration and performance, in which country one variable exhibit a significant relation as follows: equity return in Argentina (+), market-to-book in Brazil (-) and EBITDA in Chile (+). In the overall, only market-to-book evidences a negative relationship (-) and all relations are impacted by the size and liquidity of the company. Ultimately, stands out as this study contributions the investigation and comparison of the ownership structure in Latin America and the identification of negative relations with company's performance.

Keywords: Agency Conflict, Ownership Concentration; South America

RESUMEN

Este estudio tiene como objetivo analizar en qué medida la estructura de propiedad y control de las sociedades cotizadas impacta el desempeño corporativo en los principales mercados de capitales en América Latina (Argentina, Brasil y Chile), entre los años 2008 y 2012. En este sentido, se llevó a cabo un panel de revisión de las relaciones entre la estructura y el rendimiento a través de modelos de regresión simple con efectos aleatorios, y un modelo multivariado, controlando por el tamaño y la liquidez. Los resultados indican que Brasil tiene menor concentración de la propiedad, pero cuando se considera la estructura de control, pierde esta entrada a Chile. En cuanto a la relación de

esta concentración con el rendimiento en cada país una variable mostró una relación significativa, de la siguiente manera: la devolución de la cuota en Argentina (+), el libro de mercado-to-en Brasil (-) y el LAJIRDA en Chile (+). En general, es evidente que sólo la relación de mercado a libro mostró un negativo (-) y que todas las relaciones se ven afectadas por el tamaño y la liquidez de la empresa. Por último, se destaca como aportaciones de este estudio de investigación y comparación de las estructuras de propiedad en América Latina y la identificación de las relaciones negativas con el desempeño corporativo.

Palabras clave: Conflicto de Agencia; Concentración de la Propiedad; América del Sur.

1 INTRODUÇÃO

Dentro do debate acerca da influência da estrutura de propriedade no desempenho das empresas nos mercados de capitais, o estudo de Berle e Means (1932) surge como pioneiro. Nele esses autores discutem os conflitos de interesse inerentes às estruturas de propriedade pulverizadas de empresas norte americanas lançando as bases fundamentais para o entendimento do conflito de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Este tema voltou a ganhar força a partir da década de 1970 com o trabalho de Jensen e Meckling (1976) sobre os problemas de agência existentes entre gestores e proprietários das empresas, nos quais os gestores e os proprietários buscam a maximização de seus interesses pessoais.

No que se trata da estrutura de propriedade, La Porta *et al.* (1998) observam que a propriedade concentrada é a estrutura predominante na maioria dos países. Nessas circunstâncias, o foco dos problemas de agência passa a ser a relação entre os acionistas majoritários e os minoritários, como ocorre no Brasil (LA PORTA *et al.* 1998). Na literatura financeira, estudos como Demsetz (1983), Kang e Sorensen (1999) e Hansmann (2000) destacam que a racionalidade que justifica a concentração acionária está baseada na relação entre os custos e os benefícios da propriedade. Para Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1998) e Gedajlovic e Shapiro (1998), a regulação e o grau de *enforcement* das legislações existentes nos diferentes mercados são determinantes para as variações de estrutura de propriedade e controle entre os países. De acordo com esses estudos, a elevada concentração acionária aparece como solução às baixas proteções legais, haja vista que amplia a capacidade de os proprietários monitorarem eficazmente os gestores da companhia. Adicionalmente, os mercados de capitais mais desenvolvidos tendem a apresentar menor concentração de capital (LA PORTA *et al.*, 1998; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

Nesse contexto, o mercado brasileiro de capitais se destaca devido à sua histórica e elevada concentração de controle em relação aos outros países da América Latina (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005), e também por sua relevância como a maior bolsa de valores dessa região. Além disso, esse mercado passou por profundas alterações a partir de maio de 2008 quando ocorreu a fusão das Bolsas de Mercadorias e Futuros (BM&F) e de Valores de São Paulo (BOVESPA), dando origem à BM&FBOVESPA, ampliando ainda mais a magnitude dos negócios realizados nesse mercado, tendo em vista seu crescimento de cerca de 40,0% no volume médio diário entre 2008 e abril de 2013 (BM&FBOVESPA, 2015).

Nesse cenário, considerando também a evolução das práticas de governança corporativas das empresas que compõem esse mercado, é razoável supor que a estrutura de propriedade e controle das empresas abertas no Brasil pode ter se modificado nos últimos anos (VIEIRA; MENDES, 2006). Na literatura de finanças, também pode-se identificar estudos que atestam que há uma relação entre o desempenho corporativo e a concentração de propriedade e controle das firmas (DEMSETZ; LEHN, 1985; CAMPOS, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2007; DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007). Dessa forma, pode-se esperar que no mercado brasileiro essa relação também possa ser observada.

Apesar de haver uma gama de trabalhos analisando evolução da estrutura de propriedades no Brasil (OKIMURA, 2003; CAMPOS, 2006; CAIXE; KRAUTER, 2013), destaca-se a escassez de estudos comparativos relacionados à concentração de propriedade na América Latina, ademais da sua crescente relevância para a economia mundial. Entre as poucas existentes (LEFORT, 2005; MENDEZ, 2009; CEPEDES; GONZALEZ; MOLINA, 2010) se destaca o artigo de Lefort (2005) e Cepedes, Gonzalez e Molina (2010), que utiliza bases de dados datadas até 2002 e 2005 respectivamente. Como explicação para a escassez de estudos,

Lefort (2005) destaca a limitação da disponibilidade de dados. Considerando as recentes mudanças estruturais do mercado, o aumento do volume transacional e relevância do mercado latino americano no contexto mundial e a lacuna existente de estudos comparativos para esta região, este trabalho surge com o objetivo de analisar a relação entre a estrutura de propriedade e controle das companhias abertas e seus desempenhos corporativos nos principais mercados de capitais da América Latina.

Sendo assim, neste estudo foram investigadas as empresas listadas na principal bolsa de valores da Argentina, do Brasil e do Chile, cujos dados estavam disponíveis na Ecomatica. Como o México não apresentou informações sobre controle acionário nesse banco de dados, suas empresas foram retiradas da amostra. A análise se concentrou entre os anos de 2008 e 2012, devido à escassez de trabalhos sobre concentração acionária nesse período, e para que todos os índices de desempenho corporativo das empresas brasileiras contemplassem a adoção dos padrões internacionais de contabilidade (Lei nº 11.638/07). Como principais resultados, pode-se verificar que o Brasil apresenta a menor concentração de propriedade e o Chile a menor concentração de controle. Ademais, nota-se que tanto o tamanho quanto a liquidez das empresas são capazes de influenciar as relações entre essa estrutura e o desempenho das companhias.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Como fundamento na literatura pertinente, é apresentada uma revisão acerca da estrutura de propriedade e controle, do desempenho das empresas e o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa a partir da literatura.

