



Revista de Finanças Aplicadas

ISSN 2176-8854

WWW.FINANCASAPLICADAS.NET

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE EM FIRMAS BRASILEIRAS: TRAJETÓRIA ENTRE 1998-2012

Allan Pinheiro Holanda, UFC

Professor de Contabilidade da Faculdade Lourenço Filho

Mestre em Administração e Controladoria pela UFC

allanpholanda@yahoo.com.br

Antonio Carlos Coelho, UFC

Professor de Contabilidade da UFC

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP

accoelho47@gmail.com

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE EM FIRMAS BRASILEIRAS: TRAJETÓRIA ENTRE 1998-2012

OBJETIVO

A pesquisa teve como alvo decompor a evolução da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto operando no Brasil, mostrando atributos a ela associados de 1998 a 2012, destacando modificações em suas características ao longo do período considerado.

METODOLOGIA

Incluíram-se na investigação tanto firmas listadas nos mercados bursáteis como as firmas apenas registradas na CVM e não listadas para negociação em bolsa, totalizando 1286 empresas. As características de estrutura de propriedade investigadas foram classificadas em três grupos (Concentração de Propriedade, Controle Societário e Qualidade e Quantidade de Acionistas) e analisadas sob 3 perspectivas (evolução temporal, mercado de listagem e setor de atuação das empresas). O exame se processou por meio das técnicas de Análise de Correspondência e de Testes de Diferenças de Média (paramétricos e não paramétricos), além de mostrar estatística descritiva dos atributos estudados.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

Foram constatados pela análise: elevada participação de maior acionista, seja no capital ordinário seja no capital total; reduzida percentagem de empresas de origem estrangeira operando no Brasil; predominância de origem de capital nacional privado; e presença de acionista controlador na maioria das firmas brasileiras. Temporalmente, constatou-se: adesão crescente de firmas à listagem de governança corporativa; redução da participação do maior acionista no capital; e diminuição da presença de acionista controlador.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

A inferência de que a evolução da estrutura de propriedade no Brasil associa-se ao advento de preocupações com o tema da governança corporativa, tanto por órgãos reguladores, quanto pela interferência de mecanismos criados e estimulados por instituições de mercado (listagens diferenciadas na BM&FBOVESPA) e de educação continuada (IBGC), implica em que tais instrumentos podem contribuir efetivamente para a democratização do capital das empresas e pela disseminação de adesão ao mercado de capitais.

PALAVRAS-CHAVE

Estrutura de Propriedade; Sociedades por Ação de Capital Aberto; Evolução Temporal; Governança Corporativa; Setor de Atuação

PUBLIC COMPANIES' OWNERSHIP STRUCTURE IN BRAZIL: 1998-2012 PATHWAY

OBJECTIVE

The research was aimed to decompose Brazilian public companies ownership structure evolution and its completion during 1998 to 2012; the study emphasized changes occurred in their characteristics throughout the studied time interval.

METHODOLOGY

It was included in research both firms listed in stock markets as firms just registered at the CVM and not listed for trading, adding up 1286 companies. The ownership structure characteristics of investigated were classified into three groups (Ownership Concentration, Corporate Control and Shareholders' Quality and Quantity) and analyzed from three perspectives (temporal evolution, listing market and industry). The examination was processed by Correspondence Analysis and Differences between Means Tests (parametric and nonparametric), besides showing studied attributes descriptive statistics.

RESULTS AND CONCLUSIONS

It was identified by the analysis: high share of largest shareholder in ordinary stocks as well in total capital stocks; small percentage of foreign origin for companies operating in Brazil; predominant private national capital as equity source; and presence of one person controlling shareholder in most Brazilian firms. Throughout the time, it was found: increasing firms' participation in corporate governance listing; reducing level of largest shareholder existence on ownership structure; and decreasing single controlling shareholder controlling.

PRATICAL IMPLICATIONS

The inference that ownership structure evolution in Brazil is associated with advent of concerns about corporate governance theme, both by regulators, and by mechanisms created and stimulated by market institutions (Differentiated listings in BM&FBOVESPA) and continuing education (IBGC), implies that such instruments can effectively contribute to corporate capital democratization and to implement capital market access to investors.

KEYWORDS

Ownership Structure; Public Companies; Temporal Evolution; Corporate Governance; Listing Position; Industry.

A pesquisa teve como alvo decompor a evolução da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto operando no Brasil, mostrando atributos a ela associados de 1998 a 2012, destacando modificações em suas características ao longo do período considerado.

INTRODUÇÃO

A estrutura de propriedade de unidades econômicas segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (n.d.), corresponde às características inerentes ao conjunto de acionistas da empresa, além da estrita estrutura societária da empresa. Também se podem considerar influências entre as instâncias decisórias societárias, do ponto de vista de acordos, contratos e arranjos no sentido de coordenar e monitorar os interesses dos públicos de interesse das firmas.

Tal definição pressupõe o caráter de organização social de empresas, além de seu aspecto econômico, de criador, transformador e distribuidor de bens e serviços. A empresa será conduzida então, não só buscando eficiência econômica em seu objeto e em suas atividades, mas estará afeta a questões envolvendo a apropriação e acumulação dos fluxos de caixa decorrentes de sua atividade para todos seus públicos de interesse.

Deste modo, aproxima-se dos conceitos de governança corporativa; de acordo com Carvalho (2002, p. 19), “de maneira bastante genérica, governança corporativa (ou governança empresarial) pode ser descrita como os mecanismos ou os princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”.

Governança Corporativa, portanto, diz respeito aos sistemas de controle e de monitoramento estabelecidos pelos acionistas controladores de determinada empresa ou corporação, de tal modo que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos de acordo com o interesse dos proprietários (SIFFERT, 2000).

Complementando, Monks e Minow (2001) definem que governança corporativa envolve o relacionamento entre os a-

cionistas, os gestores e os conselhos para determinar a estratégia e o desempenho das empresas. Nessa definição fica clara a importância da estrutura de propriedade no desenvolvimento na governança das empresas.

A compreensão da estrutura de propriedade das empresas de determinado país, pois, é de fundamental importância, pois está associada ao comportamento dos gestores, definindo, inclusive o padrão de gestão e, muito provavelmente, a governança corporativa da empresa; também tal estrutura influencia o mercado por controle corporativo e demonstra o grau de diversificação de risco dos acionistas, consoante asseveram Leal, Silva e Valadares (2002).

Ademais, de acordo com La Porta *et al* (1998) a estrutura de propriedade é mecanismo importante da governança corporativa, pois associada a potenciais problemas de agência e de assimetria informacional entre a gestão da firma e seus públicos de interesse.

Silveira (2004), por exemplo, construiu índice de mensuração de governança corporativa, composto por 4 atributos, os quais tratavam de acesso a informação, conteúdo das informações públicas, estrutura do conselho de administração e estrutura de propriedade e controle.

Leal e Silva (2005) também desenvolveram índice de indicação do grau de governança corporativa, igualmente composto por 4 características, as quais tratavam de *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas.

Outro índice relativo à governança corporativa das empresas brasileiras foi proposto por Lopes (2008) também composto por 4 aspectos, abordando *disclosure*, composição e funcionamento do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle e direitos dos acionistas.

Como se nota, os atributos referentes à estrutura de propriedade estão presentes nas métricas até agora conhecidas no Brasil associadas às práticas de governança corporativa das companhias de capital aberto. Esse grupo de empresas, por terem seus títulos de propriedade colocados em mercado de acesso público, seriam mais afetadas por relacionamentos entre proprietários e demais públicos de interesse, bem como daqueles com instâncias regulatórias.

Aqueles índices, contudo, não exploraram com maior profundidade feições qualitativas da estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto, restringindo seu foco à consideração da participação do maior acionista e em informações acessórias como emissão de ações preferenciais e existência de acionistas controladores.

