

Acionistas Minoritários, Estrutura de Controle e Valor de Mercado Corporativo no Brasil

Minority Shareholders, Control Structure And Corporate Market Value In Brazil

Daniel Ferreira Caixe

Mestre em Administração de Organizações (FEA-USP/RP)

Alberto Borges Matias

Doutor em Administração de Empresas (USP)

Professor Titular (USP)

Sônia Valle Walter Borges de Oliveira

Doutora em Administração (USP)

Professora Associada (USP)

Resumo

No Brasil, o predomínio de organizações com elevado grau de concentração na estrutura societária repercute na existência de um choque de interesses entre os acionistas minoritários e os controladores. Nesse contexto, o sistema que pode minimizar os custos decorrentes desse conflito é conhecido como governança corporativa. A estrutura de propriedade e controle é um dos principais mecanismos dos modelos de governança corporativa, que podem impactar sobre o preço das ações das companhias. Assim, este estudo teve como objetivo averiguar a possível relação existente entre a participação dos acionistas minoritários na estrutura de controle das firmas e os seus valores de mercado. Para tanto, utilizou-se uma amostra composta por empresas brasileiras não financeiras de capital aberto para período de 2002 a 2009. Os testes de Wilcoxon-Mann-Whitney bilateral e unilateral foram empregados e apontaram que a partir de 2005 as corporações com maior *free float* votante foram mais valorizadas pelo mercado.

Palavras-chave: governança corporativa, estrutura de controle, valor de mercado corporativo.

Abstract

In Brazil, the prevalence of companies with high degree concentration in ownership structure reflects in the existence of a clash of interests between controlling and minority shareholders. In this context, the system that can minimize the costs of this conflict is known as corporate governance. The ownership and control structure is one of the main mechanisms of corporate governance models that may impact on company's share prices. This study aimed to investigate the possible relationship between minority shareholders' participation in control structure and corporate market value. For this purpose, we used a sample of Brazilian non-financial publicly traded companies from 2002 to 2009. Bilateral and unilateral Wilcoxon-Mann-Whitney tests were used and showed that from 2005 corporations with higher voting free float were most valued by the market.

Key words: corporate governance, control structure, corporate market value.

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, na década de 1990, a liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, que revelaram esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, fortaleceu a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa no país (BORGES; SERRÃO, 2005). Mais recentemente, a crise financeira global de 2008, iniciada por problemas no mercado norte-americano de hipotecas *subprime* e bancos excessivamente alavancados, também corroborou a importância dos modelos de governança das organizações. Conforme Silveira (2010), além das taxas de juros excessivamente baixas e dos produtos financeiros altamente complexos, os sistemas de remuneração dos executivos vinculados a resultados insustentáveis no longo prazo e as falhas dos conselhos de administração no monitoramento dos riscos, também contribuíram para o surgimento da crise de 2008.

Em países como o Brasil, caracterizado pela elevada concentração na estrutura de propriedade das companhias, a principal função dos modelos de governança corporativa é a mitigação do choque de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários (LINS, 2003; SILVEIRA et al., 2004). Embora os grandes proprietários possam monitorar os gestores (conselheiros e diretores) de maneira eficaz, eles também podem usufruir dos benefícios privados do controle à custa dos demais acionistas, dado seu domínio sobre processo de decisão na empresa (CLAESSENS et al., 2002). Assim, a presença de acionistas controladores está associada duplamente a benefícios e a custos para firma, colocando-se como assunto essencialmente empírico na atualidade (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Apesar da ausência de evidências empíricas conclusivas sobre a relação entre a estrutura societária e o desempenho corporativo, diversas pesquisas analisaram o impacto da participação acionária dos controladores sobre o valor de mercado corporativo (CLAESSENS et al., 2002; LINS, 2003; SILVEIRA et al., 2004; OKIMURA, SILVEIRA; ROCHA, 2007; GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011). Entretanto, poucos trabalhos estudaram a participação dos acionistas minoritários no capital votante das empresas, e a forma como o mercado avalia esse aspecto da estrutura de controle das organizações.