2.1 Estrutura de Propriedade e Controle

De acordo com Coutinho Amaral e Bertucci (2006), a discussão sobre a estrutura de propriedade requer uma avaliação prévia dos determinantes da estrutura de capital, relevando o grau de diversificação nas formas de captação de recursos: autofinanciamento, endividamento e emissão de ações. Cada escolha pode determinar a variação da concentração de propriedade e controle já que o autofinanciando ou endividamento não pulverizam a estrutura de propriedade, mas a emissão de ações diminui sua concentração de propriedade, se preferenciais, e também de controle, se ordinárias.

Diversas teorias possuem elementos importantes para explicar as diferentes estruturas de propriedade e controle. Uma das mais relevantes é a Teoria da Agência, na qual Jensen e Meckling (1976) postularam que os custos de agência variam conforme a estrutura de propriedade. Esses conflitos originam-se da separação entre o controle e a propriedade da empresa, onde o agente (administrador) não atua em favor dos interesses do principal (proprietário) já que busca maximizar suas utilidades pessoais. Em estruturas de propriedade com controle concentrado, composição predominante na maioria dos países (LA PORTA *et al.*, 1998), o foco do problema de agência passa a ser entre acionistas majoritários e minoritários.

La Porta *et al.* (1998) pesquisaram a estrutura de propriedade em 49 países e observaram que a concentração é extremamente alta na maioria dos casos. Os autores concluem que bons padrões contábeis e medidas de proteção aos acionistas estão associados com uma baixa concentração de propriedade, assim a estrutura de propriedade seria uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam. Desta forma, a maior parte da literatura sobre as diferenças de estrutura de propriedade compara

empresas entre países, buscando avaliar se a diferença na proteção ao investidor em ambientes contratuais distintos acarreta maior concentração da estrutura de propriedade e controle.

De acordo com Lefort (2005, p. 58), as companhias da América Latina possuem duas características principais com relação à sua estrutura de propriedade e controle: (i) apresentam uma concentração elevada e, (ii) são direta ou indiretamente controladas por um dos numerosos conglomerados industriais, financeiros ou mistos que operam na região. Lefort (2005) também menciona que as privatizações foram um processo que moldou as estruturas de controle das empresas latino-americanas, ainda que o governo continue atuando como controlador de um número considerável de grandes empresas.

No Brasil, as estruturas de controle destoam do restante da região, dado o grande volume de emissão de ações sem direito de voto (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005). A legislação brasileira permite que empresas que se tornaram públicas antes de 2001 tenham até dois terços de suas ações sem direito de voto. Depois dessa data, o limite máximo foi reduzido para 50%. Esta estrutura cria maior possibilidade de os acionistas controladores expropriarem o fluxo de caixa da empresa, impactando negativamente seu desempenho, dando espaço aos problemas de agência (OKIMURA, 2003).

2.2 Desempenho Corporativo

Berle e Means (1932) foram os pioneiros no estudo da relação entre concentração da estrutura de propriedade e desempenho, identificando uma relação inversa entre pulverização da concentração de ações e desempenho. Jensen e Meckling (1976) e Stulz (1988) fizeram importantes contribuições para a consolidação deste modelos teóricos, servindo como base para os primeiros estudos empíricos na área (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; MCCONNELL; SERVAES, 1990) que buscavam avaliar o impacto da concentração de propriedade sobre o desempenho por meio de regressões isoladas.

O desempenho corporativo pode ser mensurado e conceituado por uma série de fatores, porém as medidas contábil-financeiras tem se mostrado um dos instrumentos mais utilizados. Entre as pesquisas que referenciam a análise do desempenho da empresa por meio de indicadores financeiros, pode-se citar os trabalhos desenvolvidos por Kaplan e Norton (1992) e Silveira, Barros e Famá (2003).

Segundo Love (2011), as análises de desempenho corporativo podem ser divididas em três grupos principais: a) desempenho operacional, baseando-se em indicadores de retorno sobre o ativo e sobre patrimônio; b) valor de mercado, vastamente medido pelo Q de Tobin; e c) a relação com o retorno da ação. Weiss e Hilger (2012) fazem um levantamento dos principais indicadores utilizados em estudos internacionais que fazem uso regressões simples pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) para avaliar a relação entre desempenho corporativo e concentração de propriedade e identificam estes mesmos indicadores como os mais frequentemente utilizados. Este artigo focará suas análises de desempenho no primeiro grupo de fatores delineado por Love (2011).

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa

De acordo com La Porta *et al.* (1998), países com mercados de capitais mais desenvolvidos, por apresentarem maior proteção ao investidor, tendem a apresentar menor concentração de propriedade. Para Demsetz (1983) e Kang e Sorensen (1999), a racionalidade dos processos de concentração ou pulverização de propriedade e controle se derivam de decisões racionais dos proprietários visando a maximização de lucros. Assim,

considerando o tamanho da economia dos países em questão e a quantidade de títulos negociados em suas bolsas, levanta-se a primeira hipótese de pesquisa deste estudo:

Hipótese 1: países com mercados de capitais mais desenvolvidos apresentam menor concentração de propriedade e controle.

Segundo Hansmann (2000), estruturas concentradas se justificam na medida em que reduzem os custos de agência e de tomada de decisão. Quanto maior a concentração acionária, maior o incentivo em monitorar os agentes para que eles tomem decisões em prol da maximização do valor da empresa (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007). Por outro lado, empresas com maior concentração de propriedade incorrem em custos de monitoramento mais elevados advindos de um maior risco de expropriação dos acionistas minoritários o que pode impactar o valor e desempenho das empresas.

Nesse sentido, Gedajlovic e Shapiro (1998) buscam avaliar se as diferentes estruturas de governança dos países têm impacto nos custos de propriedade e se esses custos se refletem no desempenho das organizações. Concluem que em países onde há maior custo de propriedade a concentração acionária há uma relação positiva em termos de maximização de lucro. Com base em Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1998), a existência de acionistas controladores é uma resposta aos conflitos de agência em países com baixa proteção legal, como é o caso dos países latino-americanos, configurando uma ferramenta que sinaliza o seu comprometimento a investidores externos. Dessa forma, presume-se a segunda hipótese de pesquisa deste estudo:

Hipótese 2: a concentração de propriedade e controle das companhias abertas na América Latina apresenta relação positiva com o desempenho das empresas.

Isso é ratificado por Leech e Leahy (1991), quando observam que nas análises da relação entre a estrutura de propriedade e controle e o desempenho das firmas é razoável esperar uma correlação positiva, dado que os proprietários tem maiores incentivos para monitorar os administradores e, assim, maximizar o retorno dos seus investimentos (JENSEN; MECKLING, 1976).

