

## **Análise das Características do Acionista Majoritário e sua Relevância na Formação dos Preços das Ações de Empresas de Capital Aberto no Brasil**

Adelzira Souza Afonso  
Universidade Federal do Espírito Santo  
[adelzira@yahoo.com.br](mailto:adelzira@yahoo.com.br)

Patrícia Maria Bortolon  
Universidade Federal do Espírito Santo  
[p.m.bortolon@gmail.com](mailto:p.m.bortolon@gmail.com)

Jorge Luiz Santos Junior  
Universidade Federal do Espírito Santo  
[jjuniorsan@yahoo.com.br](mailto:jjuniorsan@yahoo.com.br)

**Resumo:** Este *paper* tem como objetivo analisar a influência da presença de um acionista majoritário, representado na composição acionária direta, sobre o preço das ações. O controle direto ocorre quando um único acionista possui mais de 50% das ações ordinárias, mesmo que não possua percentual relevante das ações totais da empresa. Partiu-se da hipótese de que quanto maior a diferença entre direitos de voto e de fluxo de caixa (desvios de direitos), pior será a avaliação da empresa no mercado acionário. Isso porque ela passa a incorrer em inúmeros problemas de agência já reconhecidos pelo mercado, sobretudo porque não se aplica a relação “uma ação - um voto”. Nesse encaixe, empreendemos um estudo a partir de simulações econométricas com regressão linear múltipla sobre dados empilhados, utilizando como base o modelo de relevância da informação de Ohlson. Os resultados obtidos permitem concluir que a existência de um acionista majoritário reduz a relevância dos lucros por ação na explicação do preço das ações. A fim de buscar explicações auxiliares, interagimos a identidade do acionista detentor de maior volume de ações ordinárias e a presença (ou não) de um acionista majoritário (com posse de mais de 50% das ações ordinárias) com o Lucro por Ação e com Patrimônio Líquido por Ação. Os resultados mostram que a presença de um acionista majoritário estrangeiro, ou privado, ou estatal reduz a relevância do Lucro por Ação o que sugere um impacto negativo nos preços das ações. Isso chama a atenção para a necessidade de novos estudos que busquem entender mais detidamente essas relações.

**Palavras-chave:** Estrutura de propriedade; Controle; Governança.

**Área Temática:** Finanças Corporativas e Mercado Financeiro

### **1 Introdução**

O mercado de capitais é um dos mais profícuos campos de estudo da contabilidade, na medida em que é nesse espaço que o valor das empresas é definitivamente estabelecido. É também nele em que os números e relatórios contábeis são colocados à prova, chancelados ou refutados por especialistas, analistas e investidores que construirão impressões e formarão expectativas acerca da solidez, liquidez, continuidade e valor das empresas. Esses valores, muitas vezes, são o reflexo das operações empresariais registradas nos livros contábeis, e, em outras situações, são fruto das expectativas que os agentes de mercado formam acerca do fluxo de caixa futuro, que pode inclusive ser influenciado por inúmeras outras variáveis não necessariamente contábeis (Inflação, Taxa de Câmbio e de Juros, ambiente político, etc.). Mas

de fato, todas essas interpretações refletem, em maior ou menor grau, a confiança (ou a falta dela) nos números contábeis.

Para além da formação das expectativas, o pragmatismo da atuação dos gerentes, sob influência de alguns sócios, também pode interferir diretamente no preço das ações negociadas em bolsa, já que contrafazem os números contábeis. Nesse caso, não está mais se falando em como os números são interpretados, mas sim, como eles de fato refletem os resultados da atuação gerencial, o que pode ter relação direta com a concentração de ações ordinárias nas mãos de poucos. Jensen e Meckling (1976) sugerem que a estrutura concentrada pode ser benéfica para a avaliação da empresa, porque grandes investidores estariam mais aptos a um melhor monitoramento. Por outro lado, uma estrutura muito concentrada ao garantir o controle a poucos acionistas, poderia colocar em xeque a legitimidade das informações disponibilizadas.

A estrutura de propriedade incorpora dois atores diferentes, quais sejam, os acionistas externos e aqueles que fazem parte da gestão. Além disso, entre os acionistas externos vale ressaltar que existe diferença qualitativa entre os controladores e os minoritários. Aqui, o fato a ser sublinhado é o jogo de interesses que há entre os dois polos de participação acionária. Segundo Demsetz e Villalonga (2001) esse é um aspecto determinante a ser levado em conta nos estudos sobre estrutura de propriedade e desempenho corporativo, sobretudo por considerarem a estrutura de propriedade como variável endógena. Os autores refutam a ideia de que a estrutura de propriedade afeta o desempenho da empresa, e estabelecem uma relação causal inversa, onde o desempenho da empresa alteraria a estrutura de participação acionária.