Dessa maneira, o presente artigo teve como objetivo analisar se o *free float* votante da companhia influencia o seu valor de mercado. Para tanto, utilizou-se uma amostra composta por empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, que tiveram suas ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o período 2002 a 2009. O artigo está dividido em cinco partes: esta introdução; fundamentação teórica sobre o modelo brasileiro de governança corporativa e estrutura de propriedade e controle; procedimentos metodológicos; resultados dos testes estatísticos aplicados; e conclusões.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A seguir são apresentados os principais aspectos teóricos da pesquisa, que fundamentarão as análises e a discussão dos resultados. Primeiro, descreve-se as características do modelo brasileiro de governança corporativa e, posteriormente, debate-se sobre a relação entre a estrutura societária e o desempenho corporativo.

2.1 O MODELO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA

A governança corporativa pode ser definida como o conjunto de mecanismos, tanto institucionais (internos) como de mercado (externos), que induzem os tomadores de decisão (diretores e conselheiros) a buscarem a maximização da riqueza dos proprietários da firma (fornecedores de capital) (DENIS; McCONNELL, 2003). Entre os mecanismos institucionais podem-se destacar o conselho de administração, as auditorias e a estrutura de propriedade e controle. Enquanto a proteção legal aos investidores e os mercados de trabalho, de produtos e de controle corporativo são exemplos de mecanismos externos (GILLAN, 2006).

A evolução dos sistemas de governança corporativa no Brasil é contemporânea ao desenvolvimento do mercado de capitais no país (CARVALHO, 2002). No início da década de 1970 o mercado acionário brasileiro possuía pouca regulação. Em dezembro de 1976 o governo criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da Lei 6.385 (BRASIL, 1976a) e uma legislação sobre sociedades por ações, Lei das S.A.s - 6.404 (BRASIL, 1976b), com o intuito de incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais.

A partir dos anos 1990, com a falência de algumas companhias, fortaleceu-se a preocupação com a necessidade de melhorar os padrões de governança corporativa. A liquidação pelo Banco Central de grandes bancos privados, revelando esquemas de fraude nos registros e padrões contábeis, trouxe questionamentos sobre a eficácia das auditorias independentes e mostrou o claro abuso dos acionistas controladores (BORGES; SERRÃO, 2005). No final da década 1990, o tema governança corporativa tornou-se relevante para empresas, investidores, órgãos reguladores e o governo, o que culminou com a nova Lei das S.A.s, a 10.303/01 (BRASIL, 2001), que entrou em vigor em março de 2002. Segundo Silveira (2005, p. 60), entre as principais alterações dessa reforma podem ser citadas:

- A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária à porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- A obrigatoriedade do adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, sendo assegurado, a estes acionistas minoritários, preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelo adquirente pelas ações representativas do bloco de controle;
- O direito de os preferencialistas elegerem um membro para o Conselho de Administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- A possibilidade de participação no Conselho de Administração de representantes dos empregados, facultada a decisão à empresa;
- A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total de ações emitidas, em vez de 67% anteriores, para as sociedades anônimas instituídas após a publicação da lei;
- A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre acionistas e a companhia, ou entre os acionistas

controladores e os minoritários, propiciando uma forma mais rápida para a resolução de conflitos.

Entretanto, Carvalho (2002, p. 27) alerta sobre falta de amplitude da nova Lei das S.A.s (10.303/01) e a constatação de que as reformas de âmbito legal não seriam as únicas responsáveis pela modernização do mercado de capitais brasileiro:

A reforma da Lei das Sociedades por Ações começou como um projeto grandioso que procurava reajustar a legislação brasileira às necessidades reais de um mercado de capitais moderno e que, de fato, funcionasse como uma fonte de financiamento para as empresas. No entanto, ao longo de 2000, foi-se percebendo que as forças reformistas perdiam o momento e o conteúdo da reforma se esvaziava. Prova disso foi o gigantesco número de propostas de emendas (cerca de 200) que, em grande parte, propunham redução nos direitos dos minoritários. O projeto foi finalmente aprovado pela Câmara dos Deputados em 2001 e deixou uma clara percepção de que não se deve esperar que reformas legais modifiquem radicalmente o panorama do mercado de capitais.