3 PASSOS METODOLÓGICOS

Este estudo contou com uma base de dados coletada a partir da Economatica com informações anuais entre os anos de 2008 e 2012. A população de empresas disponíveis no Economatica para estes três países totalizou 664, sendo 87 argentinas, 361 brasileiras e 216 chilenas. Após a exclusão das observações com dados faltantes e suavização dos *outliers* pela técnica de Winsor a 1%, a amostra final foi composta por 566 empresas, sendo 40 argentinas, 330 brasileiras e 196 chilenas. Vale notar que a Argentina apresenta dados de concentração de propriedade somente nos dois últimos anos do período analisado, no entanto seus dados foram considerados, pois agregam valor as análises.

A amostra utilizada é desbalanceada, ou seja, não possui tamanho constante ao longo dos anos, porém se optou por manter todos os dados visando ampliar a compreensão do desenvolvimento da estrutura de propriedade nestes mercados, em especial nos anos mais recentes. Assim, para as análises de regressões, tem-se 2.709 observações no geral, sendo 80 da Argentina, 1.649 do Brasil e 980 do Chile.

No que diz respeito à sua forma, este trabalho se caracteriza como um estudo empírico com a utilização, em um primeiro estágio, de análise descritiva da estrutura de propriedade e controle, e em um segundo estágio, de suas relações com o desempenho das empresas. Nesse sentido, foram estimadas regressões simples, uma a uma, para cada variável dependente visando obter evidências acerca da relação entre as concentrações de propriedade e controle com o desempenho das companhias conforme detalhado na seção 3.3. Para a análise dessas variáveis foram utilizados estudos nacionais e internacionais publicados nos últimos anos sobre essa temática.

3.1 Variáveis de Estrutura de Propriedade e Controle

A estratificação da concentração de ações em artigos acadêmicos é diversa, contudo aqueles focados na análise do mercado brasileiro e da América Latina concentram suas análises no percentual do maior, dos três maiores e dos cinco maiores acionistas. Essa abordagem é justificada pela concentração acionária presente nestes mercados e pela baixa disponibilidade de informações (LEFORT, 2005; CAMPOS, 2006; DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007). Portanto, esta é a linha metodológica que permeia as análises deste trabalho.

Os dados de concentração de propriedade foram obtidos em base percentual considerando ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN). O que diferencia os dados de propriedade dos de controle é o filtro utilizado na coleta das informações (“todos os tipos” de ação ou somente “com voto”). Como mudanças na composição acionária podem ocorrer em qualquer data, foi considerado dentro de cada ano o anúncio mais próximo ao mês de dezembro. Já os dados de concentração de controle consideraram somente as ações ordinárias (ON e A, no caso do Chile), já que a estrutura em análise é da empresa, e não da ação.

3.2 Variáveis de Desempenho Corporativo

As variáveis identificadas para avaliar a relação entre concentração de propriedade e controle com o desempenho das empresas são: *RA*, que é o retorno da ação (conforme Equação 1); *MB*, que é o índice *market-to-book*, que representa a relação entre o valor de mercado e o ativo total da empresa (Equação 2); *LAJIRDA*, que é margem de Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Equação 3); e o *ROE*, que é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, obtido pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido (Equação 4).

$$RA_{it} = LN(\text{Preço da Ação}_{it} / \text{Preço da Ação}_{it-1}) \quad (1)$$

$$MB_{it} = \text{Valor de Mercado}_{it} / \text{Ativo Total}_{it} \quad (2)$$

$$LAJIRDA_{it} = EBITDA_{it} / \text{Ativo Total}_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Patrimônio Líquido}_{it} \quad (4)$$

Esses índices foram calculados para cada empresa *i* no período *t*, considerando que eles são amplamente utilizados em estudos que buscam estabelecer uma relação entre a concentração de propriedade e controle e o desempenho das empresas (DEMSETZ; LEHN, 1985; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005; CAMPOS, 2006; SILVEIRA *et al.*, 2007, DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007).

Vale ressaltar que medidas contábeis (ROE e LAJIRDA) referem-se ao desempenho passado enquanto que as medidas de mercado (RA e MB) capturam perspectivas futuras. Sendo que o RA aponta uma mudança de perspectiva entre um período e outro se for caracterizado apenas pelo ganho de capital (variação de preços) enquanto que o MB é utilizado na literatura também como proxy para oportunidade de crescimento.

3.3 Análise dos Dados

As comparações relacionadas às concentrações de propriedade e controle foram realizadas primeiramente através de análises descritivas de testes de diferenças de médias com o objetivo de avaliar a variação dessas estruturas, dada a sua histórica concentração de controle como consequência do alto volume de emissão de ações sem direito de voto, especialmente no Brasil. Em um segundo estágio foram utilizadas regressões simples com dados em painel desbalanceado. A escolha por um modelo em painel se deu porque a análise longitudinal pode sofrer influência tanto das diferenças entre as companhias como da própria evolução temporal. Ainda, segundo o autor, pode-se destacar como vantagem dos dados em painel o aumento da quantidade de informação, da variabilidade dos dados, dos graus de liberdade e, por consequência, da eficiência da estimação. Isto é essencial para esta pesquisa pois, como destacado na seção 3.1, foram obtidos dados de apenas 40 empresas da Argentina. Ademais, atenta-se que os modelos estimados para essas empresas apresentaram distribuição normal dos resíduos das regressões, de acordo com o teste de *Jarque-Bera*.

Assim, foram estimadas regressões simples para cada variável com base na Equação 5.

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{it} + u_{it}, \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (5)$$

Em que, y_{it} é a variável dependente, representada pela estrutura de propriedade ou de controle da empresa i no tempo t ; x_{it} é a variável independente, representada pelos indicadores de desempenho da empresa i no tempo t (MB, RA, ROE e LAJIRDA); β_0 e β_1 são os parâmetros da regressão; e u_{it} é o termo de erro. Ainda, para avaliar a adequação do modelo a cada painel, foram utilizados os testes de *Breusch-Pagan* (para estimação por *Pooled Ordinary Least Squares* – POLS – ou efeitos aleatórios), de *Chow* (por POLS ou efeitos fixos) e de *Hausman* (por efeitos aleatórios ou fixos).

Esse modelo foi estimado um a um, para cada variável, para cada país. Na sequência, foram estimadas novas regressões com os dados de Argentina, Brasil e Chile, para cada variável, considerando duas variáveis de controle para verificar seus reflexos nessas relações, que foram: (i) o tamanho da empresa, medido pelo seu Ativo Total, cuja variável binária (*dummy*) assumiu valor 1 (um) para empresas com tamanho acima da mediana e valor 0 (zero) para os demais casos; e (ii) a “liquidez” da ação mais negociada da empresa, cuja *dummy* assumiu valor 1 (um) para empresas com liquidez acima da mediana e valor 0 (zero) para os demais casos. É importante ressaltar que todos os dados da base foram coletados em dólares.

