



Eduardo Bogea Flach

**Analisando a Relação entre a Origem do Acionista
Controlador, Governança, Valor, Rentabilidade e Dividend
Yield de Empresas Listadas**

Dissertação de Mestrado Acadêmico

Dissertação apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Mestre pelo Programa de Pós-
Graduação em Administração de Empresas da PUC-
Rio.

Orientador: Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

Rio de Janeiro
Dezembro de 2015



Eduardo Bogea Flach

**Analisando a Relação entre a Origem do Acionista
Controlador, Governança, Valor, Rentabilidade e
Dividend Yield de Empresas Listadas**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas do Departamento de Administração da PUC-Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo assinada.

Prof. Andre Luiz Carvalho da Silva

Orientador
Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Luiz Eduardo Teixeira Brandão

Departamento de Administração – PUC-Rio

Prof. Gustavo Silva Araújo

Banco Central

Prof^a. Mônica Herz

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS – PUC-Rio

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2015

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, do autor e do orientador.

Eduardo Bogea Flach

Graduado em Engenharia de Produção pela Universidade Federal Fluminense em 1999. Foi Trainee do HSBC Bank Brasil em 2000 e Trainee Executivo do Grupo HSBC (HSBC, plc) em 2004, empreendedor entre 2008 e 2013. Atualmente atua como Engenheiro na área de Exploração e Produção da Petrobras, onde já exerceu a função de coordenador de processos na área de Finanças.

Ficha Catalográfica

Flach, Eduardo Bogea

Analisando a relação entre a origem do acionista controlador, governança, valor, rentabilidade e dividend yield de empresas listadas / Eduardo Bogea Flach ; orientador: Andre Luiz Carvalho da Silva. – 2015.

39 f. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2015.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Acionista controlador. 4. Valor. 5. Rentabilidade. 6. Mercados Emergentes. I. Silva, Andre Luiz Carvalho da. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

À minha família, pelo amor e incentivo constantes e pela compreensão nas longas horas de estudo que me privaram de sua companhia. Lisa, Manu, Lica e
Lelê, vocês são o que há de mais importante na minha vida.

Agradecimentos

Ao meu orientador, pelo apoio fundamental para a realização deste trabalho.

À PUC-Rio e à CAPES, pelas bolsas de estudo.

Aos professores e funcionários do IAG, pelos ensinamentos e ajuda.

Aos colegas de mestrado, pelas contribuições e por tornarem esses dois anos ainda mais agradáveis.

Aos meus colegas de trabalho, pelo incentivo, troca de ideias e apoio nas mais diversas formas, ao longo desse período.

Aos meus amigos, por entenderem as frequentes ausências.

Aos meus pais, Guilherme e Clara, meu tio Guta e meu primo Bruno, sempre grandes incentivadores desse projeto pessoal.

A Deus, por tudo.

Resumo

Flach, Eduardo Boguea; Da Silva, Andre Luiz Carvalhal. **Analisando a Relação entre a Origem do Acionista Controlador, Governança, Valor, Rentabilidade e *Dividend Yield* de Empresas Listadas.** Rio de Janeiro, 2015. 39p. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Essa dissertação analisa o valor, rentabilidade e *dividend yield* das empresas listadas no Brasil e sua relação com a origem do acionista controlador e com a qualidade das práticas de governança. Analisamos 727 empresas de 1995 a 2013 através de testes estatísticos, modelos probit e regressões em painel. Os resultados indicam que empresas de controle institucional e compartilhado possuem maior valor de mercado. Além disso, empresas de controle institucional e estrangeiro possuem maior rentabilidade, enquanto empresas estatais possuem menor rentabilidade. Por sua vez, empresas de controle estrangeiro e estatais pagam mais dividendos. Finalmente, empresas com melhores práticas de governança possuem maior valor e pagam mais dividendos.

Palavras-chave

Governança Corporativa; Acionista Controlador; Valor; Rentabilidade; Dividendos; Empresas Listadas; Mercados Emergentes

Abstract

Flach, Eduardo Boguea; Da Silva, Andre Luiz Carvalho (Advisor).
Analyzing the Relation between Controlling Shareholder's Origin, Governance, Value, Profitability and Dividend Yield of Listed Firms.
Rio de Janeiro, 2015. 39p. MSc. Dissertation - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This dissertation analyzes the value, profitability and dividend yield of Brazilian listed companies and their relation to the origin of controlling shareholder and the quality of governance practices. The sample contains 727 firms from 1995 to 2013 using statistical tests, probit models and panel regressions. The results indicate that firms that have institutional and joint control have higher value. Further, firms that have institutional and foreign control have higher profitability, whereas State-owned firms have lower profitability. Finally, firms with foreign control and State-owned pay more dividends. Firms with better governance have improved value and pay more dividends.

Keywords

Corporate Governance; Controlling Shareholder; Value; Profitability; Dividend Yield; Listed Firms; Emerging Markets

Sumário

1	Introdução	10
2	Revisão Bibliográfica	12
2.1.	Breve Introdução sobre Governança Corporativa	12
2.2.	Separação de Controle e Propriedade	13
2.3.	A Importância da Identidade do Controlador	16
3	Dados e Metodologia	23
3.1.	Amostra	23
3.2.	Metodologia	23
4	Resultados	26
4.1.	Estatísticas Básicas	26
4.2.	Correlação entre as Variáveis do Estudo	27
4.3.	Análise da Diferença entre as Médias e Medianas	28
4.4.	Modelos Probit para Listagem no Novo Mercado	29
4.5.	Regressões em Painel	31
5	Conclusões	34
6	Referências Bibliográficas	36

Lista de tabelas

Tabela 1 – Estatística Descritiva	26
Tabela 2 – Matriz de Correlação	27
Tabela 3 – Características das Empresas Classificadas pela Origem do Controlador	29
Tabela 4 – Modelo Probit para Listagem no Novo Mercado	30
Tabela 5 – Relação entre <i>Price-to-Book</i> e Características das Firms	31
Tabela 6 – Relação entre <i>Return on Asset</i> e Características das Firms	32
Tabela 7 – Relação entre <i>Dividend Yield</i> e Características das Firms	33

1 Introdução

Governança corporativa é um assunto bastante atual, que vem ocupando o noticiário brasileiro nos últimos meses, infelizmente em decorrência de eventos negativos, que, em grande parte, podem ser decorrência da falta de um modelo apropriado de governança nas grandes empresas que aqui atuam.

O conceito de governança corporativa pode ser dividido em duas vertentes: (i) uma mais ampla, cujo enfoque principal é a responsabilidade social da empresa; e (ii) uma mais restrita, voltada principalmente à garantia do retorno do investimento aos financiadores da empresa.

Nesse último caso, a principal preocupação é com o poder discricionário que resta nas mãos dos gerentes, uma vez que não se consegue redigir um contrato completo, entre investidores e gerentes, que instrua o que fazer com os recursos da empresa em todos os possíveis cenários futuros.

Parece ser consenso na literatura que esse problema de agência resta reduzido quando há concentração de controle, de forma que o custo para o acionista do monitoramento dos agentes seja menor do que seus benefícios.

O que não parece estar totalmente elucidado é o impacto que cada perfil de acionista controlador tem sobre a governança e o resultado das empresas, uma vez que os estudos analisados não apresentam resultados unânimes, mas sim controversos sobre esses efeitos.

Apesar da relevância do assunto, poucas são as pesquisas sobre esse tema em relação às empresas brasileiras. Assim, o objetivo desse estudo é analisar o valor, rentabilidade e dividend yield das empresas listadas no Brasil e sua relação com a origem do acionista controlador e com a qualidade das práticas de governança. Para isso, analisamos 727 empresas de 1995 a 2013 através de testes estatísticos, modelos probit e regressões em painel.