Antevendo as limitações da nova Lei das S.A.s (10.303/01), o setor privado assumiu a responsabilidade da execução de reformas no panorama do mercado de capitais brasileiro. Esse fato é ilustrado pela criação dos níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), implantados pela Bovespa em dezembro de 2000. O Quadro 1 resume as principais exigências desses segmentos de listagem em relação ao tradicional, no que se refere à adoção de melhores práticas de governança corporativa.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas péticas"		Não há regra	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do conselho de administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês			Conforme legislação
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
		100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)		
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	

Quadro 1 – Comparativo entre os segmentos de governança corporativa

Fonte: BM&FBovespa (2011).

Destarte, o modelo brasileiro de governança corporativa encontra-se em contínua evolução, o que possibilita o surgimento de dois tipos de estruturas, denominadas por Silveira (2010) de tradicional e emergente. Esta última, quando comparada ao modelo tradicional que ainda predomina na maioria das empresas, apresenta uma série de avanços nos padrões de governança corporativa, com conselhos de administração mais independentes, maior transparência e proteção aos acionistas minoritários, e menor concentração na estrutura de propriedade e controle das companhias (SILVEIRA, 2010).

2.2 ESTRUTURA SOCIETÁRIA E DESEMPENHO CORPORATIVO

O divórcio entre a propriedade e a gestão das grandes corporações norte-americanas, evidenciado por Berle e Means (1932), concentrou o debate sobre governança corporativa no conflito de interesses entre administradores (diretores e conselheiros) e acionistas, e colaborou para o surgimento da teoria da agência formulada, principalmente, a partir do trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976).

A teoria da agência fundamenta-se nos pressupostos de inexistência de contratos completos, de oportunismo dos agentes econômicos e de que os indivíduos são maximizadores de sua utilidade para justificar o aparecimento de custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Estes decorrem da tentativa do proprietário (o principal) monitorar as atividades do gestor (o agente) e criar incentivos contratuais para ele, bem como de certas práticas do administrador que visam o benefício próprio e não o interesse dos acionistas como: pagamento de remunerações e benefícios excessivos autoconcedidos; resistência a ações vantajosas para os acionistas como liquidação, cisões e fusões; ou a utilização de informações privilegiadas (JENSEN; MECKLING, 1976; ANDRADE; ROSSETTI, 2006).

Contudo, na maioria dos países, assim como no Brasil, há o predomínio da concentração na estrutura societária das companhias, sendo que nessa situação os custos de agência decorrem, principalmente, do conflito de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários e não entre os gestores e os proprietários como no modelo anglo-saxão (LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; LINS, 2003). Efeitos positivos e negativos desse acúmulo de ações pelos grandes acionistas sobre o desempenho corporativo são apontados pela literatura e denominados, respectivamente, de: efeito-alinhamento (ou incentivo); e efeito-entrincheiramento (CLAESSENS; FAN, 2002).

O impacto positivo da concentração propriedade estaria ligado à possibilidade de o monitoramento da administração ser efetuado pelos acionistas controladores de forma eficaz, no sentido de equalizar os interesses dos proprietários e dos gestores, sinalizando para o mercado uma solução satisfatória para os custos de agência (GOMES, 2000; CLAESSENS; FAN, 2002). Todavia, a elevada concentração na propriedade pode permitir que os grandes acionistas, em virtude do seu domínio sobre o processo de decisão, expropiem a riqueza dos acionistas minoritários por meio de práticas como: transferência de ações com desconto; utilização de ativos da empresa como garantia para transações pessoais; e aquisição de empréstimos pessoais com vantagens comerciais (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Diversos estudos empíricos analisaram a relação entre a concentração na estrutura de propriedade e controle e o desempenho corporativo (DEMSETZ; LEHN, 1985; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; CLAESSENS et al., 2002; LINS, 2003; SILVEIRA et al., 2004; OKIMURA, SILVEIRA; ROCHA, 2007; GARCÍA-MECA; SÁNCHEZ-BALLESTA, 2011).

Entretanto, a influência do percentual de ações em posse dos acionistas minoritários (*free float*) sobre o desempenho foi pouco explorada pelas pesquisas na área de governança corporativa.