Um fator que deve ser considerado em análises de amostras regionais é o tratamento de *outliers*. Segundo Wooldridge (2003), a decisão de manter ou eliminar *outliers* é sempre difícil, uma vez que pode-se estar eliminando informações relevantes para o estudo e reduzindo a amostra de forma significativa. Como a amostra em análise já apresenta um número limitado de observações para alguns países optou-se por minimizar o impacto dos

outliers com uma suavização pela técnica de Winsor a 1%. Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas dos dados brutos, no Painel A, e sem *outliers*, no Painel B.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis investigadas. 2008 – 2012.

PAINEL A – Dados Brutos	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Ações Totais – Maior ⁺	45,33	43,63	20,15	0,43	100,00
Ações Totais – 3 Maiores ⁺	64,09	65,63	18,28	0,55	100,00
Ações Totais – 5 Maiores ⁺	70,04	72,27	16,59	0,63	100,00
Ações Ordinárias – Maior ⁺	51,39	50,87	21,49	0,43	100,00
Ações Ordinárias – 3 Maiores ⁺	70,10	72,00	18,82	0,55	100,00
Ações Ordinárias – 5 Maiores ⁺	75,48	77,91	16,65	0,63	100,00
Market-to-Book	0,73	0,45	0,61	0,01	16,09
Retorno da Ação ⁺	21,78	2,65	59,45	-93,50	798,64
Retorno sobre o Patrimônio Líquido ⁺	2,52	9,24	24,49	-5.610,96	876,29
LAJIRDA ⁺	10,30	9,55	7,96	-487,68	250,52
PAINEL B – Dados Tratados[#]	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Ações Totais – Maior ⁺	45,35	43,63	20,11	7,21	99,37
Ações Totais – 3 Maiores ⁺	64,19	65,63	18,18	17,50	99,95
Ações Totais – 5 Maiores ⁺	70,13	72,27	16,50	18,80	100,00
Ações Ordinárias – Maior ⁺	51,23	50,78	21,39	7,21	100,00
Ações Ordinárias – 3 Maiores ⁺	70,00	71,78	18,71	17,31	100,00
Ações Ordinárias – 5 Maiores ⁺	75,41	77,64	16,57	18,80	100,00
Market-to-Book	0,72	0,46	0,59	0,00	4,92
Retorno da Ação ⁺	22,35	2,76	59,92	-80,93	303,41
Retorno sobre o Patrimônio Líquido ⁺	7,54	9,28	15,93	-150,09	101,01
LAJIRDA ⁺	10,27	9,33	7,28	-11,48	40,02

Fonte: Dados da pesquisa. Notas: ⁺ Valores em percentual; [#] Suavização de *outliers* pela técnica de Winsor a 1%.

Como pode ser observado, a variável que apresenta uma alteração mais significativa estatisticamente em sua média, e desvio padrão, é o ROE. Por esta razão, para evitar viés, as análises tiveram como base os dados tratados.

4 RESULTADOS

Tendo em vista a concentração de propriedade e controle no Brasil, Campos (2006) analisou o período entre 1998 e 2001 e encontrou uma média de 61,0% para a propriedade nas mãos do maior acionista. Já em 2002, Okimura, Silveira e Rocha (2007) encontraram média de 54,6%. Por conseguinte, considerando as diferenças particulares de cada amostra analisada, pode-se notar uma tendência de redução da concentração de propriedade no mercado brasileiro. Fortalecendo esse argumento, os resultados deste estudo, entre os anos de 2008 e 2012, indicam uma média de 43,5% das ações totais concentradas nas mãos do maior acionista, como demonstra a Tabela 2 (Painel A). E essa redução certamente está ligada ao crescimento observado neste mercado, especialmente na primeira década de 2000.

Tabela 2 – Médias de Concentração de Propriedade e Controle no Brasil (%). 2008 – 2012.

Grupos de Acionistas	2008	2009	2010	2011	2012	Média
Painel A: Estrutura de Propriedade						
Maior	44,35	43,47	43,50	43,61	42,74	43,53
Três Maiores	63,05	62,45	62,17	61,97	62,30	62,39
Cinco Maiores	68,53	68,43	66,87	67,04	67,90	67,75
Painel B: Estrutura de Controle						
Maior	56,64	54,28	52,52	53,02	51,61	53,61
Três Maiores	75,24	73,18	71,02	71,20	71,07	72,34
Cinco Maiores	79,54	78,05	75,17	75,54	75,80	76,82

Fonte: Dados da pesquisa.

Em se tratando da concentração de controle, a média do maior acionista foi de 53,6%, superior a concentração de propriedade, o que é característica comum ao mercado brasileiro de capitais (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2005). Essa elevada concentração de controle, chegando à média de 76,8% para os cinco maiores acionistas, deve-se à possibilidade de as companhias abertas emitirem um volume de ações preferenciais de até 50,0% do seu capital. Com isso, as empresas diluem a estrutura de propriedade, mas não a de controle. Apesar disso, nota-se uma tendência de redução da concentração de controle, embora mais lenta, pois há cerca de uma década Okimura, Silveira e Rocha (2007) observam que a média da concentração de controle do acionista majoritário girava em torno de 76,2%. Com base nos resultados da Tabela 2 (Painel B), pode-se constatar que este cenário também tem se modificado. Observa-se que a estrutura de propriedade e controle das empresas brasileiras, compreendidas na amostra, mantiveram a tendência de redução da concentração observada em anos anteriores.

4.1 Análise Comparativa da Estrutura de Propriedade e Controle na América Latina

Para a análise dos dados entre os países, nos três primeiros anos só há dados disponíveis na base de dados para o Brasil e o Chile. Para a Argentina, tais informações só estão disponíveis para os anos de 2011 e 2012. Todavia, para que esse estudo tenha um melhor parâmetro de comparação na região, optou-se por manter a Argentina nas análises a partir de 2011.

Com base na Tabela 3 (Painel A), pode-se observar que as médias de concentração de propriedade de todas as ações no Brasil e no Chile são próximas, em geral, sendo a estrutura de propriedade das empresas no Brasil ligeiramente menos concentrada que no Chile. Ainda, ao longo dos cinco anos analisados, com base no teste de diferença de médias de *Mann-Whitney* (pois pelo teste de *Kolmogorov-Smirnov* as distribuições não são normais), verifica-se que essas médias são estatisticamente diferentes (ao nível de 1%). Observando os desvios-padrão dessas variáveis, nota-se que apesar de o Brasil apresentar menor média de concentração, possui maior variação das médias, com forte influência de algumas empresas sobre as médias, apesar do tratamento dos *outliers*.

Todavia, considerando-se que a proteção legal é um fator decisivo para a definição da estrutura de propriedade das companhias, como postulado por La Porta *et al.* (1998), a aproximação das médias, em cada ano, podem ser explicadas pela estrutura legal do Brasil e do Chile, que de acordo com Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) compartilham das mesmas origens e tradições, além de suas lideranças em promoverem reformas legais apresentando as melhores práticas de governança da América Latina (LEFORT, 2005).