Os resultados indicam que empresas de controle institucional e compartilhado possuem maior valor de mercado. Além disso, empresas de controle institucional e estrangeiro possuem maior rentabilidade, enquanto empresas estatais possuem menor rentabilidade. Por sua vez, empresas de controle estrangeiro e estatais pagam mais dividendos. Finalmente, empresas com melhores práticas de governança possuem maior valor e pagam mais dividendos.

A presente dissertação está organizada da seguinte forma. O próximo capítulo apresenta a revisão de literatura, e o Capítulo 3 explica os dados e

metodologia usados no trabalho. O Capítulo 4 mostra os resultados, enquanto o último capítulo apresenta as conclusões.

2 Revisão Bibliográfica

2.1. Breve Introdução sobre Governança Corporativa

Governança corporativa é um conceito bastante abrangente, que pode ser estudado sob um enfoque mais amplo (Modelo do *Stakeholder*) ou mais estreito (Modelo do *Shareholder*). No primeiro caso, a firma é vista como uma instituição que tem responsabilidades com a sociedade na qual está inserida, incluindo possivelmente membros da comunidade, fornecedores, clientes, interesses ambientais, governamentais, dentre outros. Dessa forma, a empresa não limita sua responsabilidade apenas aos acionistas. É nesse contexto que está inserida a noção de “responsabilidade social” (MAHER e ANDERSSON, 2000).

Governança corporativa, em seu aspecto micro, considera a empresa como um *locum* de contratos cujo objetivo, em última instância, é garantir aos financiadores de uma empresa o retorno do seu investimento (FAMA e JENSEN, 1983). De forma simplificada, os financiadores (acionistas ou “principal”) e o gerente (agente) de uma empresa assinam um contrato especificando o que o gerente deve fazer com os recursos da empresa e como distribuir os retornos (bônus do gerente, dividendos aos acionistas, reinvestimento na empresa). Como é impraticável redigir um contrato completo, que considere todas as possíveis situações futuras, existem lacunas e situações em que a decisão do que fazer com os recursos fica a cargo do gerente (SHLEIFER e VISHNY, 1997; MAHER e ANDERSSON, 2000).

Um argumento sobre a utilidade das práticas de governança corporativa diz respeito à eficiência do mercado como agente regulador, que forçaria as empresas a buscar maior eficiência sob a ameaça de serem substituídas por outras que o façam. A concorrência de mercado, apesar de aparentemente favorecer a implementação de melhores práticas de gestão, não parece capaz de evitar, de forma isolada, a assimetria de informações, os conflitos de agência e possíveis as expropriações gerenciais dos recursos dos acionistas (SHLEIFER e VISHNY, 1997; MAHER e ANDERSSON, 2000)

Por outro lado, conforme relatado por Demski (2003), a maior complexidade de estruturas empresariais modernas e a maior ênfase dada atualmente aos preços das ações, podendo levar ao “embelezamento do balanço”, são fatores importantes que realçam a importância das práticas de governança corporativa para maior proteção dos investidores.

MAHER e ANDERSSON (2000) ressaltam ainda que a governança corporativa afeta o desenvolvimento e funcionamento do mercado de capitais, exercendo forte influência na alocação de recursos.

Mesmo assumindo-se que, em princípio, os gerentes teriam incentivos para repagar os investidores de forma a garantir sua reputação de bom pagador e atrair novos investidores no futuro, essa premissa é comprometida *vis-à-vis* o princípio da indução reversa (*backward induction*). Conforme o exemplo de SHLEIFER e VISHNY (1997), vamos supor que, em determinado momento, o benefício para o gerente de uma captação de recursos seja menor do que os custos de repagamento prometido aos investidores. Nesse caso, a decisão racional seria não fazer os pagamentos.

Essa preocupação com a possibilidade de default decorre principalmente da segregação entre controle e propriedade e das diferenças de objetivos e interesses entre principal e agente: uma vez que o “principal”, de maneira geral, não ocupa cargos executivos e, conseqüentemente, fica alijado do processo decisório, o poder discricionário sobre o que fazer com o dinheiro da empresa (reinvestir, repagar financiadores, redirecionar para interesses próprios) fica na mão dos agentes.

Esse é o cerne do problema de agência, um dos mais importantes temas da governança corporativa e principal elemento da visão contratual da firma, segundo FAMA e JENSEN (1983) e SHLEIFER e VISHNY (1997), dentre outros.

2.2. Separação de Controle e Propriedade

Na situação em que o gerente não é o (único) dono da empresa, ele não suporta todo o custo e nem se apropria de todo o lucro decorrente de suas ações. Portanto, se não houver alguma forma de alinhamento de interesses ou “ajuste de contas”, o gerente tem incentivos (sob a ótica econômica) para consumir mais em sua função do que contratualmente acordado (jatos executivos, escritórios luxuosos, projetos pessoais) (Fama, 1980; FAMA e JENSEN, 1983; MAHER e ANDERSSON, 2000). Situações em que o gerente é o controlador podem levar ao entrincheiramento, reduzindo o valor da empresa. Isso ocorreria quando o percentual de controle (sendo o controlador gerente ou não) excede seu fluxo de caixa, como relatam CHO (1979), CLAESSENS et al (2002), BOUBAKER (2005) e outros.

Nesse sentido, a literatura sobre governança corporativa trata de diversas formas encontradas para se tentar evitar ou diminuir a expropriação gerencial, seja entre gerentes e acionistas ou entre os acionistas controladores e minoritários (DA SILVA e LEAL, 2005).

Uma prática que visa alinhar interesses (ex-ante) e atenuar o problema de agência é a remuneração baseada em resultados (EISENHARDT, 1989). A dificuldade com essa prática é que, por definição, o agente seria mais avesso ao risco por não conseguir diversificar seu empregador (o gerente tem um empregador por vez) ao passo que o principal seria neutro ao risco, uma vez que seus investimentos são diversificados.

Um agravante ao aspecto do risco é que existem fatores exógenos como políticas públicas, fatores econômicos, competição de mercado, mudanças tecnológicas, dentre outros que podem impactar de forma imprevisível os resultados da empresa e, conseqüentemente, a remuneração do agente avesso ao risco (EISENHARDT, 1989; DEMSKI, 2003).

Outra forma de tentar proteger os interesses dos investidores é através do monitoramento direto dos agentes pelos acionistas controladores (HARRIS e RAVIV, 1979). Neste caso, precisamos considerar que existem sistemas de governança corporativa nos quais o controle das empresas é disperso (*Outsider*) e os sistemas nos quais há concentração de controle (*Insider*). Segundo MAHER e ANDERSSON (2000) o grande diferencial entre os sistemas de governança corporativa ao redor do mundo está no grau de concentração de controle e na identidade dos acionistas.

Os sistemas de controle difuso são mais benéficos do ponto de vista de alocação do risco, uma vez que nenhum acionista detém individualmente grande parcela da companhia e o risco é diluído. Porém essa mesma diluição faz com que os acionistas (cujo capital estaria distribuído entre diversas empresas) tenham pouco interesse em monitorar uma firma específica. Isso porque os benefícios do monitoramento são compartilhados com todos os acionistas, ao passo que os custos são totalmente incorridos por aqueles que decidam monitorar (*“free-ride”*) (Fama, 1980; MAHER e ANDERSSON, 2000).

Demski (2003) reforça a questão do *“free-ride”* e destaca o “efeito manada”, onde os investidores, na esperança de que os demais tenham feito o dever de casa, passam a copiar o comportamento alheio, que substitui a aquisição e análise própria das informações como fonte de conhecimento.

Por outro lado, quando o controle está concentrado em poucos (grandes) acionistas, existem incentivos para o monitoramento mais efetivo dos agentes,

consequentemente reduzindo o impacto dos problemas de agência e possivelmente resultando em benefícios para a organização (SHLEIFER e VISHNY, 1997; CAIXE e KRAUTER, 2013; MAHER e ANDERSSON, 2000). Os autores alertam para a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários, uma vez que os interesses de cada parte podem ser conflitantes.