Os trabalhos de Demsetz e Lehn (1985), Demsetz e Villalonga (2001) e Dami (2006) apresentam indícios de que a estrutura de societária seja uma variável endógena, isto é, determinada por características corporativas (como o tamanho da firma) e que, dessa forma, não impactaria sobre o desempenho das corporações. Todavia, pesquisas como as de Claessens et al. (2002), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Silveira, Barros e Famá (2008), sugerem que em países emergentes, com mercados de capitais pouco desenvolvidos, a estrutura de propriedade seja mais influenciada pelo ambiente institucional e pelas especificidades de cada empresa do que por atributos corporativos observáveis e que, portanto, pode ser um fator determinante, por exemplo, do valor de mercado corporativo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O artigo configura-se em uma pesquisa descritiva, estruturada e que teve como objetivo averiguar se o *free float* votante influencia o valor de mercado corporativo. Os procedimentos metodológicos estão concentrados em uma pesquisa de natureza quantitativa, que se utilizou de dados secundários, extraídos da base de dados financeiros Economática® (2011). Buscou-se mensurar e analisar as variáveis selecionadas, validando ou não as teorias existentes sobre estrutura societária e o valor de mercado das companhias.

A amostra da pesquisa envolveu empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, que disponibilizaram as informações contábeis necessárias para a aplicação dos testes estatísticos, para período de 2002 a 2009. Foram excluídas companhias que registram a conta Patrimônio Líquido negativa para não comprometer o cálculo do indicador *Price-To-Book-Value* (PBV).

Ademais, foram selecionadas as firmas que apresentaram liquidez significativa em cada ano analisado. Foram consideradas como companhias com liquidez significativa as empresas que obtiveram índice de liquidez anual (calculado pelo Economática®) maior que 0,001% do índice correspondente à empresa com maior liquidez em cada respectivo ano. Optou-se por essa faixa de corte em função das ações de firmas com liquidez muito baixa, em geral, possuírem uma probabilidade menor de terem suas cotações adequadas ao valor de mercado (SILVEIRA, BARROS; FAMÁ, 2008). As cotações das ações são necessárias para os cálculos do Valor da Empresa sobre o Ativo Total e do múltiplo PBV, que foram operacionalizados da seguinte forma:

a) Múltiplo valor de mercado sobre o patrimônio líquido (PBV-*Price-To-Book-Value*). Calculado pela Equação (1):

$$*PBV = \frac{VMAO + VMAP}{PL} \quad (1)$$

Em que:

VMAO – valor de mercado das ações ordinárias; VMAP – valor de mercado das ações preferenciais; PL – Patrimônio Líquido da companhia.

(*) Os valores contábeis são referentes às demonstrações financeiras do quarto trimestre do respectivo ano e as cotações das ações correspondem ao preço médio anual calculado pela média dos preços do último dia de negociação de cada trimestre.

b) Valor da Empresa sobre Ativo Total (VE). É um indicador cada vez mais usado como medida de valor da empresa (SILVEIRA, 2005). Representa uma alternativa ao indicador Q de Tobin, sendo calculado pela Equação (2):

$$**VE = \frac{\text{Enterprise Value*}}{\text{Ativo Total}} \quad (2)$$

(*) Cotação*Total de Ações + Debêntures CP e LP + Financiamentos CP e LP + Adiantamentos de Contratos de Câmbio – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo.

(**) Para cada ano foram utilizados dados contábeis referentes ao quarto trimestre para o Ativo Total e o *enterprise value* corresponde à média de seus valores do último dia de negociação de cada trimestre.

O percentual de ações ordinárias da firma em posse de acionistas minoritários (FRFLVT), isto é, o *free float* votante da companhia, foi calculado pela Equação (3). Entende-se que quanto maior for o valor da variável FRFLVT, mais difícil é para os acionistas controladores manterem uma participação extremamente elevada no capital votante da firma, restringindo a concentração na estrutura de controle da empresa. Destarte, por meio da mediana desse indicador, para cada ano, as companhias foram classificadas em dois grupos: 1 – “difusas” (firmas com o valor de FRFLVT acima da mediana); e 2 – “concentradas” (firmas com o valor de FRFLVT abaixo ou igual à mediana).

$$FRFLVT = \frac{\text{Número de ações com voto no free float}}{\text{Número total de ações com voto}} \times 100\% \quad (3)$$

Com o objetivo de avaliar a diferença entre o valor de mercado corporativo (PBV e VE) dos dois grupos foi utilizado o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney bilateral para amostras independentes. Já para testar se a mediana do valor de mercado do grupo de empresas com maior participação dos acionistas minoritários na estrutura de controle é superior a do conjunto de companhias com menor *free float* votante foi aplicado o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney unilateral. Para ambos os testes adotou-se o nível de significância de 5%.