Por outro lado, ao se considerar a estrutura de controle das empresas nesses países nota-se que o cenário se modifica (Tabela 3, Painel B). O Brasil passa a apresentar uma concentração maior que o Chile, especialmente entre os grupos de maior e três maiores acionistas. Mais uma vez, o teste de *Mann-Whitney* ratifica as diferenças estatísticas entre as médias, todas ao nível de 1%. Com isso, é possível verificar que no Brasil, como observado por Denardin (2007), a pulverização do capital das empresas se dá através de ações preferenciais, sem direito de voto.

Tabela 3 – Médias de Concentração de Propriedade e Controle por país (%). 2008 – 2012.

Grupo de Acionistas	2008			2009			2010			2011			2012		
	AR*	BR	CL	AR*	BR	CL	AR*	BR	CL	AR	BR	CL	AR	BR	CL
Painel A: Estrutura de Propriedade															
Maior	44,35	45,65		43,47	46,42		42,50	44,27		70,68	43,61	45,23	71,56	42,74	47,27
Três Maiores	63,05	65,26		62,45	66,39		62,17	65,68		74,97	61,97	65,50	74,16	62,30	66,96
Cinco Maiores	68,53	72,49		68,43	73,35		66,87	73,12		75,03	67,04	72,93	74,22	67,90	74,39
Painel B: Estrutura de Controle															
Maior	56,64	46,07		54,28	46,79		52,52	44,07		70,71	53,02	45,42	71,08	51,61	47,33
Três Maiores	75,24	65,66		73,18	66,79		71,02	66,07		74,97	71,20	65,80	73,58	71,07	67,06
Cinco Maiores	79,54	73,75		78,05	73,75		75,17	73,42		75,03	75,54	73,20	73,63	75,80	74,49

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: * Não constavam dados para esses anos.

Os dados de estrutura de controle e propriedade chilenos e argentinos disponíveis na *Economática*, considerando todas as ações e apenas aquelas com direito de voto, são bastante similares, como demonstrado no Painel B. Isso ocorre, pois, apesar de as companhias também emitirem ações preferenciais nesses países, essa prática não tem sido tão comum como no Brasil, não gerando uma diferenciação clara entre ações preferenciais e ordinárias (LEFORT, 2005). Ainda, vale salientar que o Chile demonstra um sutil e gradual crescimento tanto da concentração de propriedade como de controle. Este comportamento está em linha com o resultado de Mendez (2009), no qual se observa um aumento da concentração da propriedade do maior acionista nas empresas chilenas de 44,0% (em 1998) para 50,7% (em 2007).

No que tange à Argentina, a limitação da base de dados prejudicou a análise. Todavia, observando os percentuais de concentração de propriedade e controle para os anos de 2011 e 2012, nota-se que as médias são mais elevadas que no Brasil e no Chile. O teste de diferença de médias de *Mann-Whitney* ratifica essas diferenças (ao nível de 1%). Pelos resultados observados, cerca de 70,0% das ações se concentram nas mãos do maior acionista, chegando a 75,0% no grupo dos cinco maiores acionistas. De acordo com Aguilera (2008), os cinco maiores acionistas argentinos concentravam, em média, 90,0% da propriedade em 2002, fato que demonstra que aquele mercado, apesar de ter maior concentração, também vem apresentando tendência gradual de redução da concentração.

4.2 Relação entre a Estrutura e o Desempenho

Com o objetivo de Para aprofundar entendimento sobre estas relações foram estimadas regressões simples, uma a uma, para cada variável dependente. Assim,

apresentam-se seus resultados, primeiro para cada país e, em seguida de toda a amostra inclusive com controle por tamanho e por liquidez.

É importante ressaltar que o coeficiente de determinação comparado dos modelos (R^2 ajustado) apresentou valores baixos em praticamente todas as regressões, no entanto, o objetivo deste trabalho não é explicar as variáveis dependentes a partir dos regressores, mas avaliar a relação existente entre as variáveis dependentes e independentes. Ademais, atenta-se que todos os modelos foram significantes estatisticamente, sendo, portanto, robustos.

No que tange às relações observadas nas empresas da Argentina, pode-se verificar que apenas a variável RA apresentou relação estatisticamente significativa, tanto com a estrutura de propriedade como de controle, conforme Tabela 4. Em todos os casos, o RA apresentou relação positiva e significativa (a 1%) ratificando autores como Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1998) e Gedajlovic e Shapiro (1998), que sugerem que essa relação positiva se dê devido à baixa proteção legal aos acionistas, o que é característico de países da América Latina. Já as demais variáveis (MB, ROE e LAJIRDA) não apresentaram relações significantes.

Tabela 4 – Regressões simples para concentração de propriedade e controle na Argentina. 2008 – 2012.

Variáveis	Propriedade			Controle		
	Maior	3 Maiores	5 Maiores	Maior	3 Maiores	5 Maiores
Retorno da Ação	0,171 (3,182)***	0,152 (3,058)***	0,152 (3,058)***	0,172 (3,183)***	0,152 (3,058)***	0,152 (3,058)***
Market-to-Book	-1,612 (-0,292)	-0,362 (-0,062)	-0,459 (-0,079)	-1,682 (-0,304)	-0,367 (-0,063)	-0,459 (-0,079)
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	-0,027 (-0,660)	-0,048 (-1,193)	-0,048 (-1,192)	-0,026 (-0,653)	-0,048 (-1,192)	-0,048 (-1,192)
LAJIRDA ⁺	0,082 (0,278)	0,196 (0,821)	0,208 (0,878)	0,086 (0,291)	0,196 (0,822)	0,208 (0,878)

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ⁺ Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Apresentam-se o coeficiente do regressor e sua estatística *t* (entre parênteses), onde *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Quanto às estimativas, as hipóteses nulas de adequação do modelo POLS pelos testes de *Chow* (POLS x efeitos fixos) e de *Breusch-Pagan* (POLS x efeitos aleatórios) não foram rejeitadas. Assim, estimou-se por POLS, com matriz robusta para heterocedasticidade, sendo todos os modelos significantes ($F > 4,08$) e seus resíduos com distribuição normal (pelo teste de *Jarque-Bera*).

No caso do Brasil, pode-se verificar que apenas a variável MB apresentou relação estatisticamente significativa para as três concentrações de acionistas em análise, como detalhado na Tabela 5. Tanto para a concentração de propriedade como de controle, a relação é negativa e significativa a 1%, corroborando o argumento de que a diluição da estrutura de propriedade por meio de ações preferenciais, mantendo-se alta concentração de controle, cria um ambiente propício para os acionistas controladores expropriarem o fluxo de caixa da empresa (OKIMURA, 2003). Adicionalmente, o resultado sugere que, no período analisado, o Brasil apresenta padrões contábeis e de proteção legal aos acionistas em um nível no qual o mercado valoriza a menor concentração de propriedade e, principalmente, de controle, pois a estrutura de propriedade passa a ser uma resposta de equilíbrio ao ambiente legal onde as empresas operam (LA PORTA *et al.*, 1998). Ademais, as outras variáveis (RA, ROE e LAJIRDA) não apresentaram relações significantes e por isso não foram analisadas.