A hipótese de a estrutura de propriedade afetar o desempenho empresarial baseia-se na forma como as ações estão dispostas no mercado e no perfil da gerência: quanto às ações, se mais difusas ou mais concentradas; quanto à gerência, se trabalhando por incentivos ou não e qual o seu grau de participação acionária. A estrutura de propriedade faz parte de um processo de escolha estratégica de proprietários/investidores, a qual define a relação entre propriedade e controle, além dos direitos sobre voto e fluxo de caixa. Interessante notar que ambos os direitos se definem através da posse quantitativa e qualitativa de ações. Nesse processo, duas possíveis estruturas de participação acionária aparecem ao redor do mundo, a horizontal e a piramidal.

Aqui cabe pontuar o *imbróglio* que surge da possibilidade de existência de controladores com acesso a um fluxo de caixa menor que os não-controladores, o que poderia se transformar em incentivo para a ocorrência de problemas de agência (dado os desvios de interesses entre os sócios), tais como: o risco moral e a seleção adversa. Cabe destacar que os direitos sobre fluxo de caixa se determinam pela participação no capital total, já os direitos sobre voto pela participação no capital votante, essa é a razão, por exemplo, de os gerentes controladores admitirem a possibilidade da não maximização do valor da firma e da expropriação dos sócios minoritários. Tal como salientam Leal, Silva e Valadares (2007, p. 07), no Brasil, a existência das ações preferenciais, quebrando a regra convencional de “uma ação-um voto”, fazem com que os direitos de votos não correspondam aos direitos sobre os fluxos de caixa.

Pressupõe-se, assim, nesse contexto, a existência de inúmeros problemas de agência que afetariam o desempenho da empresa, tais como: a) gerentes que não tem interesse/incentivo na maximização do valor da firma ou b) acionistas majoritários controlando a companhia em seu favor e em detrimento dos minoritários (p.e. o *Tunneling*, Cf. JHONSON *et al.*, 2000). Para a solução do problema “a” existe a possibilidade de concentração de propriedade, fornecendo um maior monitoramento dos gerentes e aumentando o valor da firma. No entanto, essa solução poderia agravar o problema “b”, o que tenderia a reduzir o valor da firma.

No parágrafo acima está intrínseca a noção de que a mudança na estrutura de propriedade se faria com a expectativa de solucionar possíveis problemas de agência. Ou seja, determinadas configurações de participação acionária, ao reduzir conflitos de agência, tal como comportamento oportunista, seriam eficazes para melhorar o desempenho empresarial. Mas, porém, essa tentativa também poderia ocasionar uma redução no valor da firma. Assim, o empresariado e acionistas sempre deveriam avaliar as vantagens e desvantagens da estrutura de propriedade e o ambiente macroeconômico e jurídico que estão inseridos, a fim de obter a estrutura ótima de propriedade.

Tendo em vista essas colocações, e a existência de uma extensa gama de possibilidades investigativas, este trabalho tem como objetivo analisar a influência da presença de um acionista majoritário representado na composição acionária direta sobre o preço das ações. O controle direto concentrado ocorre quando um único acionista possui mais de 50% das ações ordinárias, mesmo que não possua percentual relevante das ações totais da empresa. Os questionamentos motivadores para a pesquisa foram: Existe alguma relação entre o tipo de controle das empresas e a formação do preço das ações? Como o mercado avalia a variável controle? Nesse encaixe, empreendemos um estudo a partir de simulações econométricas com regressão linear múltipla com dados empilhados, antes, porém, realizamos na seção 2 algumas incursões sobre a teoria que ajuda a descortinar as nuances do tema. A seção 3 é dedicada à apresentação da metodologia e descrição das variáveis. Na seção 4 apresentamos os achados mais relevantes dos testes estatísticos. Por fim, na seção 5, tecemos algumas considerações derradeiras a partir dos resultados alcançados.

## **2 Referencial Teórico**

### **2.1 Propriedade, Governança e Valor da Firma**

O valor da firma pode ser analisado desde um ponto de vista contábil, ou a partir do valor atribuído, expectacionalmente, pelo mercado, sobretudo por meio de regressões estatísticas construídas a partir da oscilação do preço das ações. De fato, não se pode pensar na existência de uma desconexão entre esses dois meios de valoração da firma, já que parece haver uma retroalimentação entre ambas. Por um lado, as informações contábeis (sobretudo o lucro contábil) são elementos reais e atuais que fornecem aos investidores sinais sobre a possibilidade de ganhos futuros com a aquisição de determinadas ações. De outro lado, o comportamento do mercado de ações pode influenciar, inclusive, o desempenho da firma na medida em que uma melhora na avaliação da empresa pode ser suficiente para fornecer elementos para seu crescimento (inclusive com a ampliação das vendas primárias de ações a fim de capitalizar a empresa).