Conforme Siegel e Castellan Jr. (2006), o Wilcoxon-Mann-Whitney pode ser usado para testar se dois grupos independentes foram extraídos da mesma população, sendo um dos testes não paramétricos mais poderosos. Ele representa uma alternativa muito útil para o teste paramétrico *t* quando se deseja evitar suas suposições. Assim, as hipóteses da pesquisa para o teste bilateral e unilateral são respectivamente:

H₀ = As medianas do valor de mercado dos dois grupos são iguais.

H₁ = As medianas do valor de mercado dos dois grupos são diferentes.

H₀ = A mediana do valor de mercado do grupo 1 é menor ou igual a do grupo 2.

H₁ = A mediana do valor de mercado do grupo 1 é maior que a do grupo 2.

A justificativa para utilização do teste de Wilcoxon-Mann-Whitney encontra-se no fato de as variáveis de valor de mercado, selecionadas no artigo, não apresentarem distribuição normal. Como comprovado pelo teste de Kolmogorov-Smirnov, cujos valores estão na seção resultados

(Tabela 2) (SIEGEL; CASTELLAN JR., 2006). Para a realização dos testes estatísticos empregou-se a planilha MS-Excel e o *software* estatístico SPSS® 17 (SPSS, 2011).

4 RESULTADOS

As estatísticas descritivas das três variáveis do estudo, para os anos de 2002 a 2009, estão nas Tabelas 1 e 2. Quanto à participação dos acionistas minoritários no capital votante das companhias (Tabela 1), por meio da comparação das médias e das medianas dos anos de 2002 e 2009, pode-se sugerir que ao longo da primeira década do século XXI o *free float* votante aumentou e a concentração na estrutura de controle das firmas diminuiu, como já apontado por Gorga (2008). Para autora, a migração das empresas brasileiras para os segmentos diferenciados de governança corporativa da atual BMF&Bovespa foi o principal determinante dessa redução no acúmulo de ações pelos acionistas controladores.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas do *free float* votante

	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Número Obs.
FRFLVT (%) – 2002	15,89	12,10	16,81	120
FRFLVT (%) – 2003	16,27	11,65	17,54	118
FRFLVT (%) – 2004	14,71	10,75	16,90	128
FRFLVT (%) – 2005	15,44	10,70	16,68	123
FRFLVT (%) – 2006	17,71	10,20	20,30	127
FRFLVT (%) – 2007	18,39	11,60	19,43	169
FRFLVT (%) – 2008	21,18	18,40	18,64	179
FRFLVT (%) – 2009	23,70	22,20	19,24	196

No que tange às variáveis de valor de mercado (Tabela 2), VE merece destaque. Aparentemente, de 2002 a 2007, a média e a mediana do Valor da Empresa sobre o Ativo Total das companhias brasileiras de capital aberto aumentou gradativamente, sendo que esse crescimento foi interrompido em 2008, ano da crise financeira global. Em 2007 registraram-se as maiores estatísticas descritivas de VE, ano em que ocorreu elevado número de IPOs (*Initial Public Offerings*), dos quais 41, 7 e 8 foram realizados, respectivamente, no Novo Mercado, no Nível 2 e no Nível 1 (considerando ofertas primárias e mistas) (GORGA, 2008).