Estudos¹ realizados por CLAESSENS et al. (2002), LINS (2003) e outros, apresentam evidências de que o valor da empresa aumenta com a concentração de propriedade (fluxo de caixa) do maior acionista. Os estudos mostram ainda que, de forma inversa, quando o controle do maior acionista excede seu fluxo de caixa, o valor da empresa diminui.

Portanto, na visão de SHLEIFER e VISHNY (1997), apenas a concentração de controle não é suficiente para garantir a proteção dos investidores. A melhor forma de atingir esse objetivo seria através da associação de regulamentação (proibições legais) e concentração de controle por parte de grandes investidores (alinhando controle e propriedade).

No passado acreditava-se que as empresas de controle pulverizado eram a regra. Talvez porque a maior parte dos estudos em governança corporativa até então tenha se dado nos países de origem anglo-saxã, com boa estrutura de proteção ao investidor. No entanto, pesquisas recentes têm demonstrado que as empresas caracterizadas por concentração de controle são a forma dominante mundialmente, enquanto as empresas de controle pulverizado são exceções. Cabe notar que, naqueles países com regulamentações que apresentam maior proteção ao investidor (Sistema *Outsider*, representado principalmente por Estados Unidos e Inglaterra), essa regra se inverte (MAHER e ANDERSSON, 2000; SHLEIFER e VISHNY, 1997).

PORTA, LOPEZ DE SILANES e SHLEIFER (1999), após analisar dados de empresas em 27 países, chegaram à conclusão que poucas dessas empresas tinham controle pulverizado, exceto em países com alta proteção ao acionista.

¹ CLAESSENS et. Al. (2002) utilizam dados de 1.300 empresas de capital aberto de oito países do Leste Asiático, enquanto LINS (2003) estuda 1.433 empresas em 18 mercados emergentes. GOMPERS, ISHII e METRICK (2010), chegam às mesmas conclusões, estudando empresas americanas.

2.3. A Importância da Identidade do Controlador

Estabelecida a importância do papel do grande acionista controlador na governança corporativa, seria natural que a pergunta seguinte fosse quem é esse *player* e, principalmente, qual o impacto que cada perfil de acionista controlador tem sobre a governança e o resultado da empresa. Para THOMSEN e PEDERSEN (2000), essa é uma questão negligenciada, apesar de sua importância na estrutura de controle das empresas, uma vez que tem impactos na performance da companhia.

No estudo de PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER (1999), as empresas eram tipicamente controladas por famílias ou pelo Estado, sendo o controle por instituições financeiras menos comum. A presença intensa do controle pelo Estado se justifica pela época do estudo, quando as privatizações, ocorridas principalmente ao longo da década de 90, ainda não haviam terminado em muitos países).

THOMSEN e PEDERSEN (2000) analisaram a estrutura de controle das 100 maiores empresas não financeiras de doze países europeus (435 maiores empresas) e chegaram à conclusão que, não só a concentração de controle afeta positivamente o valor da empresa (até um ponto ótimo de concentração, a partir do qual esse efeito não se verifica), como a identidade do controlador tem implicações importantes na performance empresarial. Medido pelo *market-to-book value* dos ativos (MBV), os autores encontraram que as companhias tendem a ter maior resultado quando o controlador é um banco. Controladores familiares ou estatais tem efeito negativo no valor das empresas.

BOUBAKER (2005) utilizou dados do ano de 2000 para 510 empresas francesas listadas e concluiu que, apesar do efeito negativo da concentração de controle ser maior quando o controlador é o Estado ou um grupo familiar, a identidade do controlador não é estatisticamente significativa. Dessa forma, o autor conclui que a concentração de controle, por si só, é a variável mais importante.

Controladores diferentes têm objetivos diferentes, sendo bastante aceitável supor que a identidade do controlador tenha algum impacto na performance da companhia (MAHER e ANDERSSON, 2000; THOMSEN e PEDERSEN, 2000; BOUBAKER, 2005). De maneira geral, as empresas podem ser classificadas em uma das quatro categorias, segundo o perfil do (principal) acionista controlador: (1) Empresa Familiar (FAM); (2) Empresa Estatal (GOV); (3) Empresa de

Controle Privado Estrangeiro (EST); e (4) Empresa Controlada por Investidores Institucionais (INST). Há também situações em que o capital da empresa está pulverizado e situações em que a empresa tem controle compartilhado.

2.3.1. Empresas de Controle Familiar

O grupo de empresas familiares apresenta peculiaridades positivas e negativas. Por um lado, as empresas familiares teriam menor custo de agência (uma vez que o agente estaria alinhado com o principal), se beneficiariam de uma visão de longo prazo (já que, de maneira geral, a riqueza da família está intimamente ligada à sobrevivência da empresa), e se preocupariam com sua reputação (na expectativa de manter a financiabilidade futura da empresa), para citar alguns aspectos positivos.

Por outro lado, empresas com essa forma de controle apresentariam certa tendência ao entrincheiramento e, em última instância, à expropriação dos acionistas minoritários. A questão da sucessão também pode causar problemas, uma vez que a escolha no executivo é feita a partir de uma base restrita de candidatos (enquanto uma empresa privada teria uma base mais ampla de escolha). O aspecto da sucessão também poderia desmotivar a gerência média, ciente de sua pequena chance de alcançar o topo em empresas familiares. Todos esses fatores contribuiriam para um menor valor da empresa familiar.

Além dessas particularidades, é preciso ter em mente que nem todas as empresas familiares são iguais. Alguns autores distinguem as empresas familiares caracterizadas pela presença do fundador das empresas familiares de forma geral. Isso porque pesquisas recentes indicam a existência de um “efeito fundador”, i.e, os fundadores parecem ter uma influência especial e conseguem agregar valor, fazendo com que a empresa tenha melhor desempenho. Assim, quando o fundador é o *CEO* ou, no caso de profissionalização da gestão, quando o fundador é *Chairman* do *Board*, a empresa tende a manter um desempenho superior. Porém, quando a segunda geração está no comando, a destruição de valor aparece de forma recorrente nos resultados das pesquisas (VILLALONGA e AMIT, 2006; MILLER et al., 2007 e ANDRES, 2008)².

3 Analisando 896 empresas familiares dos Estados Unidos, entre 1996 e 2000, MILLER et al. (2007) concluem que as empresas controladas apenas pelo fundador tem melhor performance do que as empresas que tem outros parentes como controladores ou gerentes. Esses resultados confirmam as conclusões de VILLALONGA e AMIT (2006). A pesquisa foi feita entre 1994 e 2000, com empresas do índice Fortune 500, permitindo inferir que o controle familiar gera valor quando o fundador atua como *CEO* ou *Chairman* (caso haja um *CEO* externo) da empresa. Quando os descendentes atuam

Alguns autores chamam atenção para o fato de que pesquisas eventualmente chegam a resultados diferentes basicamente devido à fonte de dados, metodologia utilizada e definição de empresa (familiar).

De fato, BARTH, GULBRANDSEN e SCHØNEA (2005) analisaram 438 firmas norueguesas para concluir que empresas familiares com gestão profissional são tão produtivas quanto empresas não familiares, enquanto empresas familiares cuja gestão está nas mãos da família são significativamente menos produtivas. Esses resultados estão alinhados com os de BRENES, MADRIGAL e REQUENA (2011) que pesquisaram 22 empresas familiares latino-americanas e chegaram à conclusão que as empresas com *boards* profissionais (não membros da família) têm melhor performance. Talvez esses estudos tenham encontrado empresas familiares já controladas por sua linha de sucessão.

Por outro lado, MAURY (2006), ao pesquisar 1672 empresas não-financeiras de países europeus, verificou que o controle familiar está associado a um valor de empresa 7% maior (Q de Tobin) e a uma rentabilidade 16% maior (ROA), quando comparado a empresas com controle não-familiar.