As principais pesquisas internacionais sobre a governança das empresas enfocaram o exame dos modelos de governança corporativa e o seu impacto no desempenho, na estrutura de capital e na política de dividendos das empresas (SILVA, 2004).

Já no Brasil, o objeto das principais pesquisas, embora tenha sido na mesma direção - o exame da qualidade da governança corporativa e seu impacto no desempenho das firmas- apenas evoluiu após a reestruturação societária provocada pelas privatizações e pela entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, principalmente estrangeiros e investidores institucionais (SILVA, 2004).

Portanto, a governança corporativa parece aumentar sua importância quando associada a modelos mais complexos de estrutura de propriedade. Em tais pesquisas, por exemplo, a qualidade da governança corporativa foi basicamente avaliada por meio de índices de governança corporativa, os quais, com acima comentado, contêm informações sobre estrutura de propriedade.

Incluíram-se na investigação tanto firmas listadas nos mercados bursáteis como as firmas apenas registradas na CVM e não listadas para negociação em bolsa, totalizando 1286 empresas. As características de estrutura de propriedade investigadas foram classificadas em três grupos (Concentração de Propriedade, Controle Societário e Qualidade e Quantidade de Acionistas) e analisadas sob 3 perspectivas (evolução temporal, mercado de listagem e setor de atuação das empresas). O exame se processou por meio das técnicas de Análise de Correspondência e de Testes de Diferenças de Média (paramétricos e não paramétricos), além de mostrar estatística descritiva dos atributos estudados. atributos a ela associados de 1998 a 2012, destacando modificações em suas características ao longo do período considerado.

Nesse sentido, formula-se o arcabouço da pesquisa, a qual consiste em decompor a evolução da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto no Brasil de 1998 a 2012, destacando as modificações em suas características no que se refere mais especificamente ao período considerado, independente de sua listagem ou não em negócios bursáteis.

Sua relevância repousa, portanto, em complementar, de forma a mais abrangente possível, a visão sobre natureza da propriedade, por período também abrangente (15 anos), fornecendo, no campo de pesquisa sobre governança corporativa, evidências sobre características mais específicas sobre acionistas e composição de capital. Note-se que a amostra utilizada envolve companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ainda que não listadas em bolsa de valores.

O artigo se desenvolve em cinco seções, incluída esta introdução. Na segunda, esboça-se a metodologia e base de dados da pesquisa. A seguir são expostos os achados de estudos anteriores sobre estrutura de propriedade de firmas brasileiras. Após é apresentado a síntese do estado da trajetória da estrutura de propriedade nas firmas brasileiras conforme esta pesquisa. Na última seção, são relatadas conclusões.

METODOLOGIA

O objeto de estudo da pesquisa foi o conjunto das sociedades de capital aberto do Brasil, portanto, todas as firmas registradas na CVM no período de 1998 a 2012 na qualidade de sociedades por ação de capital aberto; a população é composta, portanto, por empresas listadas na BM&FBOVESPA e pelas demais firmas passíveis de negociação em mercado de capitais. A população da pesquisa foi

composta por 10.874 observações-ano; destas, 1.304 observações-ano foram excluídas por não ter sido possível coletar as informações necessárias para o cálculo das características estudadas. Dessa forma a amostra final ficou constituída por 9.568 observações-ano, com utilização de quantidade diferenciada de observações, conforme o aspecto informado, conforme se explicita na Objeto 1. A amostra abordou informações referentes a 1286 firmas.

Objeto 1 - Discriminação da Amostra

	Por Ano
Intervalo	Observações-ano
1998-2002	3674
2003-2007	3026
2008-2012	2868
	Por Mercado de Listagem
Mercado	Observações-ano
Não Listada	3910
Segmento Tradicional	4369
Governança Corporativa	1289
	Por Setor de Atuação
Setor	Observações-ano
Agricultura	472
Comércio	623
Construção	641
Energia Elétrica	890
Extração Mineral	118
Financeiro / Seguros	1426
Máquinas	462
Metalurgia	682
Papel / Celulose	227
Petróleo	451
Saneamento	173
Serviços	312
Telecomunicações	724
Têxtil / Vestuário	517
Transportes	587
Sem Setor Principal	1263

Os dados necessários para o processamento do modelo de pesquisa foram coletados na base de dados Economática® e no sistema DIVEXT; tal sistema concentra os Formulários de Referência, os Formulários de Informações Anuais e as

Demonstrações Financeiras Padronizadas das empresas listadas na CVM.

As características da estrutura de propriedade das sociedades investigadas podem ser classificadas em três grupos: Concentração de Propriedade, Controle Societário e Qualidade e Quantidade de Acionistas.

A Concentração de Propriedade foi analisada por 2 características. A primeira referiu-se à Maior Participação de Acionista Ordinário, onde se analisou a porcentagem de ações ordinárias pertencentes ao acionista com maior quantidade de ações da classe. Já a segunda característica diz respeito à Maior Participação de Acionista em relação ao Capital Total, onde se analisou a porcentagem de ações pertencentes ao acionista de maior participação na empresa, fazendo-se adicionalmente análise cruzada de tais informações.

O Controle Societário também, foi examinado por 2 características principais. A primeira foi a Origem do Capital - classificada em Estrangeira e Nacional, segmentada esta entre Estatal, Familiar e Privada. A segunda característica estudada diz respeito à existência de Acionista Controlador, onde também se analisam as características de tais acionistas, os controles exercidos a partir de acordos (grupo controlador), bem como a natureza jurídica de tais pessoas.

A Quantidade e Qualidade dos Acionistas foram estudadas pela pulverização do capital, ressaltadas características de tais acionistas.

Destaca-se que nesta pesquisa foram consideradas apenas as estruturas diretas de controle, abrangendo a totalidade das empresas de capital aberto do mercado brasileiro.

As características de estrutura de propriedade foram analisadas sob 3 perspectivas: evolução temporal, mercado de lis-

tagem e setor de atuação das empresas. Para a primeira, dividiu-se a amostra em 3 segmentos:

- 1998-2002 (período em que não se identificam indutores de governança corporativa no Brasil). Note-se que o IBGC intensifica sua atuação na década de 1990, temporada em que despontam as primeiras pesquisas sobre governança corporativa;
- 2003-2007 (período em que ações institucionais são desenvolvidas no sentido da governança corporativa - consolidação de Níveis Diferenciados Listagem no mercado de capitais, por exemplo; e
- 2008-2012 (período posterior à crise financeira mundial, destacado por conta de flagrante fuga de capital estrangeiro, que pode ter impactado a estrutura acionária das firmas de capital aberto).

Para a segunda se segmentam as empresas em Não Listadas em Bolsa, Listadas no Segmento Tradicional e Listadas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

Para a terceira se examinam as estruturas societárias pelo setor de atuação das empresas, segmentadas nos seguintes 16 setores: Agricultura, Comércio, Construção, Energia Elétrica, Extração Mineral, Financeiro/ Seguros, Máquinas, Metalurgia, Papel / Celulose, Petróleo, Saneamento, Serviços, Telecomunicações, Têxtil / Vestuário e Transportes e Sem Setor Principal.

A discussão e exposição do panorama sobre o objeto da pesquisa tiveram apoio em técnicas de estatística descritiva. Para as associações sugeridas entre características e enfo-

ques foram empregados modelos de Análise de Correspondência; Testes paramétricos e não paramétricos de Diferenças de Médias também foram utilizados para diagnóstico significativo das segmentações propostas.