Tabela 5 – Regressões simples para concentração de propriedade e controle no Brasil. 2008 – 2012.

Variáveis	Propriedade			Controle		
	Maior	3 Maiores	5 Maiores	Maior	3 Maiores	5 Maiores
Retorno da ação	-0,001 (-0,101)	-0,001 (-0,067)	0,001 (0,182)	-0,010 (-1,004)	-0,011 (-1,258)	-0,009 (-1,092)
<i>Market-to-Book</i>	-1,454 (-1,968)**	-2,353 (-3,487)***	-2,696 (-4,322)***	-4,260 (-5,197)***	-5,080 (-7,369)***	-5,187 (-8,374)***
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	0,024 (1,019)	0,005 (0,250)	-0,001 (-0,072)	0,000 (0,001)	-0,018 (-0,791)	-0,017 (-0,868)
LAJIRDA ⁺	0,070 (0,925)	0,044 (0,613)	0,016 (0,243)	0,019 (0,230)	0,023 (0,311)	0,003 (0,054)

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ⁺ Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Apresentam-se o coeficiente do regressor e sua estatística *t* (entre parênteses), onde *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Quanto às estimativas, a hipótese nula de adequação do modelo POLS pelo teste de *Chow* (POLS x efeitos fixos) foi rejeitada, assim como a hipótese nula de *Breusch-Pagan* (POLS x efeitos aleatórios), indicando a existência de efeitos individuais. Já a hipótese nula de consistência dos estimadores por efeitos aleatórios do teste de *Hausman* (efeitos fixos x efeitos aleatórios) não foram rejeitadas.

No Chile, apenas para a variável LAJIRDA se pode observar uma relação positiva e significativa (a 1%) para todas as concentrações, conforme Tabela 6. Quanto maior a concentração, maior tende a ser o LAJIRDA no Chile. Esse resultado condiz com evidências existentes na literatura, em que empresas com alta concentração de propriedade e baixa proteção legal podem gerar maior incentivo para o monitoramento dos administradores, o que pode resultar em melhores retornos financeiros (LA PORTA *et al.*, 1998; SHEILFER; VISHNY, 1997; GEDAJLOVIC; SHAPIRO, 1998). Quanto às demais variáveis (RA, MB e ROE), não apresentaram relações significantes e por essa razão não foram objeto de análise.

Tabela 6 – Regressões simples para concentração de propriedade e controle no Chile. 2008 – 2012.

Variáveis	Propriedade			Controle		
	Maior	3 Maiores	5 Maiores	Maior	3 Maiores	5 Maiores
Retorno da ação	-0,001 (-0,054)	0,002 (0,124)	0,002 (0,164)	-0,001 (-0,052)	0,002 (0,124)	0,002 (0,165)
<i>Market-to-Book</i>	0,027 (0,030)	-0,936 (-1,119)	-0,965 (-1,279)	0,031 (0,035)	-0,939 (-1,122)	-0,965 (-1,279)
Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	0,013 (0,489)	0,022 (0,864)	0,016 (0,686)	0,014 (0,492)	0,022 (0,864)	0,016 (0,686)
LAJIRDA ⁺	0,233 (2,219)**	0,303 (3,229)***	0,289 (3,376)***	0,234 (2,223)**	0,304 (3,228)***	0,289 (3,376)***

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: ⁺ Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Apresentam-se o coeficiente do regressor e sua estatística *t* (entre parênteses), onde *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Quanto às estimativas, a hipótese nula de adequação do modelo POLS pelo teste de *Chow* (POLS x efeitos fixos) foi rejeitada, assim como a hipótese nula de *Breusch-Pagan* (POLS x efeitos aleatórios), indicando a existência de efeitos individuais. Já a hipótese nula de consistência dos estimadores por efeitos aleatórios do teste de *Hausman* (efeitos fixos x efeitos aleatórios) não foram rejeitadas.

Assim, pode-se observar que em cada país uma variável diferente apresentou relação significativa, além de o ROE não ter apresentado relação com a estrutura de propriedade e controle em nenhum deles. Isso denota que as diferenças nos mercados de capitais e no ambiente legal de cada país, considerando sua proteção legal, influenciam essas relações. Ainda, sobre o ROE, Campos (2006) e Dami, Rogers e Ribeiro (2007) também não encontraram relação, especialmente, com a estrutura de controle no Brasil, sob o argumento de que possivelmente os acionistas que detém o controle das companhias neste país não têm como única estratégia de fluxo de caixa o ROE.

Considerando a possibilidade de influência dos efeitos tamanho e liquidez de cada empresa, foram incluídas uma variável *dummy* de controle para o tamanho da empresa e outra para a liquidez de sua ação mais negociada, assumindo valor 1 (uma) para aquelas acima da mediana e 0 (zero) para os demais casos. Na Tabela 7 são apresentados os resultados para toda a amostra consolidada considerando os três níveis de concentração e a relação de cada variável dependente “sem variável de controle”, com “controle por tamanho” e com “controle por liquidez”.

No caso da variável RA, verifica-se que não há relação significativa em nenhum dos grupos sem controle. Quando há o controle por tamanho, nota-se que no grupo de maior acionista a relação é negativa e significativa (-0,020 a 1%) entre as empresas menores e positiva e significativa entre as empresas maiores (0,024 a 10%). Nas empresas menores, o resultado difere daquele encontrado por Gedajlovic e Shapiro (1998) no mercado brasileiro, possivelmente porque este mercado é o maior entre os analisados. Nos grupos de três e cinco maiores acionistas não houve influência dessa variável, embora a *dummy* (DTam) tenha sido significativa no grupo de cinco maiores acionistas. Quando incluída a *dummy* para liquidez, somente as empresas com maior liquidez apresentaram uma relação positiva e significativa (0,028 a 5%) na concentração do maior acionista, embora a *dummy* tenha sido significativa para os três grupos de acionistas em estudo.

Na variável MB, pode-se observar uma relação negativa e significativa para o maior (-1,372 a 5%) e os três maiores acionistas (-2,037 a 1%). Quando incluída a *dummy* para controlar por tamanho, ocorreu alteração apenas na relação observada para os cinco maiores acionistas, tornando-se significativa. Estes resultados sugerem que, de forma geral, a concentração acionária nas empresas de menor porte da amostra reduz o MB, em linha com as evidências de Okimura (2003). Em se tratando do controle por liquidez, nota-se que a *dummy* foi significativa para os três grupos de acionistas, demonstrando significância com a concentração acionária, mas não afetou a relação dessa concentração com o índice MB das companhias.