Conforme tratou Scott (2011), o surgimento da sociedade por ações demandou também a construção de um instrumental mais adequado para lidar com um volume completamente diferente de informações. Além disso, nessa nova estrutura, onde proprietários e gerentes se tornam atores diferentes, ampliam-se os problemas de agência, em que pese de forma especial o risco moral. A essência do problema de agência está na separação da gestão e finanças ou propriedade e controle (JENSEN, 2005). Define-se o direito de propriedade, a partir da especificação dos direitos individuais que determina como os custos e as recompensas serão distribuídas entre os participantes em qualquer organização, sendo os direitos individuais a soma desses custos e recompensas, resultado de contratos entre administradores e proprietários.

Por muito tempo pouca atenção foi dada à variável informação, já que se trata de um bem intangível cujo valor é de difícil mensuração. Em mercados onde as ações são pulverizadas a governança corporativa tem papel importante na redução da assimetria da informação entre investidores e administradores por meio do modelo de mercado de capitais, uma vez que os acionistas minoritários não participam da administração da empresa, ficando à

margem das informações divulgadas. Já em mercados com concentração de ações, onde os acionistas tem acesso à informação, a governança corporativa atua como modelo de controle interno (KLAPPER; LOVE, 2004).

Cabe lembrar que muitas previsões sobre valor empresarial se fazem por meio de uma análise profunda dos números contábeis e do posicionamento das empresas frente ao mercado, para além da mera especulação. Sendo a informação contábil o maior *input* das análises realizadas, parece claro que a confiabilidade, a clareza e a honestidade das informações são quesitos fundamentais para a concepção de previsões com maior probabilidade de sucesso. Aqui surgem os problemas característicos do gerenciamento da informação: a) a possibilidade de existência de imperfeição informacional; e b) a possibilidade de predominância da assimetria informacional (SCOTT, 2011; JENSEN e MECKLING, 2008, JENSEN, 2005;). No primeiro problema têm-se dificuldade em relação aos três quesitos apresentados acima, já no segundo problema está se tratando do acesso diferenciado à informação (quem acessa que tipo de informação).

A fim de mitigar o primeiro problema, a Governança Corporativa aparece como um mecanismo adequado. Dalmácio *et al.* (2013) analisaram justamente o quanto as práticas diferenciadas de governança corporativa podem servir para que as previsões dos analistas se aproximem do resultado efetivo da empresa. A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa aparece como uma forma de reduzir as imperfeições informacionais, já que nesse caso a própria empresa busca sinalizar para o mercado um compromisso para com a qualidade, confiabilidade e abertura das informações disponibilizadas. Vale destacar que o mesmo raciocínio se aplica à assimetria informacional, já que existe um *gap* de informação entre o que os empresários sabem sobre suas contas e aquilo que o analista/investidor/banco/etc. sabe. Muitas vezes, não basta à empresa publicar a informação, é necessário que o mercado confie nela e, para isso, surge a governança corporativa.

Diante dos problemas e incertezas apresentados, aparecem as grandes agendas de pesquisa sobre os aspectos da governança corporativa, entre eles estão: os incentivos aos executivos; a influência dos acionistas controladores (GORGA, 2008; FAN e WONG, 2002), a configuração (composição e tamanho) dos Conselhos de Administração (HERMALIN e WEISBACH, 2003; VAFEAS, 2000) e os direitos dos acionistas. Nos estudos de governança corporativa parte-se do pressuposto de que todos esses aspectos ajudam a determinar o desempenho e o valor da firma.

No que tange ao desempenho da empresa, pode-se afirmar que esta variável é o sinal elementar para a dinâmica no mercado acionário. A questão a se tratar aqui é como medir tal desempenho. De fato, parece que não há meio de se negligenciar os lucros contábeis como uma das principais medidas de desempenho, já que os acionistas jamais deixam de perceber essa variável. Por outro lado, como confiar nas informações contábeis diante de tantas possibilidades e conflitos de interesses? Se não existem conclusões definitivas sobre a relação entre estrutura de propriedade e o desempenho da firma, parece ser correta a relação positiva entre governança corporativa e valor da firma. Nesse sentido, o problema da estrutura de propriedade surge como um único aspecto entre vários que irão determinar a qualidade da governança corporativa.

## **2.2 Estrutura de Propriedade, Controle e Ativismo**

Com o surgimento de sofisticadas relações empresariais surge a necessidade de se estabelecer contratos para nortear suas atividades econômicas, financeiras e gerenciais. Tais contratos aparecem com o objetivo de reduzir conflitos de agência, já que a firma não pode ser vista como um indivíduo, mas sim como uma ficção legal, um processo complexo de relações contratuais que se assemelha ao mercado (SCOTT, 2011). Os contratos também surgem para delimitar e definir a forma como os investimentos são feitos e como os lucros são

distribuídos. Seria primoroso se não existissem situações não contempladas nos contratos, tão fundamental também seria se os gerentes tivessem autonomia para resolver os conflitos, ou seja, direitos residuais de controle sem apresentar risco moral.