O teste da Análise de Correspondência requer a priori que os dados sejam de natureza não métrica; em razão de tal exigência as características Maior Participação de Acionista Ordinário e Maior Participação de Acionista em relação ao Capital Total foram repartidas em quatro grupos cada: participações entre 0 e 25%; maior que 25% e menor ou igual a 50%; maior que 50% e menor ou igual a 75% e maior que 75% - enquanto que a característica Quantidade e Qualidade dos Acionistas foi dividida em 3 grupos, cada um terço da amostra.

Ressalta-se a impossibilidade de utilizar a Análise de Correspondência para analisar interações com a característica Existência de Acionista Controlador, pois a técnica exige um mínimo de 3 grupos, e tal característica só pôde ser segregada em 2 grupos.

Para mensurar a viabilidade da Análise de Correspondência deve ser realizado teste Qui-quadrado para investigar associação significativa entre as variáveis. Os resultados dos testes Qui-quadrado demonstraram que todas as variáveis utilizadas possuem associações significantes ao nível de 1%, entendendo-se que tal resultado viabiliza a utilização da Análise de Correspondência para as avaliações de associação.

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE FIRMAS BRASILEIRAS ÓTICA DE PESQUISAS ANTERIORES

A investigação acerca das características da estrutura de propriedade das firmas brasileiras gerou uma série de pesquisas nos últimos anos, apresentadas a seguir; destas, as de Siqueira (1998), Siffert Filho e Silva (1999), Leal, Silva e Valadares (2002), Grava (2004), Silva (2004), Aldrighi e Mazzer Neto (2007), Verne, Santos e Postali (2009), Iturriaga e Crisóstomo (2010), Sarlo Neto, Rodrigues e Almeida (2010), Holanda e Coelho (2012) e Brandão e Coelho (2013).

Siqueira (1998) estudou empresas brasileiras de capital aberto que fizeram parte da publicação *Brazil Company Handbook*; o autor dividiu as empresas em três grupos, sendo o primeiro composto por empresas de propriedade dispersa (maior acionista com até 20% do capital total); o segundo era composto por empresas de propriedade dominante (maior acionista com 20% até 50% do capital total); e o terceiro grupo com empresas de propriedade majoritária (maior acionista com mais 50% do capital total). O autor conclui que a maior parte das empresas estava no segundo grupo de empresas (aproximadamente 48%).

Siffert Filho e Silva (1999) analisaram a evolução do controle das 100 maiores empresas brasileiras de 1990 a 1998, período este em que ocorreu uma série de alterações nas estruturas de propriedade das empresas brasileiras por conta de processos de fusões e aquisições. Os autores concluíram que houve redução no número de empresas estatais, por conta principalmente das privatizações ocorridas no período, e aumento no número de empresas com propriedade dominante e na quantidade de empresas com capital de origem estrangeira.

Leal *et al.* (2002) investigaram a participação dos maiores acionistas no capital das sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa e não controladas por entes governamentais no ano de 1998, concluindo que:

- Existia um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil, em média o maior acionista possui 61% do capital com direito a voto;
- Mesmo em empresas onde não existia a presença de acionista controlador, o maior acionista detinha participação significativa dos direitos sobre voto, em torno de 31% deste tipo de capital; e
- As empresas eram, em muitas vezes, controladas por seus três maiores acionistas, que, juntos, detinham aproximadamente 87% do capital com direito a voto.

Okimura (2003) utilizou em sua pesquisa a porcentagem do capital total e a porcentagem de ações ordinárias em posse do acionista controlador e a identidade do acionista controlador das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos 1998 a 2002. O autor concluiu que:

- O maior acionista possuía 76% do capital com direito a voto e 53% do capital total; e
- A maior parte das empresas era controlada por uma família ou por investidores nacionais.

Grava (2004) investigou a estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na base Windows® no período de 1997 a 2000. O autor concluiu que:

- Existia uma acentuada concentração de ações entre os maiores acionistas, sobretudo quando se considerava a existência de acordos de acionistas; e
- Grande parte das empresas emitiam ações preferenciais.

Silva (2004) investigou a participação dos maiores acionistas no capital, a origem do controle e a existência de acionistas controladores das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa no ano de 2000. O autor concluiu que:

- Considerando as estruturas indiretas de controle:
 - Em 90% das empresas existia um acionista controlador;
 - A maior parte das empresas era de origem familiar;
- Existia um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil, com o maior acionista possuindo, em média, 76% do capital com direito a voto; e
- Mesmo em empresas onde não existia a presença de acionista controlador, o maior acionista detinha participação significativa de 37% dos direitos sobre voto.

Silva e Leal (2006) utilizaram em sua pesquisa a participação dos maiores acionistas no capital, a origem do controle e a existência de acionistas controladores no capital das sociedades de capital aberto listadas na BM&FBovespa nos anos 1998, 2000 e 2002. Os autores concluíram:

- Em grande parte das empresas existia a figura do acionista controlador;
- O maior acionista possuía mais de 60% do capital votante e aproximadamente 40% do capital total; e
- Os três maiores acionistas possuíam juntos mais de 80% do capital votante e mais de 50% do capital total.

Aldrighi e Mazzer Neto (2007) investigaram a evolução da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto entre os anos 1997 a 2002. Os autores concluíram que:

- Houve uma redução no número de sociedades de capital aberto listadas na bolsa;
- A maior parte dos acionistas majoritários eram provenientes de famílias;
- Existia um acionista controlador em 77,6% das empresas; e
- O maior acionista detinha cerca de 70% do capital com direito a voto e cerca de 50% do capital total.

Silveira *et al.* (2008) utilizaram em sua pesquisa a porcentagem do capital total e a porcentagem de ações ordinárias em posse do acionista controlador das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos 1998 a 2002. Encontraram como resultado que o acionista controlador possuía, em média, aproximadamente 51% do capital total e 74% das ações ordinárias.

Verne, Santos e Postali (2009) analisaram a estrutura de propriedade de 100 empresas que realizaram oferta inicial de ações na BM&FBovespa durante o período de 2004 a 2007. Os autores concluíram que:

- As empresas eram controladas com cerca de 70% das ações, antes da oferta, somando-se participações diretas e indiretas; após a oferta inicial o percentual de controle caía para menos de 50%;
- Existia uma expressiva concentração acionária em poder do acionista majoritário, que, individualmente, possuía cerca de 60% das ações antes da oferta;
- Destacou-se a participação de empresas familiares nas ofertas iniciais de ações no período.

Iturriaga e Crisóstomo (2010) utilizaram em sua pesquisa a participação do maior acionista no capital votante das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos 1995 a 2004. Os autores inferiram que o maior acionista possuía aproximadamente 60% do capital votante.

Sarlo Neto *et al.* (2010) utilizaram em sua pesquisa a porcentagem do capital total em posse do maior acionista das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos 2000 a 2008. Os autores apresentaram que o maior acionista possuiu, em média, 58,8% do capital total no período.

Holanda e Coelho (2012) utilizaram uma série de características das sociedades de capital aberto não financeiras listadas na BM&FBovespa entre os anos 1998 a 2010. Considerando apenas as estruturas diretas de controle, os autores inferiram que:

- Na maioria das empresas existia uma acionista que detém mais de 50% do capital votante;
- Em média, o maior acionista detinha pouco menos da metade do capital total;
- Existia uma parcela, próxima a um 1/3 do capital total, disponível no mercado; e
- Em aproximadamente 30% das empresas possuíam investidores institucionais em seu quadro societário.

Já Brandão e Coelho (2013) tiveram como foco a utilização de características da estrutura de propriedade do setor bancário brasileiro como possível fonte de explicação para o desempenho dos bancos. Os principais resultados da pesquisa foram de que 88% das ações ordinárias são detidas pelo grupo controlador e que há uma grande participação

estatal nos bancos brasileiros. A influência da estrutura de propriedade não se apresentou como explicativa do desempenho operacional de tais instituições.