2.3.2. Empresas de Controle Estatal

A categoria das empresas estatais, por exemplo, se justificaria através do maior foco no bem estar social e objetivos políticos (em detrimento da maximização do lucro), atuando em determinados setores da economia como saúde, transportes, saneamento básico, escolas, dentre outros, onde o monopólio, externalidades, dificuldade de acesso ou canal de distribuição inexistente limitariam o interesse de empresas privadas (mais voltadas para o lucro). Além disso, há situações em que a pressão exercida pelos acionistas em busca de resultados financeiros afetaria a qualidade de produtos ofertados pelas empresas privadas, ou limitaria o acesso da sociedade a determinados serviços (SHLEIFER e VISHNY, 1997). Sob esse prisma, as empresas estatais seguiriam um modelo de governança voltado para o *stakeholder* e seria natural esperar baixa performance segundo os índices tradicionais de mensuração de resultado.

como *CEO*, há destruição de valor. Andres (2008) estuda 275 empresas listadas na Alemanha entre 1998 e 2004, concluindo que empresas familiares são mais rentáveis que empresas com outros tipos de controladores. No entanto, esse desempenho superior só se mantém quando a família fundadora ainda está ativa (como *CEO* ou no *Board*).

O controle estatal pode ser visto também como substituto institucional ao arcabouço regulatório (THOMSEN e PEDERSEN, 2000).

Além disso, na visão de Dewenter e Malatesta (2001), o fluxo de caixa residual de uma empresa estatal não é fácil ou diretamente retornado ao seu requerente, prejudicando assim o incentivo do requerente em monitorar os agentes. Dessa forma, segundo os autores, é de se esperar que empresas estatais sejam menos eficientes e, portanto, menos lucrativas do que empresas privadas. Os autores confirmam essa percepção através de um estudo em painel com empresas do índice *Fortune* 500, ao longo de 20 anos, cujos resultados suportam fortemente a proposição de que empresas estatais apresentam menor lucratividade.

Fan, Wong e Zhang (2007) apresentam evidências de que empresas chinesas cujos CEOs têm conexões políticas (ou seja, representam algum partido ou são executivos do poder público, o que seria visto como *proxy* da influência ou controle do Estado na empresa) têm desempenho³ 18% inferior àquele de empresas cujos CEOs não têm conexões políticas.

2.3.3. Empresas de Controle Estrangeiro

Empresas pertencentes ao grupo de controle estrangeiro também podem ter diferentes objetivos. Quanto o investimento é puramente financeiro, tende a ser de curto prazo, com a saída do investidor em caso de má performance. Por outro lado, para investimentos oriundos de um posicionamento estratégico das empresas multinacionais, o horizonte tende a ser de longo prazo. Principalmente neste caso, o controle estrangeiro poderia proporcionar às empresas (notadamente àquelas de economias emergentes) acesso a melhores (ou mais baratos) recursos técnicos, gerenciais e financeiros.

Apesar da correlação entre valor da empresa e controle estrangeiro aparecer com frequência nas pesquisas, há fortes evidências de uma inversão de causalidade. Desta forma, haveria um viés de seleção dos investidores estrangeiros, que escolheriam as empresas maiores e com maior fluxo de caixa para o seu portfólio (ao invés de serem responsáveis por seu melhor desempenho).

MISHRA (2014) encontra evidências de que o valor da empresa tende a crescer com o controle estrangeiro. Diferentemente de outras pesquisas, o fluxo

4 Baseado em retorno das ações nos três anos subsequentes ao IPO.

de caixa aparece como insignificante e o Q de Tobin não é um determinante do controle estrangeiro (não há causalidade reversa).

EUN e JANAKIRAMANAN (1999) tratam a valorização de empresas com acionistas estrangeiros como uma simples consequência de oferta e demanda de ações. Considerando que os estrangeiros tenham limitação do percentual de uma empresa que podem adquirir e que o número de ações dessa empresa no mercado é finito, a simples lei de oferta e demanda valorizaria a empresa sem que sua produção de riqueza aumentasse de fato. Uma possível explicação para que o investidor estrangeiro aceite pagar um prêmio pela ação é que, estando fora do risco país de origem do investidor, ela funcionaria como *hedge*.

DAHLQUIST e ROBERTSSON (2001) estudaram empresas suecas e perceberam que a maioria dos investidores estrangeiros era composta por investidores institucionais, de modo que o viés encontrado estava mais ligado a este tipo de investidor do que ao fato de ser ou não estrangeiro.

FERREIRA e MATOS (2008) estudaram especificamente investidores institucionais e seus investimentos em 27 países. De forma geral, os autores encontram evidências de que a presença de instituições financeiras como acionistas impacta positivamente o valor da firma, provavelmente devido a seus esforços de monitoramento do corpo gerencial.

WILLMORE (1986) analisou 282 pares de empresas privadas nacionais e de controle estrangeiro, no Brasil. As diferenças encontradas são grandes e significativas, segundo o autor, com as empresas de controle estrangeiro se mostrando mais eficientes.

2.3.4. Empresas de Controle Institucional

Finalmente, o grupo de investidores institucionais traria vantagens para as empresas devido ao seu *expertise* como controladores, visão de longo prazo, foco na performance financeira e na criação de valor para o acionista.

De acordo com Gillan e Starks (2000), a atuação de investidores institucionais cresceu dramaticamente nos anos 80 e 90. No entanto, é importante destacar que há diferenças fundamentais entre os diferentes tipos de investidores institucionais. Os bancos⁴, por exemplo, seriam menos atuantes e

⁴ Nos Estados Unidos, bancos não podem exercer o controle de empresas listadas.

sofreriam o dilema entre maximizar o valor da firma ou os *fees* cobrados em transações. Já os tradicionais fundos de pensão teriam uma tendência a acomodar situações, evitando confrontos diretos.

Sob essa ótica, os *hedge funds* seriam os mais atuantes (principalmente devido à sua estrutura de incentivos e ao fato de estarem sujeitos a menos barreiras regulatórias), e teriam menos conflitos de interesses (KAHAN e ROCK (2007), BRAV *et al.* (2008), BOYSON e MOORADIAN (2011)). A crítica recorrente aos *hedge funds* está ligada à sua possível visão de curto prazo, mas aparentemente, não há evidências desse imediatismo na literatura (KAHAN e ROCK (2007) e CLIFFORD (2008)).

Smith (1996) e Maher e Andersson (2000) ressaltam a importância da atuação dos investidores institucionais como monitores dos agentes e destacam a atuação do fundo de aposentadoria dos funcionários públicos da Califórnia (CALPERS) na defesa dos interesses de seus participantes.

Del Guercio e Hawkins (1999), no entanto, não encontram evidências de impactos significativos da atuação de investidores institucionais nos resultados das empresas-alvo. Por outro lado, Clifford (2008) e Boyson e Mooradian (2011) estudaram o ativismo dos fundos de investimento e concluíram que esse ativismo melhora o desempenho das empresas alvo.

BHATTACHARYA e GRAHAM (2009) encontram evidências de problemas de endogeneidade entre performance da empresa e controle institucional, podendo haver causalidade reversa.

2.3.5.

Alguns Estudos sobre a Identidade do Controlador no Brasil

Conforme esperado, o modelo brasileiro de governança corporativa, analisado por LEAL, DA SILVA e VALADARES (2002), DA SILVA e LEAL (2005), e CAIXE e KRAUTER (2013), é caracterizado pela elevada concentração na estrutura societária. Daí decorre o principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras (entre acionistas controladores e minoritários), segundo DA SILVEIRA ET. AL. (2004).

Em seu trabalho, DA SILVA e LEAL (2005) fazem um breve relato sobre a situação da governança corporativa no Brasil destacando alguns pontos⁵ como a

5 Os autores também citam, dentre outros marcos, a criação do Novo Mercado, como forma de incentivar boas práticas de governança. Em sua pesquisa, DA SILVA e LEAL (2005) desenvolveram o Índice de Governança Corporativa

prática de emissão de ações sem direito a voto, utilizada para separar controle e propriedade.