O problema de agência neste contexto refere-se às dificuldades que os investidores têm em garantir que seus investimentos não sejam expropriados ou desperdiçados em projetos aparentemente atraentes (JENSEN, 2005; JOHNSON *et al.*, 2000). Veja que estamos diante de um *trade-off* na relação entre os *stakeholders*, qual seja, falta de controle que permite a ação oportunista (que gera o custo) *versus* excesso de controle que inviabiliza novos projetos (o que também pode ser considerado um custo de agência). Se os custos de agência fornecem interferências determinantes para o futuro da empresa, surgem as reflexões acerca do papel das instituições regulatórias, entre elas o próprio aparato jurídico-legal, na mitigação e redução desses custos.

Se a proteção legal não dá direitos de controle suficiente para os pequenos investidores a fim de induzi-los a participar do empreendimento com o seu dinheiro, então talvez os investidores possam obter direitos de controle mais efetivos por serem grandes. Mas, por outro lado, ser grande implica na não diversificação dos investimentos o que eleva o risco e com isso o custo dos investimentos (o que justificaria a pulverização das ações). Uma característica que às vezes é atribuída aos grandes investidores é auto interesse, que não precisam coincidir com os interesses de outros investidores na empresa, ou com os interesses dos trabalhadores e gestores (SILVA e LEAL, 2007; DEMSETZ e VILLALONGA, 2001).

A proteção jurídica dos investidores é um elemento essencial de um bom sistema de governança corporativa, que pode ser definido como um sistema de controles internos que busca oferecer um maior e mais transparente número de informação, ou seja, a governança é responsável pela harmonização das relações entre os *Stakeholders* e de redução da assimetria e imperfeição de informação.

Gorga (2008) buscou interpretar uma possível mudança de paradigma na estrutura de propriedade de empresas no Brasil, de concentrada para dispersa. A análise de Gorga parte dos mecanismos de proteção acionária acessados pelas empresas brasileiras. É interessante saber se existe alguma regularidade que permita a categorização/explicação da prática de um ou outro tipo de estrutura de propriedade em diferentes tamanhos/setores de firmas/indústrias, em diferentes países, em diferentes sistemas institucionais-normativos. Fato é que em muitos países prevalece a estrutura de propriedade concentrada nas mãos de grupos familiares, tal como relatado por Masulis *et al.* (2011). Veja que o tipo de estrutura pode ter uma ligação direta com as proteções oferecidas pelas leis de um país. Quanto menor for o nível de proteção legal dos acionistas, mais concentrada tende a ser a estrutura de propriedade, como exemplo ter-se-ia o caso brasileiro.

Os investidores institucionais (fundos de pensão, bancos, fundos mútuos, entre vários outros grandes grupos de investidores) possuem a vantagem de exercerem um grande atrativo àqueles que lançam ações no mercado, e o fato de serem grandes lhes permite desempenhar o papel de controladores externos já que acabam tendo mais poder de monitoramento. Vale lembrar que os investidores pulverizados não têm incentivos, ou mesmo abertura, para um monitoramento eficaz devido a presença dos *free-riders* e os altos custos de monitoramento. Já os fundos de pensão, tendo em vista o volume de recursos empreendidos e a perspectiva de longo prazo do investimento além do elevado número de membros que representam, podem e devem buscar as boas práticas de governança corporativa sendo, portanto, grandes ativistas no mercado de capitais com possibilidade de maior monitoramento, avaliação e intervenção (GILLAN e STARKS, 2000; PUNSUVO, KAYO e BARROS, 2007). Tudo isso significa que a governança corporativa de muitas empresas pode ser fruto da presença dos investidores institucionais.

Nos últimos anos tem crescido bastante o volume de recursos aplicados no mercado de capitais, provenientes de Investidores Institucionais. Assim surge uma agenda de pesquisa que busca avaliar a influência desses investidores para a adoção de boas práticas de governança corporativa por empresas. No caso dos fundos de pensão existem dois vieses a serem considerados quando o tema é a prática de governança corporativa. Por um lado, deve-se pensar nas boas práticas de governança do fundo, privilegiando a transparência das aplicações, a proteção do patrimônio de seus contribuintes, a equidade na distribuição dos rendimentos e a adequada prestação de contas. Por outro lado, as aplicações do fundo podem privilegiar empresas com bons índices de governança, o que por si só pode contribuir para o aumento dos rendimentos e redução dos riscos. Vejamos que o poder de aquisição em grandes lotes é quem fornece aos fundos de pensão a possibilidade de influenciarem as práticas de governança (OLIVEIRA, LEAL e ALEMIDA, 2012; GILLAN e STARKS, 2000).