A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS FIRMAS BRASILEIRAS

A análise da estrutura de propriedade das firmas brasileiras será apresentada nas próximas 2 subseções, sendo que na primeira será analisada de forma descritiva e na segunda buscando encontrar associações com as 3 perspectivas enumeradas na metodologia.

Descrição da Estrutura de Propriedade

No Objeto 2 se descreve a participação do maior acionista ordinário sob os três enfoques discutidos. Na perspectiva temporal (Painel A) se infere que a participação média de um único acionista como majoritário é extremamente alta (por volta de 65%) embora venha decaindo muito levemente ao longo do período estudado dando, ademais, mostras de maior dispersão na propriedade das ações com o desvio padrão das observações aumentando ao longo do período; tal inferência tem suporte na significância estatística dos testes de diferenças de média aplicados que mostram comportamento distinto das percentagens em cada período, .

Comente-se que tal resultado é robusto estatisticamente, embora possa apresentar viés representativo, derivado da qualidade das informações prestadas por empresas que declararam haver um único acionista com a totalidade das ações ordinárias, o que não é usual.

Tal comportamento se reflete mais fortemente quando se aferem as diferenças na perspectiva do mercado de listagem (Painel B); pode-se constatar que empresas aderentes a lis-

tagens ligadas a níveis superiores de governança corporativa, contam, com significância estatística, com menor participação de um único acionista ordinário (48% do capital ordinário) que aquelas não listadas ou participantes do segmento tradicional (76% e 66%, respectivamente).

Já no Painel C, onde os testes de média também apresentam significância estatística diferenciando os grupos estudados, se pode notar que as maiores participações unitárias estão vinculadas a setores de forte concentração de mercado (financeiro/seguros, transportes, telecomunicações) e sociedades de economia mista, com preponderância de capital estatal (saneamento, energia elétrica); já as menores participações foram detectadas em setores com maior número de *players* no mercado (têxtil / vestuário e comércio, por exemplo) e em setores intensivos de capital, que demandam maior volume de recursos próprios (construção e máquinas) para o financiamento de suas atividades.

Há de se destacar a existência de firmas em que o maior acionista detém 100% das ações ordinárias; tal situação decorre de firmas subsidiárias integrais serem listadas ou por ocorrência da situação em que os demais acionistas apenas possuem ações preferências.

Tais achados se comportam de acordo com os evidenciados nas pesquisas Leal *et al.* (2002), Okimura (2003), Grava (2004), Silva (2004), Silva e Leal (2006), Aldrighi e Mazzer Neto (2007), Silveira *et al.* (2008), Iturriaga e Crisóstomo (2010) e Holanda e Coelho (2012) onde também se constata que o acionista controlador de firmas brasileiras mantém elevada participação no seu capital ordinário.

Objeto 2 - Estatísticas relacionadas à maior participação de acionista ordinário

Painel A							
Evolução Temporal	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
1998-2002	3674	5,31	100,00	69,12	27,08		
2003-2007	3026	5,47	100,00	68,93	27,98	16,0*	12,9*
2008-2012	2868	5,13	100,00	65,40	29,94		
Painel B							
Mercado de Listagem	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Não Listada	3910	5,31	100,00	76,45	27,13		
Segmento Tradicional	4369	7,85	100,00	66,35	26,63	580,5*	428,8*
Governança Corporativa	1289	5,13	100,00	47,57	25,74		
Painel C							
Sector de Atuação	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Agricultura	472	9,61	100,00	61,68	27,95		
Comércio	623	5,47	100,00	63,82	29,29		
Construção	641	5,16	100,00	55,00	27,39		
Energia Elétrica	890	14,16	100,00	71,28	24,70		
Extração Mineral	118	25,30	100,00	61,91	22,06		
Financeiro / Seguros	1426	5,13	100,00	79,66	26,65		
Máquinas	462	6,77	100,00	60,07	22,60		
Metalurgia	682	10,53	100,00	65,41	27,93	46,9*	722,1*
Papel / Celulose	227	16,66	100,00	66,14	28,71		
Petróleo	451	10,09	100,00	68,05	28,60		
Saneamento	173	34,55	100,00	77,82	21,78		
Serviços	312	8,69	100,00	62,13	29,95		
Telecomunicações	724	5,31	100,00	71,95	25,56		
Têxtil / Vestuário	517	7,27	100,00	54,49	27,32		
Transportes	587	9,00	100,00	71,64	30,17		
Sem Setor Principal	1263	5,37	100,00	70,00	29,07		

*: Significância Estatística ao nível de 1%.

Aplicaram-se o teste paramétrico ANOVA e o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis de diferenças de média.

N: número de empresas-ano

No Objeto 3 se repete a análise acima, agora focada na maior participação de um único acionista em relação ao capital total. Neste caso, na perspectiva do tempo (Painel A), tal participação não se alterou, permanecendo na média em torno de 60% do capital total das empresas; tal comportamento é consistente, conforme se constata pelo resultado dos testes de média, que não apontam com significância, diferenças entre os períodos considerados; há que se notar que a emissão de ações preferenciais foi preterida ao longo

do tempo, principalmente por conta de empresas que aderiram às exigências para ingressar nas listagens especiais da BM&FBOVESPA, não se detectando diferenças significantes, permanecendo o erro de empresas com um único acionista.

Na perspectiva do mercado de listagem (Painel B) apenas se aprofunda a situação detectada para o capital ordinário, com as empresas listadas em segmentos de governança apresentando sinais significantes de maior dispersão do capital total, onde o acionista com maior participação não passa de 37% do capital total. Em tal enfoque os testes de média também apresentaram diferenças entre os três mercados, com significância estatística.

Quanto à avaliação de maior participação no capital total segundo o setor de atividade (Painel C) foram identificadas diferenças significantes na participação do maior acionista segundo os setores; no mais se identificam que apenas os setores do ramo financeiro / seguros e de saneamento não dão sinais de diluição da participação do maior acionista por meio de ações preferenciais emitidas, permanecendo com alta concentração de propriedade.

Mais uma vez, destaca-se a existência de firmas em que o maior acionista detém 100% das ações totais da firma, talvez devido ao fato de que tais firmas sejam subsidiárias integrais de holdings.

Os achados das pesquisas de Silveira *et al.* (2008) e Sarlo Neto *et al.* (2010) são também corroborados, ao se desvendar que o maior acionista possui participação majoritária significativa no capital total da firma.

Objeto 3 - Estatísticas relacionadas à maior participação de acionista único no capital total

Painel A							
Evolução Temporal	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
1998-2002	3674	5,27	100,00	59,57	29,23		
2003-2007	3026	5,47	100,00	60,10	29,94	0,4	1,6
2008-2012	2868	5,00	100,00	59,39	31,01		
Painel B							
Mercado de Listagem	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Não Listada	3910	5,31	100,00	73,64	27,93		
Listada no Segmento Tradicional	4369	5,27	100,00	53,99	28,07	1079,5*	1795,9*
Governança Corporativa	1289	5,00	100,00	36,68	20,31		
Painel C							
Setor de Atuação	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Agricultura	472	5,27	100,00	52,30	26,14		
Comércio	623	5,47	100,00	52,93	29,61		
Construção	641	5,00	100,00	49,49	27,97		
Energia Elétrica	890	12,27	100,00	63,54	27,17		
Extração Mineral	118	18,00	100,00	51,47	25,15		
Financeiro	1426	5,00	100,00	75,37	28,94		
Máquinas	462	6,48	100,00	45,46	24,39		
Metalurgia	682	7,58	100,00	47,33	27,58		
Papel / Celulose	227	15,03	97,04	50,34	26,35	88,12*	1271,9*
Petróleo	451	5,64	100,00	56,53	29,95		
Saneamento	173	34,55	100,00	75,50	22,18		
Serviços	312	8,69	100,00	55,99	31,09		
Telecomunicações	724	5,31	100,00	62,51	28,91		
Têxtil / Vestuário	517	7,00	100,00	41,35	24,05		
Transportes	587	6,80	100,00	68,74	29,49		
Sem Setor Principal	1263	5,37	100,00	66,39	29,78		

*: Significância Estatística ao nível de 1%.