Nas regressões envolvendo a estrutura de propriedade e o ROE, não se encontrou relação significativa tanto nas observações sem controle ou com controle, tanto para tamanho como para liquidez. Estes resultados corroboram as observações de Campos (2006) e Dami, Rogers e Ribeiro (2007). Adicionalmente, a *dummy* de liquidez foi significativa para todos os grupos de acionistas, assim como para MB embora não tenha afetado a relação entre as variáveis dependente e independente.

Por último, analisa-se as relações da estrutura de propriedade com o LAJIRDA, que não se mostraram significantes para as empresas de toda a amostra, sem variável de controle. Resultado semelhante é observado quando é incluída a *dummy* para tamanho, há pequena influência apenas na concentração do maior acionista em empresas maiores (0,241 a 10%). Por outro lado, considerando as regressões com a *dummy* para liquidez, há influência na concentração dos grupos de três (0,262 a 1%) e cinco (0,287 a 1%) maiores acionistas das empresas menos líquidas, com relação positiva e significativa, isto é, quanto maior a concentração de propriedade das companhias com ações menos líquidas, maior é o LAJIRDA da firma. Esse pode ser influenciado pelo mercado brasileiro, maior entre aqueles analisados, e que tem a característica de apresentar maior liquidez para suas ações preferenciais, sem direito de voto (DENARDIN, 2007).

Tabela 7 – Regressões entre concentração de propriedade e desempenho, para todos os países, com controle por tamanho e liquidez. 2008 – 2012.

Variáveis Dependentes	MAIOR ACIONISTA			3 MAIORES ACIONISTAS			5 MAIORES ACIONISTAS		
	Sem Controle	Controle Tamanho	Controle Liquidez	Sem Controle	Controle Tamanho	Controle Liquidez	Sem Controle	Controle Tamanho	Controle Liquidez
RA	-0,005 (-0,817)	-0,020 (-1,995)***	-0,014 (-1,458)	-0,002 (-0,391)	-0,012 (-1,423)	0,011 (0,512)	0,000 (0,021)	-0,007 (-0,907)	0,010 (0,693)
DTam		-0,528 (-0,449)			-1,029 (-0,975)			-2,821 (-2,813)***	
RA x DTam		0,024 (1,805)*			0,018 (1,501)			0,015 (1,251)	
DLiq			-9,430 (-6,825)***			-13,710 (-11,78)***			-14,908 (-14,95)***
RA x DLiq			0,028 (2,104)**			-0,003 (-0,197)			0,001 (0,108)
MB	-1,372 (-2,097)**	-1,374 (-1,715)*	-0,814 (-0,706)	-2,037 (-3,594)***	-2,521 (-3,434)***	-1,059 (-0,933)	-2,175 (-4,062)	-2,693 (-3,805)***	-0,939 (-0,850)
DTam		0,157 (0,118)			-1,663 (-1,444)			-3,422 (3,164)***	
MB x DTam		0,006 (0,005)			1,259 (1,248)			1,349 (1,427)	
DLiq			-10,747 (0,001)***			-13,773 (-11,01)***			-13,990 (-11,94)***
MB x DLiq			1,192 (0,863)			1,162 (0,890)			0,842 (0,665)
ROE	-0,006 (-0,321)	-0,006 (-0,338)	0,010 (0,429)	-0,003 (-0,184)	-0,001 (-0,107)	0,018 (0,804)	-0,005 (-0,338)	-0,000 (-0,058)	0,020 (1,006)
DTam		0,154 (0,144)			-0,666 (-0,700)			-2,343 (-2,631)***	
ROE x DTam		0,001 (0,179)			0,001 (-0,230)			-0,001 (-0,371)	
DLiq			-9,862 (-8,891)***			-13,020 (-13,48)***			-13,423 (-15,37)***
ROE x DLiq			-0,014 (-0,377)			-0,017 (-0,551)			-0,024 (-0,906)
LAJIRDA	0,071 (1,045)	-0,027 (-0,297)	0,116 (1,144)	0,113 (1,896)	0,037 (0,459)	0,262 (2,908)***	0,096 (1,709)	0,049 (0,631)	0,287 (3,435)***
DTam		-3,281 (-1,886)*			-2,562 (-1,576)			-3,670 (-2,407)**	
LAJIRDA x DTam		0,241 (1,887)*			0,185 (91,597)			0,134 (1,232)	
DLiq			-12,267 (-6,647)***			-14,665 (-9,305)***			-14,421 (-9,899)***
LAJIRDA x DLiq			0,036 (0,277)			-0,112 (-0,988)			-0,184 (-1,740)*

Fonte: Dados da pesquisa. Nota: Onde, RA é o Retorno da Ação, MB é o índice Market-to-Book, ROE é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido, LAJIRDA é o Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, DTam é a dummy para tamanho e DLiq é a dummy para liquidez. Apresentam-se o coeficiente do regressor e sua estatística t (entre parênteses), onde *** é significativa a 1%, ** a 5% e * a 10%. Quanto às estimativas, as hipóteses nulas de adequação do modelo POLS pelos testes de Chow (POLS x efeitos fixos) e de Breusch-Pagan (POLS x efeitos aleatórios) não foram rejeitadas. Assim, estimou-se por POLS, com matriz robusta para heterocedasticidade, sendo todos os modelos significantes (F > 4,08).

Estas relações significativamente positivas podem sugerir que melhores retornos financeiros podem ser obtidos quando há uma maior concentração acionária, uma vez que assim há um maior incentivo para monitoramento dos administradores, gerando melhores retornos financeiros (SHEILFER; VISHNY, 1997; LA PORTA *et al.*, 1998; GEDAJLOVIC; SHAPIRO,

1998). Já para as empresas mais líquidas, somente no grupo dos cinco maiores acionistas se pode observar uma relação significativa (0,184 a 10%), no entanto, desta vez, negativa. A *dummy* liquidez também foi significativa para todos os grupos de acionistas.

5 CONCLUSÕES

Considerando a crescente relevância da América Latina no contexto econômico mundial e tendo em vista a escassez de análises comparativas relacionadas a estrutura de propriedade nessa região, este estudo teve o objetivo de analisar a relação entre a estrutura de propriedade e controle das companhias abertas e seus desempenhos corporativos nos principais mercados de capitais da América Latina.

Analisando a estrutura de propriedade e controle do Brasil entre 2002 e 2012, percebe-se uma significativa redução, em ambos os casos, havendo maior diluição da propriedade do que do controle das empresas, o que pode ser explicado por aspectos intrínsecos deste mercado, como a alta taxa de emissão de ações preferenciais. Apesar disso, pode-se verificar a redução da concentração de controle, certamente influenciada por medidas como a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa da BM&FBOVESPA, que exige das firmas listadas no segmento mais alto, o Novo Mercado, a emissão exclusiva de ações ordinárias.