Punsvuo, Kayo e Barros (2007) analisaram a relação causal entre qualidade da governança corporativa de empresas brasileiras e a presença dos fundos de pensão. Os resultados sugerem que a alta concentração da estrutura de propriedade no Brasil favorece ao monitoramento por parte dos fundos de pensão, o que requereria menos investimentos em práticas formais de governança corporativa por parte das empresas, já que seriam substituídos pelo ativismo dos fundos. Oliveira, Leal e Almeida (2012) também não encontraram evidência de uma relação causal entre práticas de governança corporativa e a presença de investidores institucionais no caso brasileiro. Assim, os dois estudos permitem inferir que o bom andamento dos negócios das empresas foco dos investimentos torna-se o maior requisito para a presença dos fundos no Brasil.

Vale destacar que ao considerar o longo prazo, a presença dos fundos de pensão pode favorecer também aos demais investidores e ao bom desempenho dos gestores. O ativismo seria uma forma de intervenção na empresa, uma forma de solução dos problemas de agência (atuação pretenciosa de gestores, por exemplo), sem necessariamente ter que mudar o controle empresarial. Os fundos têm mais acesso às informações financeiras, a uma maior participação dos conselhos de administração, bem como desfrutam de um relacionamento mais próximo com os gestores, isso pode melhorar a *performance* empresarial (GILLAN e STARKS, 2000).

O que se depreende dos vários argumentos e possibilidades interpretativas apresentadas é que os problemas que envolvem a “Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa” talvez não tenham respostas unânimes para os diferentes países, devendo ser analisado caso a caso, e feitas as devidas comparações a fim de se entender as diversas motivações de investidores. Isso porque pensar a cultura organizacional em diferentes países como algo que possa ser facilmente categorizada, seria reduzir demais a complexidade do tema.

### **3. Metodologia**

#### **3.1 População e Seleção da Amostra**

A população é composta por todas as empresas ativas que negociaram ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa) no período compreendido entre os anos 2011 e 2013. As informações foram extraídas do banco de dados disponibilizados pelo Comdinheiro®. Para a seleção da amostra foram excluídas as empresas que não possuíam informação para alguma variável de interesse do estudo. Além disso, também foram excluídas as empresas que possuíam liquidez inferior a 0,1. Assim, a amostra foi composta por 197 empresas.

Tabela 1: Número de companhias com um acionista majoritário

Ano	2011	2012	2013
Nº de empresas	90	84	83
% da amostra	45,92%	42,86%	42,35%
50,1% - 60%	35	39	38
60,1% - 80%	35	27	27
>80%	20	18	18

Fonte: Elaboração própria.

Na tabela 1, apresentamos o número de empresas que possuíam um único acionista majoritário ao longo dos três anos de análise. Como se vê, em média mais de 40% das empresas possui um acionista majoritário com mais de 50% das ações ordinárias.

### 3.2 O Modelo Básico

O modelo básico de relevância da informação contábil utilizado na análise baseia-se naquele proposto pelo trabalho seminal de Ohlson (1995):

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{i,t} + \beta_2 PLA_{i,t} + \epsilon_i$$

Em que:

- $P_{i,t}$  é o preço da ação ajustado pelos dividendos e desdobramentos da firma  $i$  no período  $t$ ;
- $LPA_{i,t}$  é o lucro por ação da firma  $i$  no período  $t$ ;
- $PLA_{i,t}$  é o patrimônio líquido por ação  $i$  no período  $t$ .

A partir do modelo básico, interações com variáveis de controle foram realizadas a fim de incorporar testes de relevância.

### 3.3 Definição das Variáveis

A coleta de dados foi realizada por meio da base dados Comdinheiro®, para acesso as informações financeiras das empresas, preço da ação, lucro por ação, patrimônio líquido por ação, setor, participação do nível diferenciado de governança da BMF&Bovespa. Essas informações conformaram as variáveis da seguinte forma:

a) Variáveis independentes: utilizamos como variáveis independentes o Lucro por ação, o Patrimônio Líquido por Ação, e tal como fizeram Silveira *et al.* (2007), a diferença entre os direitos sobre o fluxo de caixa e os direitos de controle detidos pelo acionista controlador, calculando a diferença entre o percentual de participação do acionista controlador no total de ações ordinárias e no volume total de ações da empresa.