O teste paramétrico foi a ANOVA e o não paramétrico o de Kruskal-Wallis.

N: número de empresas-ano

No Objeto 4 se descreve a origem do controle das empresas brasileiras de capital aberto. No Painel A se verifica que a presença de capital estrangeiro no controle de empresas ainda é incipiente, considerando os 15 anos da amostra, inclusive diminuindo ao longo do tempo, com não mais que 5% de empresas controladas por acionistas residentes no exterior. Do ponto de vista das empresas com controle na-

cional, não se notam diferentes relevantes entre aquelas controladas pelo governo, por famílias ou por grupos econômicos independentes.

No Painel B vale comentar: há preponderância de empresas estrangeiras no segmento de listagem tradicional; as estatais se destacam na listagem por adesão a padrões de governança corporativa, enquanto as empresas de controle de grupos nacionais se destacam no segmento de não listadas.

Na distribuição de origens de controle acionário segundo os setores de atividade (Painel C), vale ser destacada a expressiva presença de estrangeiros no setor Agricultura em relação a outras atividades, bem como presença sem relevância nos setores têxtil / vestuário e papel e celulose; a presença de capital estatal ainda é substancial no setor de energia elétrica e financeiro / seguros e fundamental no setor saneamento; a presença de controle familiar sobressai em setores mais tradicionais e menos intensivos de capital como têxtil / vestuário, comércio, serviços, construção e extração mineral.

Os resultados evidenciados no Objeto 4 estão de acordo com os apontados na pesquisa de Siffert Filho e Silva (1999), que identificaram também redução de empresas com controle estatal.

Objeto 4 - Estatísticas relacionadas à origem do controle acionário

Painel A									
Evolução Temporal	N	Estrangeiro		Estatal		Familiar		Nacional Privado	
		Q	%	Q	%	Q	%	Q	%
1998-2002	3674	227	6,2%	238	6,5%	189	5,1%	3020	82,2%
2003-2007	3026	157	5,2%	211	7,0%	178	5,9%	2480	82,0%
2008-2012	2868	149	5,2%	181	6,3%	187	6,5%	2351	82,0%

Painel B									
Mercado de Listagem	N	Estrangeiro		Estatal		Familiar		Nacional Privado	
		Q	%	Q	%	Q	%	Q	%
Não Listada	3910	156	4,0%	218	5,6%	207	5,3%	3329	85,1%
Segmento Tradicional	4369	320	7,3%	298	6,8%	280	6,4%	3471	79,4%
Governança Corporativa	1289	57	4,4%	114	8,8%	67	5,2%	1051	81,5%

Painel C									
Setor de Atuação	N	Estrangeiro		Estatal		Familiar		Nacional Privado	
		Q	%	Q	%	Q	%	Q	%
Agricultura	472	54	11,4%	0	0,0%	23	4,9%	395	83,7%
Comércio	623	54	8,7%	0	0,0%	66	10,6%	503	80,7%
Construção	641	34	5,3%	0	0,0%	76	11,9%	531	82,8%
Energia Elétrica	890	50	5,6%	191	21,4%	1	0,1%	648	72,6%
Extração Mineral	118	5	4,2%	0	0,0%	13	10,9%	100	84,0%
Financeiro/ Seguros	1426	59	4,1%	215	15,0	78	5,5%	1074	75,2%
Máquinas	462	35	7,6%	0	0,0%	15	3,2%	412	89,2%
Metalurgia	682	42	6,2%	0	0,0%	55	8,1%	585	85,8%
Papel/ Celulose	227	0	0,0%	0	0,0%	18	7,9%	209	92,1%
Petróleo	451	40	8,9%	28	6,2	8	1,8%	375	83,1%
Saneamento	173	8	4,6%	134	77,5%	0	0,0%	31	17,9%
Serviços	312	15	4,8%	14	4,5%	29	9,3%	254	81,2%
Telecomunicações	724	39	5,4%	30	4,1%	13	1,8%	642	88,7%
Têxtil/ Vestuário	517	4	0,8%	0	0,0%	103	19,9%	410	79,3%
Transportes	587	25	4,3%	11	1,9%	10	1,7%	541	92,2%
Sem Setor Principal	1263	69	5,5%	7	0,6%	46	3,6%	1141	90,3%

N: número de empresas-ano

No Objeto 5 a extensão da existência de acionista controlador nas firmas brasileiras é explorada; a tendência já vista quanto à concentração se atesta quanto ao controle de característica majoritária presente na estrutura societária brasileira.

Todavia, temporalmente (Painel A) se visualiza incremento das empresas sem acionista controlador, que alcançam a cifra de 34% do total de empresas contra 27% no início do período sob estudo.

No Painel B se explica que a grande incidência de empresas sem acionista controlador se instala no segmento de governança corporativa, no qual se lê que menos da metade ali listadas possui a figura do acionista majoritário que engloba as funções de propriedade e gestão. 76% das empresas não listadas permanecem com a figura do acionista provedor de gestão e recursos.

Setores com maior grau de competição, onde não há participante preponderante no mercado, são aqueles com a menor frequência de controle majoritário - construção, têxtil / vestuário e serviços; tal evidência vai de encontro aos achados da pesquisa de Almeida e Bortolon (2012), na qual os autores concluíram que ambientes de maior competição estão associados à concentração de propriedade e controle; já setores com forte regulação tendem a forte concentração do controle, já que mais de 80% das empresas contam com acionista majoritário: saneamento, telecomunicações e financeiro / seguros; tais inferências baseiam-se no Painel C.

Os resultados confirmam a pesquisa de Aldrighi e Mazzer Neto (2007), onde se detecta que na maior parte das firmas brasileiras existe acionista com mais de 50% do capital votante.

Objeto 5 - Estatísticas relacionadas ao acionista controlador

Painel A					
Evolução Temporal	N	Sem Acionista Controlador		Com Acionista Controlador	
		Q	%	Q	%
1998-2002	3674	998	27,2%	2676	72,8%
2003-2007	3026	860	28,4%	2166	71,6%
2008-2012	2868	971	33,9%	1897	66,1%

Painel B					
Mercado de Listagem	N	Sem Acionista Controlador		Com Acionista Controlador	
		Q	%	Q	%
Não Listada	3910	920	23,5%	2990	76,4%
Segmento Tradicional	4369	1226	28,1%	3143	71,9%
Governança Corporativa	1289	683	52,9%	606	47,0%

Painel C					
Setor de Atuação	N	Sem Acionista Controlador		Com Acionista Controlador	
		Q	%	Q	%
Agricultura	472	176	37,3%	296	62,7%
Comércio	623	175	28,1%	448	71,9%
Construção	641	318	49,6%	323	50,4%
Energia Elétrica	890	206	23,1%	684	76,7%
Extração Mineral	118	26	21,8%	92	77,3%
Financeiro	1426	283	19,8%	1143	80,0%
Máquinas	462	145	31,4%	317	68,6%
Metalurgia	682	248	36,4%	434	63,6%
Papel / Celulose	227	76	33,5%	151	66,5%
Petróleo	451	121	26,8%	330	73,2%
Saneamento	173	15	8,7%	158	91,3%
Serviços	312	138	44,1%	174	55,6%
Telecomunicações	724	139	19,2%	585	80,8%
Têxtil / Vestuário	517	223	43,1%	294	56,9%
Transportes	587	161	27,4%	426	72,6%
Sem Setor Principal	1263	379	30,0%	884	70,0%

N: número de empresas-ano

No Objeto 6 se expõe sumário descritivo sobre a quantidade de acionistas de cada empresa no cenário brasileiro. A base de investidores para a economia do porte da brasileira se apresenta acanhada, vez que as maiores bases acionárias são da ordem de 380.000 acionistas para a empresa com maior quantidade de acionista. Muito provavelmente tal base se expanda se for considerada a quantidade de cotistas de fundos e clubes de investimento em títulos de renda variáveis.