Com o intuito de averiguar se as variáveis de valor de mercado corporativo apresentaram distribuição normal, para cada ano foi empregado o teste de Kolmogorov-Smirnov. Seus p-valores rejeitaram a hipótese nula de normalidade para as duas variáveis em todos os períodos, impedindo que o teste paramétrico *t-Student* fosse aplicado no estudo. Dessa forma, utilizou-se o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney bilateral e unilateral, cujos resultados se encontram na Tabela 3.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das variáveis de valor de mercado

Ano (variável)	Número de Obs.	Mediana	Média	Desvio-Padrão	P-Valor (Teste K-S)
2002 (VE)	120	0,63	0,68	0,52	0,001
2002 (PBV)	120	0,74	1,04	1,16	0,000
2003(VE)	118	0,64	0,71	0,57	0,000
2003 (PBV)	118	0,85	1,16	1,01	0,001

2004 (VE)	128	0,65	0,76	0,46	0,027
2004 (PBV)	128	1,13	1,47	1,30	0,003
2005 (VE)	123	0,71	0,84	0,54	0,003
2005 (PBV)	123	1,30	1,69	1,70	0,000
2006 (VE)	127	0,90	1,09	0,77	0,007
2006 (PBV)	127	1,83	2,56	3,15	0,000
2007 (VE)	169	1,21	1,46	1,12	0,000
2007 (PBV)	169	2,42	3,22	3,91	0,000
2008 (VE)	179	0,92	1,05	0,64	0,003
2008 (PBV)	179	1,77	2,76	5,96	0,000
2009 (VE)	196	0,82	0,95	0,62	0,001
2009 (PBV)	196	5,82	8,86	18,81	0,000

Ao considerar o nível de significância de 5%, aceitou-se a hipótese nula do teste bilateral de que as medianas dos dois grupos são iguais, para os três primeiros anos (2002, 2003 e 2004). Entretanto, nos anos posteriores (2005, 2006, 2007, 2008 e 2009) constatou-se que a hipótese nula foi rejeitada para os testes bilateral e unilateral. Os resultados obtidos no primeiro apontaram que as medianas dos dois conjuntos são diferentes. Por sua vez, os valores do teste unilateral sinalizaram que a mediana do valor de mercado (tanto PBV como VE) do grupo com maior participação dos acionistas minoritários na estrutura de controle (“difusas”) é maior que a do grupo 2 (“concentradas”).

Tabela 3 – Resultados do teste de Mann-Whitney bilateral e unilateral

		Grupo (Estrutura de Controle)		Teste M-W (bilateral)	Teste M-W (unilateral)
Ano	Estatística	“Concentradas”	“Difusas”	P-Valor	P-Valor
2002	Número de Obs.	60	60		
	Mediana (VE)	0,58	0,67	0,227	0,113
	Mediana (PBV)	0,77	0,72	0,991	0,495
2003	Número de Obs.	59	59		
	Mediana (VE)	0,61	0,65	0,771	0,386
	Mediana (PBV)	0,84	0,85	0,675	0,337
2004	Número de Obs.	64	64		
	Mediana (VE)	0,63	0,67	0,637	0,319
	Mediana (PBV)	1,09	1,15	0,268	0,134
2005	Número de Obs.	62	61		
	Mediana (VE)	0,62	0,81	0,006	0,003
	Mediana (PBV)	1,08	1,51	0,003	0,0015
2006	Número de Obs.	64	63		
	Mediana (VE)	0,71	1,04	0,000	0,000
	Mediana (PBV)	1,26	2,20	0,000	0,000
2007	Número de Obs.	85	84		
	Mediana (VE)	0,98	1,42	0,000	0,000
	Mediana (PBV)	1,91	2,72	0,000	0,000
2008	Número de Obs.	89	90		
	Mediana (VE)	0,84	0,98	0,014	0,013
	Mediana (PBV)	1,62	1,91	0,007	0,006
2009	Número de Obs.	98	98		
	Mediana (VE)	0,80	0,85	0,050	0,019
	Mediana (PBV)	5,31	6,02	0,026	0,009

5 CONCLUSÕES

Este artigo teve como objetivo averiguar a possível relação existente entre a participação dos acionistas minoritários no capital votante das empresas brasileiras e o valor de mercado das mesmas (*Price-to-book-value* e Valor da Empresa sobre o Ativo Total). Para tanto, por meio da mediana do *free float* votante (FRFLVT), dividiu-se em cada ano as companhias em dois grupos: “difusas” (firmas com o valor de FRFLVT acima da mediana) e “concentradas” (firmas com o valor de FRFLVT abaixo ou igual à mediana).