Tem-se, assim:  $DIF = \%AO - \%AT$

b) Variável dependente: a variável dependente é o preço das ações ajustada aos dividendos três meses após o início de cada ano de análise. Esse variável é utilizada como aproximação do valor implícito atribuído pelos investidores às informações contábeis disponibilizadas. Nesse sentido, seu valor reflete a confiança (ou não) nos números publicados e as expectativas que se formam a partir das divulgações das demonstrações financeiras.

c) Variáveis de controle: as variáveis *dummy* de controle utilizadas nos modelos foram: Governança Corporativa (*gov*), a Identidade do Acionista com maior número de Ações Ordinárias (*dy*) e a existência ou não de um acionista majoritário (*m\_ao*). Essas variáveis complementam o modelo básico, incorporando hipóteses e sugestões listadas na literatura acerca da influência das mesmas para a formação de expectativas do mercado e, conseqüentemente, do preço das ações.

A fim de evidenciar o bom balanceamento da amostra, na Tabela 2 apresentamos os setores e o número de empresas correspondentes. Para tanto, foi utilizada a classificação

**VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2015**  
**29 e 30 de outubro de 2015 - Rio de Janeiro, RJ**

setorial disponibilizada no banco de dados do Comdinheiro®, sendo a amostra final composta por empresas de 27 setores.

Tabela 2: Setores econômicos

	Setor econômico	Número de empresas por setor	(%)
1	Agronegócio	2	1%
2	Água e Saneamento	3	2%
3	Alimentos Processados	9	5%
4	Bancos e Serviços Financeiros	22	11%
5	Bens de Consumo e Varejo	9	5%
6	Biocombustíveis, Gás e Petróleo	8	4%
7	Celulose, Papel e Madeira	5	3%
8	Comércio	7	4%
9	Construção e Imóveis	26	13%
10	Energia e Serviços Básicos	15	8%
11	Holding	5	3%
12	Indústria	10	5%
13	Indústria - Máqs. e Equipos.	5	3%
14	Indústria - Materiais de Construção	4	2%
15	Indústria - Material Rodoviário	6	3%
16	Informática	5	3%
17	Metalurgia e Siderurgia	6	3%
18	Mineração	2	1%
19	Participações	1	1%
20	Petroquímico	4	2%
21	Saúde	10	5%
22	Serviços	5	3%
23	Serviços Educacionais	2	1%
24	Tecidos, Vestuário e Calçados	8	4%
25	Telefonia e Comunicações	6	3%
26	Transportes	9	5%
27	Utilidades Domésticas	2	1%
	<b>Total</b>	<b>196</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria.

No que tange à variação de controle “Governança Corporativa”, a teoria nos revela que empresas que adotam melhores mecanismos de governança apresentam relatórios de maior qualidade; em ambientes onde as ações são dispersas a governança corporativa é a principal ferramenta de combate ao problema de agência, o que justifica a utilização desta variável no modelo. Nos testes, atribuímos “0”, para empresas que não participam de nenhum nível de governança; e “1”, para empresas que participam algum nível de governança da BMF&Bovespa. Na tabela 4 descrevemos a quantidade e o percentual de empresas por níveis de governança corporativa.

**VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2015  
29 e 30 de outubro de 2015 - Rio de Janeiro, RJ**

Tabela 3: Empresas da amostra por níveis de Governança Corporativa

Nível de Governança	2011		2012		2013	
	Total	%	Total	%	Total	%
BOLSA	44	22%	44	22%	43	22%
NIVEL 1	31	16%	28	14%	27	14%
NIVEL 2	12	6%	13	7%	14	7%
NOVO MERCADO	109	56%	111	57%	112	57%
<b>Total</b>	<b>196</b>	<b>100%</b>	<b>196</b>	<b>100%</b>	<b>196</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaboração própria.

Em relação à Identidade do Acionista com maior número de Ações Ordinárias, apresentamos na tabela a seguir os resultados encontrados para a amostra.

Tabela 4: Empresas por Identidade do Maior Acionista

Identidade do Maior Acionista ON	2011	2012	2013
ESTATAL	16	18	18
ESTRANGEIRO	29	26	32
PESSOA FÍSICA	25	27	26
PRIVADO	126	125	120
<b>Total Geral</b>	<b>196</b>	<b>196</b>	<b>196</b>

Fonte: Elaboração própria.

A interação entre a identidade do acionista e os números contábeis permitirá perceber se há alguma diferença significativa na presença de acionistas majoritários de diferentes categorias de atores.

### 3.4 Hipóteses de Pesquisa

As hipóteses a seguir foram testadas a partir desta estatística, aplicada a todas as empresas da amostra, ressalta-se que para o processamento dos dados foi utilizado o Software Stata®.

- *Ha*: A presença de um acionista majoritário afeta negativamente a relevância da informação contábil;
- *Hb*: O desvio de direitos afeta de forma negativa os preços das ações.