Quando se analisa a perspectiva temporal (Painel A) do número de acionistas pode-se verificar que há incremento da

base acionária média de forma significativa, com os testes de diferença de média atestando tal diferença ao nível de 1%, de modo que o último quadriênio exibe taxa de crescimento de 27% em relação à média de acionistas do primeiro quadriênio (taxa de crescimento anual médio de 0,5%).

No Painel B se verifica que a quantidade de acionistas é maior, também de forma significativa ao nível de 1% segundo os testes aplicados, nas empresas que compõem listagem de negociação na BM&FBOVESPA e maior ainda nas empresas participantes de listagens em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Isto pode significar que as empresas que buscam padrões mais avançados de governança corporativa incentivam os investidores a buscar suas ações.

Examinando o Painel C se destaca que os testes de diferença de média indicaram com significância setores com comportamento diferenciado; percebe-se que os setores com empresas com maior base acionária média são os de telecomunicações, de extração mineral, de energia elétrica e o de bancos e seguradoras, que também apresentam as empresas com maior dispersão na quantidade de acionistas, novamente corroborando a concentração de propriedade no Brasil; saneamento e serviços contêm as empresas com menores médias de número de acionistas e com baixa dispersão desta quantidade.

O total de acionistas relevantes-aqueles com mais de 5% do capital da empresa - é bastante diminuto no conjunto das empresas brasileiras; o número máximo deste tipo de participação alcança apenas 9 acionistas, ressaltando-se que nenhuma firma tem mais de 1% dos seus acionistas classificados nesta categoria. As firmas que possuem 9 acionistas relevantes são apenas 25.

Devido ao fato de que firmas não informaram a quantidade de acionistas (252 empresas ano), optou-se por não consi-

derá-las análise; por outro lado, outras firmas (199 empresas ano) informaram quantidade irreal de acionistas, que classificou-se como erro, também optando-se por retirá-las da análise.

Objeto 6 - Estatísticas relacionadas à quantidade de acionista

Painel A							
Evolução Temporal	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
1998-2002	3530	1	373789	5078	25229		
2003-2007	2903	1	378730	4747	24621	3,3**	149,3*
2008-2012	2684	1	372623	6436	28683		
Painel B							
Mercado de Listagem	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Não Listada	3703	1	178000	622	4595		
Listada no Segmento Tradicional	4174	1	373789	6623	29903	162,0*	2967,7*
Governança Corporativa	1240	1	378730	15350	42081		
Painel C							
Setor de Atuação	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	T teste	Z teste
Agricultura	465	1	37334	2288	4549		
Comércio	610	1	34833	2619	5155		
Construção	628	1	20129	1491	2923		
Energia Elétrica	875	1	170556	9030	21024		
Extração Mineral	117	1	243308	14976	44450		
Financeiro	1264	1	378730	11187	44161		
Máquinas	457	1	32212	2301	4386		
Metalurgia	669	1	118068	4705	14529		
Papel / Celulose	223	1	22500	1484	3162	19,6*	868,2*
Petróleo	443	1	339417	7778	35255		
Saneamento	170	1	7918	674	1252		
Serviços	308	1	15421	731	1814		
Telecomunicações	555	1	364030	15842	58270		
Têxtil / Vestuário	508	1	11348	1213	1895		
Transportes	580	1	18939	1260	3479		
Sem Setor Principal	1245	1	177558	2519	16055		

*: Significância Estatística ao nível de 1% e **: Significância Estatística ao nível de 5%

O teste paramétrico foi a ANOVA e o não paramétrico o de Kruskal-Wallis.

N: número de empresas ano.

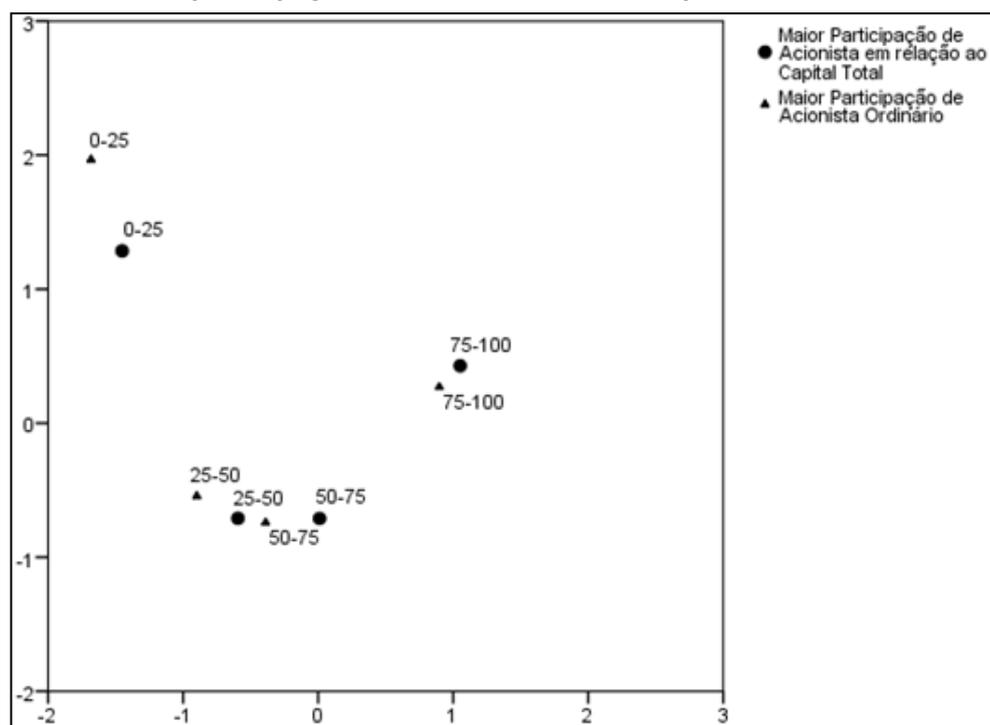
Associações de Características de Estrutura de Propriedade

As interações entre os atributos estudados da estrutura de propriedade das empresas brasileiras foram objeto de análise de correspondência (ANACOR), cujos achados se exibem na forma de mapas perceptuais.

No Objeto 7 se evidencia o mapa perceptual gerado pela apreciação entre as informações sobre a Maior Participação de Acionista Ordinário confrontado com os dados referentes à Maior Participação de Acionista Único no Capital Total.

Depreende-se do exame do mapa que se confirma a concentração de propriedade associada à concentração de direitos ao fluxo de caixa das empresas, eis que o nível de participação na base acionária ordinária e na base acionária total é forte e positivamente relacionado; as participações em ordinárias e em ações totais estão perceptualmente próximos, considerando que os quartis superiores até os quartis inferiores do nível de participação estão associados.

Objeto 7 - Maior participação de acionista ordinário versus maior participação de acionista único no capital total



No Objeto 8 resta esclarecido que a Origem do Controle Acionário das empresas brasileiras não se associam de maneira uniforme com o nível de concentração alegado de forma genérica para a propriedade das empresas de capital aberto.