Em estudos referentes ao mercado brasileiro, OKIMURA, DA SILVEIRA e ROCHA (2007) concluem que, para as companhias abertas, privadas, não-financeiras negociadas na Bovespa que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998 a 2002, o tipo de acionista controlador influencia positivamente no caso de controle privado, enquanto o controle familiar não apresenta influência estatisticamente significativa. Os autores ressaltam, no entanto, que alguns estudos chegam a conclusões diferentes.

De fato, utilizando dados de companhias abertas não-financeiras listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) nos anos de 1999 a 2002, Da Silveira et. Al. (2004) chegaram a um modelo de regressão cujo coeficiente para a variável Controle Estatal é negativo e significativo a 1%. A variável para Controle Privado Nacional apresenta coeficiente negativo de menor intensidade e não significativo.

COUTINHO, AMARAL e BERTUCCI (2006) estudaram dados de junho de 1994 a setembro de 2002, de empresas listadas na CVM e concluíram que empresas controladas por grupos familiares, apesar de não apresentarem retorno superior às demais categorias, apresentaram melhores Índices de Sharpe.

3 Dados e Metodologia

3.1. Amostra

A amostra dessa pesquisa contém 727 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) que tiveram capital aberto em algum momento entre os anos de 1995 e 2013.

As informações econômico-financeiras vieram do banco de dados da Economática, entre elas, *price-to-book* (P/B), retorno sobre o ativo (ROA), *dividend yield* (DIV), percentual de capital votante do acionista controlador (VOT), razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador (VOT/TOT), alavancagem (ALAV) e tamanho (TAM).

Para medir a qualidade das práticas de governança corporativa, criamos uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa estava listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa. As informações sobre as práticas de governança corporativa vieram do website da BM&FBovespa.

Em relação à estrutura de controle e propriedade, as empresas foram classificadas em 6 grupos de acordo com a origem do acionista controlador (sem controle, controle compartilhado, familiar, estatal, estrangeiro e institucional). As empresas sem controlador são aquelas em que nenhum acionista isoladamente ou em acordo possui mais de 50% do capital votante. Empresas com controle compartilhado são aquelas em que dois ou mais acionistas em conjunto mantém o controle da empresa. Investidores institucionais abrangem fundos de pensão, fundos de investimento, *private equity* e seguradoras. As informações sobre as práticas de governança corporativa e estrutura de controle e propriedade vieram dos relatórios submetidos pelas empresas à Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

3.2. Metodologia

Dividimos a amostra em 6 grupos de acordo com a origem do acionista controlador (sem controle, controle compartilhado, familiar, estatal, estrangeiro e institucional). Foram realizados testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney) do valor (*price-to-book*), rentabilidade (ROA) e *dividend yield* (DIV).

Em seguida, rodamos um modelo *probit* para determinar as variáveis que afetam a decisão da empresa a se listar no Nível2/Novo Mercado. O modelo tem a forma funcional a seguir.

$$NM_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 COMP_{i,t} + \beta_3 FAM_{i,t} + \beta_4 GOV_{i,t} + \beta_5 EST_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 VOT_{i,t} + \beta_8 VOT/TOT_{i,t} + \beta_9 ALAV_{i,t} + \beta_{10} TAM_{i,t} + u_{i,t}$$

em que NM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é listada no Nível 2 ou Novo Mercado, COMP é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa tem controle compartilhado, FAM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é familiar, GOV é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é estatal, EST é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é estrangeira, ROA é o retorno sobre o ativo (razão entre o EBITDA e o ativo total), DIV é o *dividend yield* (razão entre o dividendo por ação pago no último ano e o preço da ação), VOT é o percentual de capital votante do acionista controlador, VOT/TOT é a razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador, ALAV é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total), TAM é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total).

Estimamos regressões em painel com efeitos comum, fixo e aleatório⁶ do *price-to-book*, ROA e DIV em função das variáveis de origem do capital e práticas de governança das empresas. Estas regressões foram rodadas com 727 empresas entre os anos de 1995 a 2013:

$$P/B_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 COMP_{i,t} + \beta_3 FAM_{i,t} + \beta_4 GOV_{i,t} + \beta_5 EST_{i,t} + \beta_6 NM_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 VOT_{i,t} + \beta_9 VOT/TOT_{i,t} + \beta_{10} ALAV_{i,t} + \beta_{11} TAM_{i,t} + u_{i,t}$$

$$ROA_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 COMP_{i,t} + \beta_3 FAM_{i,t} + \beta_4 GOV_{i,t} + \beta_5 EST_{i,t} + \beta_6 NM_{i,t} + \beta_7 VOT_{i,t} + \beta_8 VOT/TOT_{i,t} + \beta_9 ALAV_{i,t} + \beta_{10} TAM_{i,t} + u_{i,t}$$

⁶ O tipo de controle da empresa pode ter impacto não observável nas demais variáveis independentes (e, portanto, nos resultados) das equações em questão. Nesse caso, podemos assumir a premissa de que esse impacto não varia no tempo (daí o termo “efeito fixo”). Estimar regressões em painel com efeitos fixos controla para esse tipo de viés.

Por outro lado, efeito aleatório assume que as diferenças entre as empresas são aleatórias, não necessariamente relacionadas à origem do acionista controlador e podendo variar no tempo.

Dado o objetivo dessa dissertação de analisar o valor, rentabilidade e *dividend yield* das empresas listadas no Brasil e sua relação com a origem do acionista controlador e com a qualidade das práticas de governança, achamos por bem utilizar regressões com efeitos fixos, controlando para os possíveis efeitos do controlador nas variáveis independentes. No entanto, o teste de Hausmann indicou a utilização de Efeitos Aleatórios. Portanto, apresentamos ambos os modelos, cujos resultados são semelhantes.

$$DIV_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 COMP_{i,t} + \beta_3 FAM_{i,t} + \beta_4 GOV_{i,t} + \beta_5 EST_{i,t} + \beta_6 NM_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 VOT_{i,t} + \beta_9 VOT/TOT_{i,t} + \beta_{10} ALAV_{i,t} + \beta_{11} TAM_{i,t} + u_{i,t}$$

em que P/B é o *price-to-book* (valor de mercado dividido pelo valor contábil das ações), ROA é o retorno sobre o ativo (razão entre o EBITDA e o ativo total), DIV é o *dividend yield* (razão entre o dividendo por ação pago no último ano e o preço da ação), $COMP$ é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa tem controle compartilhado, FAM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é familiar, GOV é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é estatal, EST é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é estrangeira, NM é uma variável *dummy* que assume o valor 1 quando a empresa é listada no Nível 2 ou Novo Mercado, VOT é o percentual de capital votante do acionista controlador, VOT/TOT é a razão entre o capital votante e capital total detido pelo acionista controlador, $ALAV$ é a alavancagem (razão entre o passivo exigível e o ativo total), TAM é o tamanho da empresa (logaritmo do ativo total).

4 Resultados

4.1. Estatísticas Básicas

A estatística descritiva das variáveis é apresentada na Tabela 1. A média e mediana do P/B foram 2,54 e 1,60, respectivamente. O ROA possui média de 5,16% e mediana de 5,20%, enquanto o *dividend yield* possui média de 4,28% e mediana de 2,59%.

A maioria das empresas (77%) tem acionista controlador, com as seguintes origens: controle compartilhado (37%), familiar (20%), estatal (7%), estrangeiro (10%) e institucional (3%). Por sua vez, 23% das empresas não possuem acionista controlador.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Estatística descritiva de todas as variáveis utilizadas neste estudo. As variáveis compreendem dados de 727 empresas brasileiras de capital aberto, entre os anos de 1995 e 2013. A definição de cada variável encontra-se na seção 3.2.