Com o objetivo de avaliar se há diferença entre o valor de mercado das companhias dos dois grupos estudados, foi utilizado o teste de Wilcoxon-Mann-Whitney bilateral para amostras independentes. Já para testar se a mediana do valor de mercado do grupo de empresas com maior percentual de ações ordinárias em posse de acionistas minoritários é superior a do conjunto de empresas com menor *free float* votante, aplicou-se o teste de Mann-Whitney unilateral.

Os resultados apontaram que para os três primeiros anos (2002, 2003 e 2004) os valores de mercado dos dois grupos foram iguais. Todavia, para os períodos posteriores (2005, 2006, 2007, 2008 e 2009) observou-se que as medianas dos dois conjuntos foram diferentes, bem como que a mediana do valor de mercado do grupo de empresas com estrutura de controle mais “difusa” foi maior que a do grupo com menor participação dos acionistas minoritários.

Dessa forma, notou-se uma tendência desde 2005, de que as organizações com maior *free float* votante fossem mais valorizadas pelo mercado, haja vista o conflito de interesses entre os acionistas controladores e os minoritários, decorrentes da concentração de propriedade. Assim, pode-se sugerir que o incremento da participação dos acionistas minoritários na estrutura de controle das empresas dificultaria a manutenção de um percentual extremamente elevado de ações ordinárias em posse dos grandes acionistas, diminuindo a possibilidade de ocorrência do efeito-entrenchamento e sinalizando para o mercado uma solução satisfatória para os custos de agência.

A evolução dos padrões de governança corporativa, advinda de medidas como a nova Lei das S.A.s e da criação dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, pode ter contribuído para os resultados da pesquisa. À medida que as empresas foram se adequando a nova legislação e ingressando nos níveis mais exigentes da BM&FBovespa, a estrutura de controle pode ter sido encarada pelos investidores como um fator corporativo importante, capaz de influenciar o valor de mercado das companhias. Trabalhos futuros poderão se utilizar de amostras maiores e outros testes estatísticos paramétricos e não paramétricos com o intuito comprovar a relação existente entre o *free float* votante e o valor de mercado corporativo.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 584 p.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932. 380 p.

BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo). **Segmentos de listagem**. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp>. Acesso em: 20 jul. 2011.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BRASIL. Presidência da República. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976a. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6385original.htm>. Acesso em: 25 mar. 2011.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. 1976b. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 25 mar. 2011.

BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº. 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 9 mar. 2011.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, Dec. 2002.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, n. 1-2, v. 58, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: a survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

DAMI, A. B. T. **Governança corporativa: estrutura de propriedade, desempenho e valor: uma análise de empresas brasileiras**. 2006. 115 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2006.

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

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. International corporate governance. **ECGI Finance Working Paper n° 05/2003**, 2003. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=320121>. Acesso em: 12 jul. 2011.

ECONOMÁTICA®. **Banco de dados**. Disponível em: <<http://www.economatica.com/>>. Acesso em: 15 jun. 2011.

GARCÍA-MECA, E.; SÁNCHEZ-BALLESTA, J. P. Firm value and ownership structure in Spanish capital market. **Corporate Governance**, v. 11, n. 1, p. 41-53, 2011.

GILLAN, S. L. Recent developments in corporate governance: an overview. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, n. 3, p. 381-402, 2006.

GOMES, A. Going public without governance: managerial reputation effects. **Journal of Finance**, v. 55, n. 2, p. 615-646, 2000.

GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. **Cornell Law Faculty Publications**, Paper n°. 42, 2008. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/clsoops_papers/42>. Acesso em: 20 mar. 2011.

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.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DESI LANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, abri. 1999.

LINS, K. V. Equity ownership and firm value in emerging market. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 159-184, 2003.

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

SIEGEL, S.; CASTELLAN JR., N. J. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. Porto Alegre: Artmed, 2006.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul, 2005, 181p.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. 397p.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; LAZANA, A. P.; BARROS, L. A.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo - RAUSP**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

SPSS®. **Statistical Package for Social Sciences version 17**. Disponível em:
<<http://www-01.ibm.com/software/analytics/spss/>>. Acesso em: 11 nov. 2011.