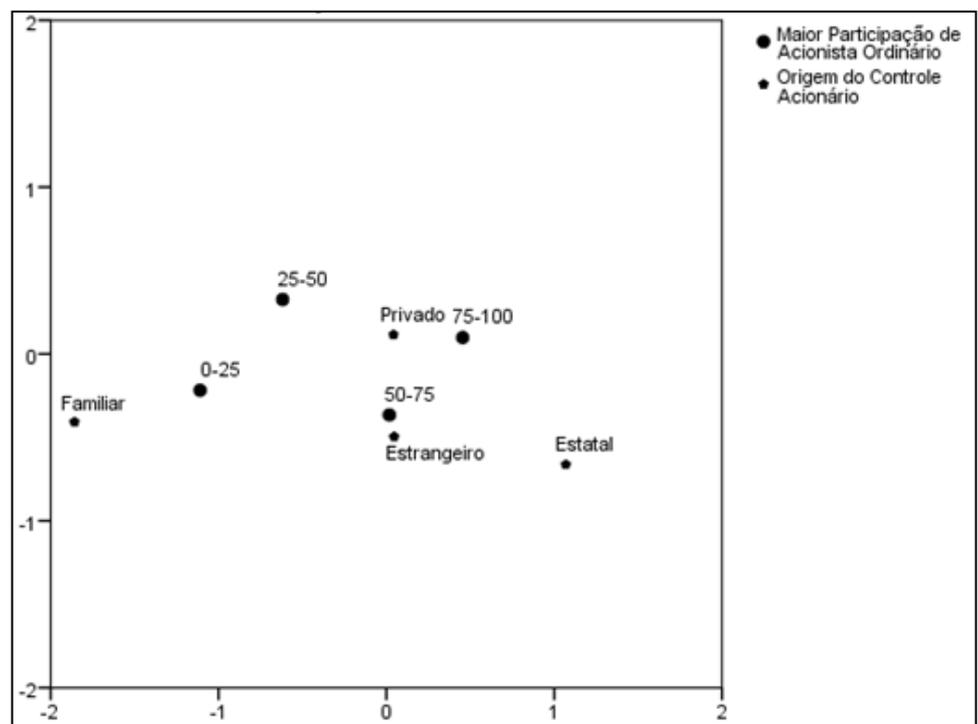
O grupo superior do atributo Maior Participação de Acionista Ordinário se correlacionam apenas as empresas com origem de capital nacional de fonte privada não familiar, que tais empresas estão associadas à existência de maior concentração (75%-100%) de propriedade.

Já empresas de capital de origem nacional, dominadas por grupo familiar estão mais próximas do atributo de menor concentração de capital ordinário em torno do maior acionista, talvez por que a participação relevante já esteja diluída entre entes familiares singulares, ao contrário do controle privado que pode se fazer por meio de holdings ou outras entidades jurídicas, que concentram toda a participação.

As empresas de origem de capital estatal não apresentam padrão de correspondência visível, não estando próximo a qualquer dos quartis representativos de participação de acionista ordinário.

Também se pode perceber que as firmas de capital de origem estrangeira estão associadas a menores níveis de concentração de capital ordinário, pois associadas ao segundo quartil de maior participação de acionista ordinário (50%-75%), embora mantenha o caráter de acionista majoritário presente em sua estrutura de propriedade.

Objeto 8 - Maior participação de acionista ordinário *versus* origem do controle acionário

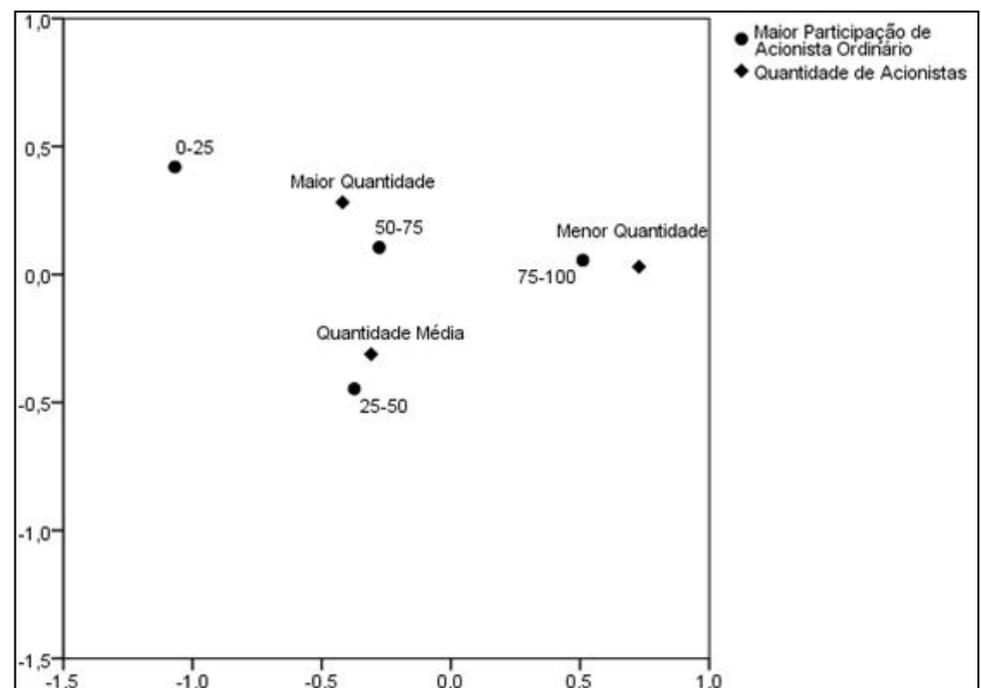


Ao se evidenciar a associação entre a Maior Participação de Acionista Ordinário em confronto com a Quantidade de Acionistas (Objeto 9), se pode apreender que as firmas com capital mais concentrado estão relacionadas àquelas posições de menor quantidade de acionistas; por outro lado, estruturas societárias com maiores quantidades de acionistas

também estão associadas com firmas com expressiva concentração de propriedade (50%-75% do capital ordinário), o que dá a entender sejam empresas com emissão intensiva de ações preferenciais, atraindo investidores interessados prioritariamente no fluxo de caixa das empresas.

Há ainda conjunto de empresas com quantidade média de acionistas (tercil intermediário), característica que se associa de forma forte com empresas de menor concentração de propriedade (25%-75% do capital ordinário), o que seria característica de empresas dirigidas por acordo de acionistas.

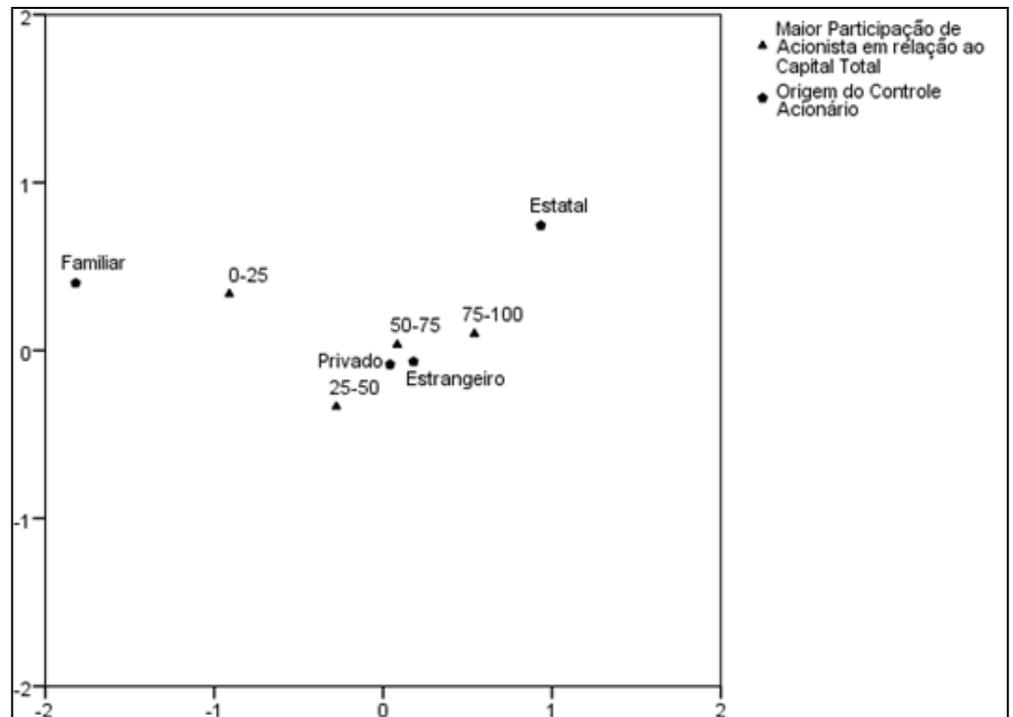
Objeto 9 - Maior participação de acionista ordinário *versus* quantidade de acionistas