	Média	Mediana	Desv. Pad.	Min	Max
P/B	2,54	1,60	4,11	-11,40	85,30
ROA	5,16	5,20	13,68	-327,40	80,30
DIV	4,28	2,59	5,58	0,00	66,77
VOT	48,94	50,30	25,27	0,10	100,00
VOT/TOT	1,52	1,03	1,00	0,75	27,78
ALAV	58,11	58,35	18,56	7,99	189,67
TAM	8,36	8,19	1,53	3,43	13,53
NM	0,42	0,00	0,49	0,00	1,00
COMP	0,37	0,00	0,48	0,00	1,00
FAM	0,20	0,00	0,40	0,00	1,00
GOV	0,07	0,00	0,25	0,00	1,00
EST	0,10	0,00	0,30	0,00	1,00
INST	0,03	0,00	0,17	0,00	1,00

Em relação à governança, 42% das empresas estavam listadas no Nível 2 ou Novo Mercado. Em média 49% das ações com direito a voto eram detidas

pelo maior acionista, que possuía mais capital votante do que total (média de 1,52 votos por ação detida).

4.2. Correlação entre as Variáveis do Estudo

A Tabela 2 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis desse estudo. A correlação entre P/B com COMP é positiva (0,11) e com FAM e GOV são negativas (-0,08 e -0,10, respectivamente), indicando que o valor é maior para empresas de controle compartilhado e menor para empresas familiares e estatais. Por sua vez, existe uma correlação positiva entre P/B e NM (0,08), ou seja, empresas com melhor governança possuem maior valor.

Tabela 2 – Matriz de Correlação

Matriz de correlação entre todos os pares de variáveis utilizadas neste estudo. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2.

	P/B	ROA	DIV	VOT	VOT/ TOT	ALA V	TAM	NM	COM P	FAM	GOV	EST	INST
P/B	1.00												
ROA	0.19	1.00											
DIV	-0.02	0.22	1.00										
VOT	-0.08	-0.04	0.08	1.00									
VOT/TOT	-0.07	-0.32	0.03	0.27	1.00								
ALA V	0.20	-0.37	-0.08	-0.04	0.23	1.00							
TAM	-0.07	0.03	0.04	-0.01	0.02	0.17	1.00						
NM	0.08	0.03	-0.14	-0.46	-0.34	-0.03	-0.14	1.00					
COMP	0.11	0.05	-0.16	-0.46	-0.37	-0.04	0.10	0.74	1.00				
FAM	-0.08	-0.03	-0.10	0.35	0.09	-0.02	-0.15	-0.12	-0.39	1.00			
GOV	-0.10	-0.01	0.03	0.12	0.01	-0.13	0.39	-0.12	-0.21	-0.14	1.00		
EST	0.01	-0.01	0.13	0.31	0.06	-0.05	-0.05	-0.14	-0.25	-0.16	-0.09	1.00	
INST	0.00	0.06	-0.01	0.14	0.08	-0.12	0.04	-0.06	-0.13	-0.09	-0.05	-0.06	1.00

Os resultados das correlações do ROA são semelhantes aos do P/B. As correlações do ROA com COMP e INST são positivas (0,05 e 0,06, respectivamente) e com FAM é negativa (-0,03), indicando que a rentabilidade é maior para empresas com controle compartilhado e institucional e menor para

empresas familiares. Existe uma correlação positiva entre ROA e NM (0,03), indicando que empresas com melhor governança possuem maior rentabilidade.

Os resultados para *dividend yield* indicam correlação positiva para empresas estrangeiras (0,13) e negativa para controle compartilhado e familiar (-0,16 e -0,10, respectivamente). Pode-se concluir que empresas estrangeiras pagam maiores dividendos e empresas familiares e de controle compartilhado pagam menos dividendos.

4.3.

Análise da Diferença entre as Médias e Medianas

A Tabela 3 compara a média e mediana das variáveis das empresas classificadas pela origem do capital do acionista controlador. Dividimos a amostra em 6 grupos (sem controle, controle compartilhado, familiar, estatal, estrangeiro e institucional) e realizamos testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney).

Existe diferença significativa entre o P/B, sendo que as empresas com controle institucional têm, em média, maior P/B (2,95), seguido das empresas com controle compartilhado (2,93), estatal (2,10), disperso (1,92), estrangeiro (1,75) e familiar (1,53).

Os resultados para ROA são parecidos aos do P/B, e empresas com controle institucional tem, em média, maior ROA (5,92%), seguido das empresas com controle estrangeiro (5,62), compartilhado (5,45%), disperso (5,38%), familiar (4,69%) e estatal (3,38%).

Em relação ao *dividend yield*, empresas estrangeiras pagam mais dividendos (7,06%), seguido de empresas estatais (5,30%), capital disperso (5,00%), familiar (4,69%), compartilhado (4,17%) e institucional (4,00%).

Em termos das demais variáveis econômico-financeiras, empresas com controle institucional possuem maior concentração acionária (média de 85% dos votos com o acionista controlador), menor separação entre capital votante e capital total (média de 1,28), maior alavancagem (média de 83%) e tendem a ser menores. Todas as diferenças são estatisticamente significativas a 1%.

As empresas com capital disperso se listam mais no Nível 2 e Novo Mercado (21%), seguido por empresas com controle compartilhado (17%), familiar (7%), estatal e estrangeiro (6%).

Tabela 3 – Características das Empresas Classificadas pela Origem do Controlador

A amostra foi dividida em 6 grupos (sem controle, controle compartilhado, familiar, estatal, estrangeiro e institucional) e realizamos testes de hipótese para verificar se existe diferença significativa entre médias (teste t) e medianas (teste de Mann-Whitney). A tabela apresenta as médias (medianas entre parênteses), bem como o p-valor do teste t para diferenças de médias e Mann Whitney para diferenças de medianas. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2.

	DISP	COMP	FAM	GOV	EST	INST	Valor-p
P/B	1,92 (1,20)	2,93 (1,40)	1,53 (0,80)	2,10 (0,90)	1,75 (1,40)	2,95 (1,30)	0,00 (0,00)
ROA	5,38 (3,10)	5,45 (3,00)	4,69 (2,50)	3,38 (1,50)	5,62 (4,45)	5,92 (4,50)	0,00 (0,00)
DIV	5,00 (3,04)	4,17 (2,47)	4,69 (2,18)	5,30 (2,92)	7,06 (4,08)	4,00 (2,21)	0,00 (0,00)
VOT	31,12 (30,20)	48,30 (49,10)	73,47 (72,45)	76,55 (77,70)	78,86 (82,90)	84,57 (99,80)	0,00 (0,00)
VOT/TOT	1,37 (1,04)	1,44 (1,14)	1,48 (1,25)	1,31 (1,02)	1,52 (1,11)	1,28 (1,00)	0,00 (0,00)
ALAV	57,76 (57,80)	66,55 (63,38)	59,05 (59,64)	70,08 (68,61)	60,08 (53,24)	83,42 (60,51)	0,00 (0,00)
TAM	6,57 (6,54)	7,51 (7,60)	6,47 (6,46)	8,66 (8,74)	7,12 (7,44)	5,10 (6,38)	0,00 (0,00)
NM	0,21 (0,00)	0,17 (0,00)	0,07 (0,00)	0,06 (0,00)	0,06 (0,00)	0,04 (0,00)	0,00 (0,00)

4.4. Modelos Probit para Listagem no Novo Mercado

Os modelos *probit* estão mostrados na Tabela 4. Os resultados indicam que empresas de controle compartilhado e familiar se listam mais no Nível2/Novo Mercado, sendo que a relação é estatisticamente significativa a 1%. Por outro lado, o coeficiente para empresa estatal é negativo e significativo a 1%. Além disso, empresas maiores, menos alavancadas e com menor concentração acionária e separação entre voto e capital total listam mais no Nível2/Novo Mercado.