## 4 Análise dos Resultados

Nesta seção são apresentados os resultados das simulações realizadas a partir de quatro modelos, todos derivados do modelo básico de Ohlson.

Tabela 5: Resultados das regressões lineares múltiplas

Variáveis Independentes	Variável dependente: Preço			
	Modelo 1 Coeficiente (P>t)	Modelo 2 Coeficiente (P>t)	Modelo 3 Coeficiente (P>t)	Modelo 4 Coeficiente (P>t)
lpa	2.876*** (7.528)	5.903*** (6.901)	5.975*** (6.992)	4.370** (1.965)
pla	0.293*** (6.134)	0.415*** (2.825)	0.394*** (2.690)	0.0343 (0.0750)
dy_ano2013	-1.448 (-0.588)	-2.041 (-0.854)	-2.025 (-0.842)	-2.499 (-1.099)
dy_ano2012	1.050	0.315	0.298	0.0390

**VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2015**  
**29 e 30 de outubro de 2015 - Rio de Janeiro, RJ**

<b>Variável dependente: Preço</b>				
	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>	<b>Modelo 4</b>
<b>Variáveis Independentes</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Coefficiente</b>
	<b>(P&gt;t)</b>	<b>(P&gt;t)</b>	<b>(P&gt;t)</b>	<b>(P&gt;t)</b>
	(0.428)	(0.132)	(0.124)	(0.0173)
lpam_ao		-4.281***	-	-1.363
		(-3.783)	-	(-1.147)
plam_ao		-0.232	-	0.0913
		(-1.288)	-	(0.494)
lpadif		-0.00170	-	0.00244
		(-0.0507)	-	(0.0722)
pladif		0.00423	-	0.00108
		(0.905)	-	(0.235)
lpady_estrm_ao			-4.554**	
			(-1.969)	
lpady_prim_ao			-4.281***	
			(-4.386)	
lpady_estam_ao			-4.618***	
			(-3.055)	
lpady_pfm_ao			-4.485	
			(-0.917)	
plady_estrm_ao			0.0607	
			(0.135)	
plady_prim_ao			-0.126	
			(-0.845)	
plady_estam_ao			-0.181	
			(-0.927)	
plady_pfm_ao			-0.261	
			(-0.332)	
o.lpady_estr				-
plady_estr				-0.114
				(-0.229)
lpady_pri				-1.719
				(-0.899)
plady_pri				0.0975
				(0.221)
lpady_esta				-2.024
				(-0.978)
plady_esta				0.0361
				(0.0798)
lpady_pf				9.246***
				(3.105)
o.plady_pf				-
lpagov				0.107
				(0.0778)
plagov				0.143
				(0.723)
Constant	11.34***	10.50***	10.42***	12.00***
	(6.072)	(5.697)	(5.569)	(6.537)

	Variável dependente: Preço			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
Variáveis Independentes	Coefficiente (P>t)	Coefficiente (P>t)	Coefficiente (P>t)	Coefficiente (P>t)
Observations	585	585	585	585
R-squared	0.163	0.221	0.220	0.309
r2_a	0.157	0.210	0.204	0.289
F	28.25	20.42	13.46	15.86

Fonte: Saídas do Stata. \*\*\* p<0.01, \*\* p<0.05, \* p<0.1

O modelo 1, trata-se do modelo básico tal como apresentado na seção 3.2. Os resultados vão ao encontro da teoria, mostrando a relevância das variáveis Lucro Por Ação e Patrimônio Líquido por Ação na formação dos preços das ações das empresas da amostra.

No modelo 2, foi adicionado como variável de controle a presença do acionista majoritário (*m\_ao*) e a variável DIF, ambas variáveis *dummy* que foram interagidas com as variáveis *LPA* e *PLA*. A variável DIF à despeito de se mostrar negativa em ambas as interações, não apresentou significância estatística. Já a interação da presença do acionista majoritário com o Lucro por Ação apresentou coeficiente negativo e significância estatística, o que mostra que a presença dos majoritários reduz a relevância dos lucros na explicação dos preços.

Já no modelo 3, procedemos a interação das variáveis *LPA* e *PLA* com a identidade dos acionistas e com a variável acionista majoritário (*m\_ao*). Todas as interações apresentaram coeficientes negativos, sendo significativa apenas a interação com a variável *LPA* quando interagidas com a identidade “Estrangeiro”, “Privado” e “Estatal”.

Por fim, no modelo 4 interagimos as variáveis DIF, Identidade dos Acionistas majoritários e Governança Corporativa. Os resultados revelaram impactos positivos no preço das ações a identidade do maior detentor de ONs “pessoa física”.

## 5 Considerações Finais

Esse trabalho objetivou analisar a influência da presença de um acionista majoritário, representado na composição acionária direta, sobre o preço das ações a partir do modelo tradicional de Ohlson, e com a incorporação de outras variáveis. Os resultados encontrados no modelo tradicional (modelo 1) confirmam a relevância do Lucro e do Patrimônio na formação do preço das ações.