Na Argentina e no Chile a emissão de ações preferenciais não é tão difundida como no Brasil. Nesses países, apesar da variação observada no Chile, não se pode verificar a mesma tendência de queda. Ainda, foi possível verificar que a média de concentração acionária do Brasil, especialmente de todas as ações, é menor que nos demais países. Assim, como este país tem maior mercado de capitais entre os países investigados, não se pode rejeitar a Hipótese 1 deste estudo, em que países com mercados de capitais mais desenvolvidos apresentam menor concentração de propriedade.

O fenômeno da pulverização de capital é bem conhecido nos mercados mais desenvolvidos e, conforme demonstrado na revisão de literatura deste estudo, é um movimento relativamente recente no Brasil. No entanto, neste sentido, pode ser considerado como um indicativo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, nesse período, combinado com outros fatores como, por exemplo, o desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança, que têm proporcionado maior transparência e confiança aos agentes do mercado, além do aumento do volume de operações.

Quanto às relações da estrutura de propriedade e controle com o desempenho das empresas, verificou-se que em cada país uma das quatro variáveis analisadas foi significativa, com exceção do ROE, que não apresentou relevância em nenhum país isoladamente, nem mesmo em conjunto, com ou sem controle por tamanho e por liquidez. Na Argentina, a estrutura de propriedade e controle esteve relacionada positivamente ao RA; no Brasil, negativamente ao índice *MB*; e no Chile, positivamente ao LAJIRDA.

Averiguando a Hipótese 2, que pressupôs que a concentração de propriedade e controle apresentava relação positiva com o desempenho, nota-se que apenas no Brasil a relação foi negativa, indicando que o aumento da concentração tende a reduzir o *MB* da firma. Uma possível explicação para esse resultado pode ter suporte na estrutura legal e de governança corporativa do Brasil, maior mercado de capitais entre os países analisados que, além de proporcionar ambiente mais adequado para a pulverização de ações, pode fortalecer a expectativa de investidores procurarem ações de empresas com menor

concentração, o que justificaria a relação inversa com o MB, cujo numerador de sua equação é o valor de mercado da firma.

Considerando a amostra consolidada nota-se que apenas a relação com o MB continua significativa, e negativa, assim como no Brasil. Possivelmente sendo influenciada pela amostra brasileira, maior proporcionalmente. Ainda, quando se considera o controle por tamanho, apenas a variável RA sofre alteração, passando a apresentar relação negativa para as menores empresas e positiva para as maiores. Quanto ao controle por liquidez, tornou negativas as relações da estrutura com o RA do maior acionista e com o LAJIRDA dos cinco maiores acionistas. Com base nisso, é possível rejeitar a Hipótese 2, isto é, não é possível afirmar que a concentração de propriedade e controle apresenta relação positiva com o desempenho das firmas.

Destaca-se como principais contribuições deste estudo: (i) o levantamento e a comparação da média de capital concentrado dos principais acionistas das empresas abertas da Argentina, do Brasil e do Chile; (ii) a análise da relação da concentração de propriedade e controle com variáveis de desempenho econômico e financeiro dessas firmas; (iii) a utilização de dados em painel para a realização dessa análise, de forma individual e em conjunto, controlando os efeitos das variáveis tamanho e liquidez; e (iv) o preenchimento de uma lacuna na literatura brasileira e latino-americana sobre o estrutura de propriedade.

Por fim, atenta-se para as limitações deste estudo, especialmente aquela relacionada à base de dados utilizada, que restringiu o acesso às informações de concentração de capital especialmente em empresas argentinas e mexicanas (que tiveram que ser excluídas da amostra). Todavia, considerando a escassez na literatura corrente e os passos metodológicos apresentados, destaca-se que tais limitações não invalidam o estudo. De toda forma, é mister ratificar que os resultados aqui apresentados representam apenas um recorte dessa realidade, sobre uma determinada amostra e durante um determinado período de tempo, e por essa razão não devem ser interpretados como verdade absoluta.

REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V. A. Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela. In: McGee, R. *Corporate Governance in Developing Economies*. New York: Springer, 2008.

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

BM&FBOVESPA. *Apresentação Mensal – Diretoria de Relações com Investidores*. Disponível em: <http://ri.bmfbovespa.com.br/ptb/1803/ApresentaoMensalBVMF Maio2013.pdf>. Acesso em: 06 out. 2015.

CAIXE, D.F.; KRAUTER, E. A influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o valor de Mercado Corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMPOS. T. L. C. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração da USP*, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CEPEDES, J.; GONZALEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and Capital Structure in Latin America. *Journal of Business Research*, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. O Impacto da Estrutura de Propriedade no Valor de Mercado de Empresas Brasileiras. *Revista de Administração da USP*, n. 41, p. 86-101, 2006.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: Evidências Empíricas no Grau de Concentração Acionária. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.

DENARDIN, A. A. *Assimetria de informação, intermediação financeira e o mecanismo de transmissão da política monetária: evidências teóricas e empíricas para o canal do empréstimo bancário no Brasil (1995-2006)*. 2007. Tese (Doutorado) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2007.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*. Chicago (IL), v. 26, n. 1, p. 375-391, 1983.

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

GEDAJLOVIC, E. R.; SHAPIRO, D. M. Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, v. 19, n. 6, p. 533-553, 1998.

HANSMANN, H. *The ownership of enterprise*. London: Harvard University Press, 2000.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLAN, R.; NORTON, D. The balanced scorecard: measures that drive performance. *Harvard Business Review*, v. 13, p. 71-79, 1992.

KANG, D.; SORENSEN, A. B. Ownership organizational and firm performance. *Annual Review of Sociology*, California, n. 25, p. 121-142, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LEECH, D.; LEAHY, J. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, London, v. 101, n. 409, p. 1418-1437, 1991.

LEFORT, F. Ownership structure and corporate governance in Latin America. *Abante*, Escuela de Administracion. Pontificia Universidad Católica de Chile, v. 8, n. 1, p. 55-84, 2005.

LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: what we know and what we don't. *The World Bank Research Observer*, v. 26, n. 1, p. 123-145, 2011.

MCCONNEL, J.; SEVAES, H. Additional evidence of equity ownership and corporate value. *Journal of Finance Economics*, n. 27, p. 595-612, 1990.

MENDEZ, C. E. Estructura de Propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Revista Latinoamericana de Administración*, n. 43, p. 41-62, 2009.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, n. 20, p. 293-315, 1988.

OKIMURA, R. T. *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. 2004. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v. 10, n. 1, p. 87-101, 2003.

SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; BARROS, L. A. B. C. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Working Paper Series*, Jun. 2007

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, n. 52, p. 1102-1203, 1997.

STULZ, R. M. Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Finance Economics*, n. 20, p. 25-54, 1988.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Organizações em Contexto*, São Paulo, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.

WEISS, C.; HILGER, S. Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance? *Journal of Management & Governance*, v. 16, n. 4, p. 727-752, 2012.

WOOLDRIDGE, J. M. *Introductory econometrics: a modern approach*. Mason, Ohio: Thompson, 2003.