Tabela 4 – Modelo Probit para Listagem no Novo Mercado

Modelo probit para verificar os determinantes que levam uma empresa a se listar no Nível2/Novo Mercado. A variável dependente é a variável *dummy* NM, que assume o valor 1 quando a empresa é listada no Nível2/Novo Mercado. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Variáveis	I	II
COMP		0,36*** (0,00)
FAM		0,19** (0,02)
GOV		-0,53*** (0,00)
EST		0,06 (0,63)
INST		0,08 (0,64)
ROA	0,01 (0,98)	0,01 (0,94)
VOT	-0,02*** (0,00)	-0,02*** (0,00)
VOT/TOT	-0,81*** (0,00)	-0,85*** (0,00)
ALAV	-0,01*** (0,00)	-0,01*** (0,00)
TAM	0,27*** (0,00)	0,26*** (0,00)
McFadden R ²	0,20	0,28
Obs	5329	5329

4.5. Regressões em Painel

A Tabela 5 mostra os resultados das regressões em painel com o *price-to-book* como variável dependente. Os coeficientes para empresas de controle compartilhado e institucional são significativos e positivos em todos os modelos. Os demais coeficientes não são significativos. Portanto, empresas de controle compartilhado e institucional possuem maior valor de mercado.

Tabela 5 – Relação entre *Price-to-Book* e Características das Firms

Modelos de painel com efeito comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é o *price-to-book*. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
COMP	1,03*** (0,01)	0,87** (0,03)	0,96*** (0,01)
FAM	0,27 (0,18)	0,43 (0,13)	0,16 (0,42)
GOV	0,59 (0,60)	0,67 (0,57)	0,80 (0,49)
EST	0,35 (0,15)	0,26 (0,53)	0,37 (0,13)
INST	1,49*** (0,01)	2,27*** (0,00)	1,46*** (0,01)
ROA	0,03*** (0,01)	0,02** (0,04)	0,03*** (0,01)
VOT	0,00 (0,96)	-0,01*** (0,01)	-0,01* (0,10)
VOT/TOT	-0,20* (0,06)	-0,22 (0,14)	-0,35** (0,03)
ALAV	0,02*** (0,01)	0,01* (0,08)	0,01** (0,02)
TAM	0,05 (0,50)	-0,01 (0,91)	-0,09 (0,33)
NM	1,55*** (0,00)	0,54 (0,13)	1,36*** (0,00)
R ² adj	0,20	0,20	0,20
Obs	3708	3708	3708

O coeficiente de NM é significativo e positivo, ou seja, existe relação direta entre valor da firma e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, empresas mais rentáveis, alavancadas, com menor

concentração acionária e menor separação entre voto e capital total possuem maior *price-to-book*.

A Tabela 6 mostra os resultados das regressões em painel com o ROA como variável dependente. Os coeficientes para empresas de controle estrangeiro e institucional são positivos e significativos, enquanto as empresas estatais possuem relação negativa. Portanto, empresas de controle estrangeiro e institucional possuem maior rentabilidade e empresas estatais possuem menor ROA.

Tabela 6 – Relação entre *Return on Asset* e Características das Firms

Modelos de painel com efeito comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é o *return on asset* (ROA). Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
COMP	0,61 (0,46)	0,77 (0,31)	0,35 (0,58)
FAM	-1,01 (0,21)	-0,40 (0,46)	-0,79 (0,33)
GOV	-1,58* (0,06)	-0,95 (0,34)	-1,92* (0,06)
EST	2,54* (0,08)	2,11 (0,13)	2,61* (0,08)
INST	5,03* (0,10)	4,49 (0,12)	4,74* (0,10)
VOT	0,00 (0,93)	0,01 (0,42)	0,02 (0,35)
VOT/TOT	-0,31 (0,13)	0,21 (0,36)	0,14 (0,38)
ALAV	0,00 (0,27)	0,00 (0,29)	0,00 (0,31)
TAM	0,24 (0,33)	0,55 (0,26)	0,51 (0,25)
NM	0,74 (0,28)	1,22* (0,07)	-0,29 (0,46)
R ² adj	0,02	0,12	0,02
Obs	3758	3758	3758

O coeficiente de NM é positivo e significativo a 10% em apenas um modelo, mostrando evidência fraca de relação entre a rentabilidade da firma e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, em geral, nenhuma se mostrou significativa.

A Tabela 7 mostra os resultados das regressões em painel com o *dividend yield* como variável dependente. Os coeficientes para empresas de controle compartilhado, estrangeiro e institucional são significativos e positivos em todos os modelos. Os demais coeficientes não são significativos. Portanto, empresas de controle compartilhado, estrangeiro pagam mais dividendos.

O coeficiente de NM também é positivo e significativo, indicando que existe relação direta entre o *dividend yield* e qualidade das práticas de governança. Em relação às demais variáveis, empresas maiores, mais rentáveis e menos alavancadas pagam mais dividendos.

Tabela 7 – Relação entre *Dividend Yield* e Características das Firmas

Modelos de painel com efeito comum, fixo e aleatório em que a variável dependente é o *dividend yield*. Os p-valores encontram-se entre parênteses, abaixo dos respectivos coeficientes das variáveis independentes. A definição das variáveis encontra-se na seção 3.2. *, **, *** indicam nível de significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

	Efeito Comum	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
COMP	0,42 (0,19)	0,56* (0,10)	0,61** (0,05)
FAM	-0,28 (0,51)	-0,60 (0,16)	-0,60 (0,14)
GOV	-0,76 (0,25)	-0,68 (0,32)	-0,31 (0,64)
EST	1,59*** (0,01)	1,47** (0,02)	1,65*** (0,01)
INST	1,67** (0,03)	1,32 (0,14)	1,64** (0,03)
ROA	0,09*** (0,00)	0,07*** (0,00)	0,08*** (0,00)
VOT	0,01* (0,06)	-0,01 (0,17)	-0,01 (0,55)
VOT/TOT	0,35** (0,02)	-0,06 (0,79)	-0,12 (0,52)
ALAV	0,00 (0,58)	-0,01** (0,03)	-0,01* (0,10)
TAM	0,47*** (0,00)	0,23*** (0,01)	0,10 (0,17)
NM	1,78*** (0,00)	1,22*** (0,00)	2,17*** (0,00)
R ² adj	0,04	0,28	0,06
Obs	3758	3758	3758

5 Conclusões

Este trabalho analisou 727 empresas de 1995 a 2013 através de testes estatísticos, modelos probit e regressões em painel para verificar a relação entre o valor, rentabilidade e *dividend yield* das empresas listadas no Brasil e a origem do acionista controlador e a qualidade das práticas de governança.

Os resultados encontrados estão alinhados, de forma geral, à literatura existente e indicam que empresas de controle institucional e compartilhado possuem maior valor de mercado. Além disso, empresas de controle institucional e estrangeiro possuem maior rentabilidade, enquanto empresas estatais possuem menor rentabilidade. Por sua vez, empresas de controle estrangeiro e estatais pagam mais dividendos. Finalmente, empresas com melhor de governança possuem maior valor e pagam mais dividendos.

As correlações positivas entre P/B, ROA e listagem no Novo Mercado sugerem que empresas com melhor governança possuem maior valor e maior rentabilidade. A análise de dados em painel utilizando P/B como variável dependente reforça essa percepção, uma vez que o coeficiente de NM é significativo e positivo, sugerindo que existe relação direta entre valor da firma e qualidade das práticas de governança.

As regressões em painel com o P/B como variável dependente apresentam coeficientes para empresas de controle compartilhado e institucional significativos e positivos em todos os modelos. Portanto, podemos afirmar que existem evidências de que empresas de controle compartilhado e institucional possuem maior valor de mercado.

As regressões em painel com o ROA como variável dependente apresentam coeficientes positivos e significativos para empresas de controle estrangeiro e institucional. Assim, podemos afirmar que há evidências de que empresas de controle estrangeiro e institucional possuem maior rentabilidade. Já os coeficientes das empresas estatais são negativos, sugerindo que empresas estatais possuem menor ROA.