No encaixe do objetivo, foi testado o segundo modelo, que incorporou a informação acerca da presença (ou não) do acionista majoritário e dos desvios de direitos. Os resultados obtidos permitem concluir que a existência de um acionista majoritário reduz a relevância dos lucros por ação na explicação do preço das ações o que confirma a hipótese *Ha*. Isso pode ter relação com o reconhecimento pelos participantes do mercado de possíveis conflitos de interesse entre acionistas minoritários e controladores. Quanto à hipótese *Hb*, os resultados não apresentam significância estatística, mostrando que para a amostra pesquisada não parece haver reconhecimento desses desvios. Todavia, cabem novas pesquisas qualitativas que ajudem a explicar esse achado.

A fim de buscar explicações auxiliares, interagimos a identidade do acionista detentor de maior volume de ações ordinárias e a presença (ou não) de um acionista majoritário (com posse de mais de 50% das ações ordinárias) com o Lucro por Ação e com Patrimônio Líquido por Ação. Os resultados mostram que a presença de um acionista majoritário estrangeiro, ou privado, ou estatal reduz a relevância do Lucro por Ação o que sugere um impacto negativo nos preços das ações. Isso chama a atenção para a necessidade de novos estudos que busquem entender mais detidamente essas relações.

Ao longo do trabalho, inúmeras observações nos permitiram avançar no reconhecimento de novos problemas de pesquisa. Por exemplo, verificamos que muitas

empresas da amostra apresentam mais de 50% de *free floating*, o que sugere uma aproximação do mercado brasileiro com o modelo de mercado acionário americano, o qual possui baixo grau de concentração de ações. Além disso, chamou-nos o aumento da participação de capital estrangeiro e estatal no ano de 2013. Vemos assim, que as agendas de pesquisa estão abertas, sobretudo pelo dinamismo do mercado acionário e pela relativa instabilidade da economia brasileira.

### Referências

DALMÁCIO, F. Z.; LOPES, A. B.; REZENDE, A. J.; SARLO NETO, A. Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, v. 14, n. 5, p. 104-139, 2013.

DEMSETZ, Harold, e VILLALONGA, Belen, 2001. Ownership structure and corporate performance, *Journal of Corporate Finance*.

FAN, J. P. H.; WONG, T. J. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics*, v. 33, n. 3, pp. 401-425, 2002.

GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: the role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, v. 57, n. 2, pp. 275-305, 2000.

GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? evidence from brazil and consequences for emerging countries. 2008.

3rd Annual Conference on Empirical Legal Studies Papers. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1121037> , Acesso em: 01 ago. 2014.

HERMALIN, Benjamin E. and WEISBACH, M. S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature,” *Economic Policy Review*, April 2003, 9 (1), 7–26.

JENSEN, M. Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, v. 34, n. 1, pp. 5-19, 2005.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of accounting and economics*. v.3, n.4, p. 305-360, Out./1976.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. *American Economic Review*, v. 90, n.2, pp. 22-27, 2000.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate Governance, investor protection and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, v. 10, n. 5, pp. 703-728, 2004.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalho da and VALADARES, Silvia Mourthé. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. *Rev. adm. contemp.* [online]. 2002, vol.6, n.1, pp. 7-18.

**VI Congresso Nacional de Administração e Contabilidade - AdCont 2015**  
**29 e 30 de outubro de 2015 - Rio de Janeiro, RJ**

MASULIS, R. W.; PHAM, P. K.; ZEIN, J. Family Business Groups around the World: Financing Advantages, Control Motivations, and Organizational Choices. *Review of Financial Studies*, v. 24, n. 11, p. 3556–3600, 27 jul. 2011.

OLIVEIRA, R. M.; LEAL, R. P. C.; ALMEIDA, V. S. Large Pension Funds and The Corporate Governance Practices of Brazilian Companies. *Corporate Ownership & Control*, v. 9, issue 2, winter 2012, p. 76-84, 2012.

OHLSON, J.A. Earnings Book Value and Dividends in Equity Valuation. **Contemporary Accounting Research**. v. 11, n.2, p. 661-687, 1995.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. B. C. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade e Finanças*, v. 18, n. 45, pp. 63-72, 2007.

SCOTT, W. R. *Financial accounting theory*. Toronto, Ont.: Pearson Canada, 2011.

SILVEIRA, A. M. da; LANZANA, A. P.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Efeito dos acionistas controladores no Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *In: SILVA, A. C.; LEAL, R. P. C. (Orgs). Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

VAFEAS, N. Board Structure and the Informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 19, n. 2, pp. 139-160, 2000.