Empresas de controle estrangeiro e estatais pagam mais dividendos. Finalmente, empresas com melhores práticas de governança possuem maior valor e pagam mais dividendos.

Importante destacar duas limitações do presente estudo que (i) não analisou possíveis causalidades reversas (controladores estrangeiros poderiam focar investimentos em empresas com maior rentabilidade ao invés de serem os

responsáveis por esta maior rentabilidade) e (ii) não verificou a origem dos controladores estrangeiros (se familiar ou institucional, por exemplo) sendo que esse aspecto do seu perfil de controlador poderia ter maior influência do que o fato de serem estrangeiros.

Como sugestão para estudos futuros, acreditamos que seria interessante analisar empresas de controle compartilhado, para as quais ainda há poucos trabalhos publicados. O compartilhamento de controle existente em *joint-ventures*, por exemplo, pode ser uma solução para problemas de agência.

6 Referências Bibliográficas

ANDRES, C. **Large shareholders and firm performance – An empirical examination of founding-family ownership.** Journal of Corporate Finance, v. 14, n. 4, p. 431-445, 2008.

BARONTINI, R.; CAPRIO, L. **The effect of family control on firm value and performance: Evidence from continental Europe.** European Financial Management, v. 12, n. 5, p. 689-723, 2006.

BARTH, E.; GULBRANDSEN, T.; SCHØNEA, P. **Family ownership and productivity: The role of owner-management.** Journal of Corporate Finance, v. 11, n. 1, p. 107-127, 2005.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. **Corporate governance and firm performance.** Journal of corporate finance, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BHATTACHARYA, P. S.; GRAHAM, M. A. **On institutional ownership and firm performance: a disaggregated view.** Journal of Multinational Financial Management, v. 19, n. 5, p. 370-394, 2009

BLACK, K. **Business statistics: for contemporary decision making.** John Wiley & Sons, 2011.

BOUBAKER, S. **Ownership-control discrepancy and firm value: Evidence from France.** Available at SSRN 740756, 2005.

BOYSON, N. M.; MOORADIAN, R. M. **Corporate governance and hedge fund activism.** Review of Derivatives Research, v. 14, n. 2, p. 169-204, 2011.

BRAV, A. et al. **Hedge fund activism, corporate governance, and firm performance.** The Journal of Finance, v. 63, n. 4, p. 1729-1775, 2008.

BRENES, E. R.; MADRIGAL, K.; REQUENA, B. **Corporate governance and family business performance.** Journal of Business Research, v. 64, n. 3, p. 280-285, 2011.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance.** Cambridge university press, 2014.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. **A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil.** Revista Contabilidade & Finanças-USP, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CHO, M.-H. **Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis.** Journal of Financial Economics, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. **A simple approximation of Tobin's q.** Financial management, p. 70-74, 1994.

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, 2002.

CLIFFORD, C. P. **Value creation or destruction? Hedge funds as shareholder activists**. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, n. 4, p. 323-336, 2008.

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 Universidade de São Paulo*, v. 41, n. 2, 2006.

DA SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. *Brazilian Review of Finance*, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

DA SILVEIRA, A. D. M. et al. **Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras**. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, n. 4, 2004.

DAHLQUIST, M.; ROBERTSSON, G. **Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics**. *Journal of Financial Economics*, v. 59, n. 3, p. 413-440, 2001.

DEL GUERCIO, D.; HAWKINS, J. **The motivation and impact of pension fund activism**. *Journal of financial economics*, v. 52, n. 3, p. 293-340, 1999.

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.

DEMSKI, J. S. **Corporate conflicts of interest**. *Journal of Economic Perspectives*, p. 51-72, 2003.

DEWENTER, K. L.; MALATESTA, P. H. **State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity**. *American Economic Review*, p. 320-334, 2001.

DOUMA, S.; GEORGE, R.; KABIR, R. **Foreign and domestic ownership, business groups and firm performance: Evidence from a large emerging market**. *Business Groups and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market* (October 2003), 2003.

DRAKOS, A. A.; BEKIRIS, F. V. **Corporate performance, managerial ownership and endogeneity: A simultaneous equations analysis for the Athens stock exchange**. *Research in International Business and Finance*, v. 24, n. 1, p. 24-38, 2010.

EISENHARDT, K. M. **Agency theory: An assessment and review**. *Academy of management review*, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

EUN, C. S.; JANAKIRAMANAN, S. **International ownership structure and the firm value**. *Global Finance Journal*, v. 9, n. 2, p. 149-171, 1999.

FAMA, E. F. **Agency Problems and the Theory of the Firm**. Journal of Political Economy, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. **Separation of ownership and control**. Journal of law and economics, p. 301-325, 1983.

FAN, J. PH; WONG, T. J.; ZHANG, T. **Politically connected CEOs, corporate governance, and Post-IPO performance of China's newly partially privatized firms**. Journal of financial economics, v. 84, n. 2, p. 330-357, 2007.

FERREIRA, M. A.; MATOS, P. **The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world**. Journal of Financial Economics, v. 88, n. 3, p. 499-533, 2008.

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, p. 275-305, 2000.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J.; METRICK, A. **Extreme governance: An analysis of dual-class firms in the United States**. Review of Financial Studies, v. 23, n. 3, p. 1051-1088, 2010.

GUJARATI, D. N. **Basic Econometrics**. 4th. 2003.

HARRIS, M.; RAVIV, A. **Optimal incentive contracts with imperfect information**. Journal of economic theory, v. 20, n. 2, p. 231-259, 1979.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of financial economics, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAHAN, M.; ROCK, E. B. **Hedge funds in corporate governance and corporate control**. University of Pennsylvania Law Review, p. 1021-1093, 2007.

LEAL, R. P. C.; DA SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. Revista de Administração Contemporânea, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LINS, K. V. **Equity ownership and firm value in emerging markets**. Journal of financial and quantitative analysis, v. 38, n. 01, p. 159-184, 2003.

MAHER, M.; ANDERSSON, T. **Corporate governance: effects on firm performance and economic growth**. Available at SSRN 218490, 2000.

MAURY, B. **Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations**. Journal of Corporate Finance, v. 12, n. 2, p. 321-341, 2006.

MCCONAUGHY, D. L.; MATTHEWS, C. H.; FIALKO, A. S. **Founding family controlled firms: Performance, risk, and value**. Journal of small business management, v. 39, n. 1, p. 31-49, 2001.

MILLER, D. et al. **Are family firms really superior performers?**. Journal of Corporate Finance, v. 13, n. 5, p. 829-858, 2007.

MISHRA AV. **Foreign Ownership and Firm Value: Evidence from Australian Firms**. Asia-Pacific Financial Markets. 2014;21(1):67-96.

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

PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. **Corporate ownership around the world**. The journal of finance, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

SAN MARTIN-REYNA, J. M.; DURAN-ENCALADA, J. A. **Effects of Family Ownership, Debt and Board Composition on Mexican Firms Performance**. International Journal of Financial Studies, v. 3, n. 1, p. 56-74, 2015.

SHLEIFER, A. **State versus private ownership**. National bureau of economic research, 1998.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **Large Shareholders and Corporate Control**. Journal of Political Economy, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A survey of corporate governance**. The journal of finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. **Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90**. Revista do BNDES, v. 5, n. 9, p. 123-146, 1998.

SMITH, M. P. **Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS**. The Journal of Finance, v. 51, n. 1, p. 227-252, 1996.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. **European patterns of corporate ownership**. Journal of International Business Studies, v. 28, n. 4, 1997.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. **Ownership structure and economic performance in the largest European companies**. Strategic Management Journal, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. **How do family ownership, control and management affect firm value?**. Journal of financial Economics, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

WILLMORE, L. N. **The comparative performance of foreign and domestic firms in Brazil**. World Development, v. 14, n. 4, p. 489-502, 1986.