A análise da correspondência entre as características Maior Participação de Acionista no Capital Total e Origem do Controle Acionário (Objeto 10) confirma as inferências reportadas no exame dos mapas perceptuais dos objetos 7 e 8, com as estruturas de propriedade dominadas pelo governo e por famílias não se associando ao nível de participação no capital total; do mesmo modo, as firmas com origem de capital

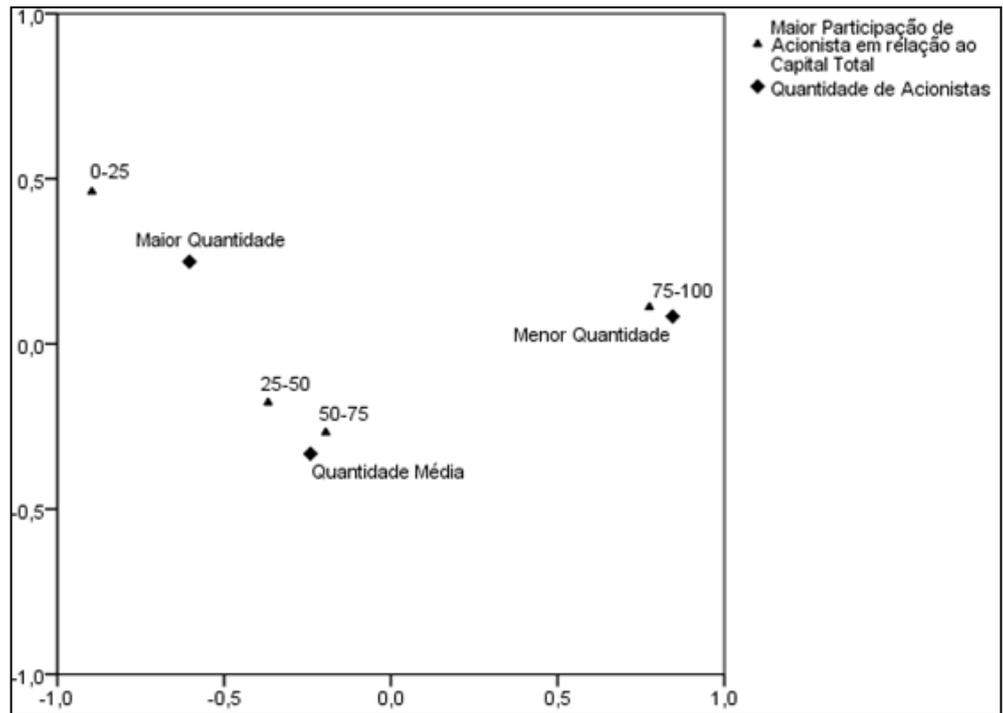
privado, tanto nacional como estrangeiro, estão associadas a forte concentração no capital total das firmas.

Objeto 10 - Maior participação de acionista no capital total *versus* origem do controle acionário



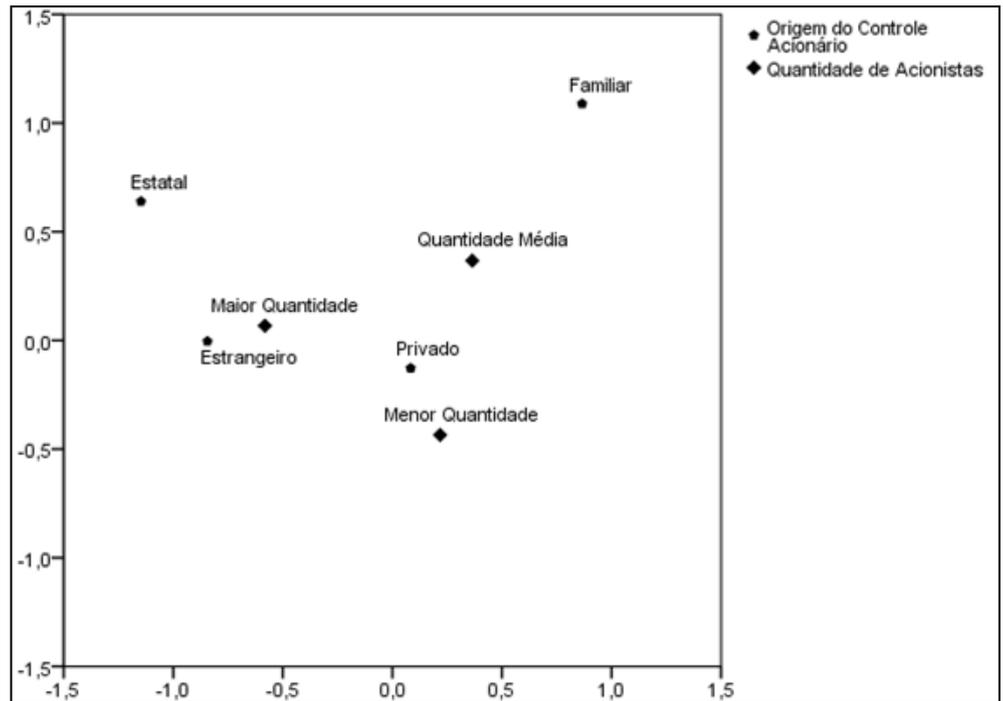
No Objeto 11 se evidencia que a associação para as características Maior Participação de Acionista no Capital Total e Quantidade de Acionistas se comporta da mesma forma que as correlações tratadas no Objeto 9. Fica possível inferir então que os arranjos societários envolvendo ações preferenciais não influem na estrutura societária ordinária, podendo ser sinal de que a exigência para listagens em níveis diferenciados de governança corporativa de não existência de capital preferencial esteja tendo efeitos de efetiva redução deste tipo de capital na composição da estrutura acionária das empresas brasileiras de capital aberto.

Objeto 11 - Maior participação de acionista no capital total versus quantidade de acionistas



Ao examinar, a partir do Objeto 12, a associação entre Origem do Controle Acionário e Quantidade de Acionistas se infere que investidores operando no mercado de capitais brasileiro preferem aplicar em firmas de origem de capital estrangeiro, condição que está relacionada com maior quantidade de acionistas; já as firmas de origem de capital privado nacional se associam a uma menor quantidade de acionistas. Já as estruturas de propriedade com origem de capital estatal ou familiar não marcam correspondência com qualquer dos grupos que representam a quantidade de acionistas das firmas.

Objeto 12 - Origem do controle acionário versus quantidade de acionistas



Foram constatados pela análise: elevada participação de maior acionista, seja no capital ordinário seja no capital total; reduzida percentagem de empresas de origem estrangeira operando no Brasil; predominância de origem de capital nacional privado; e presença de acionista controlador na maioria das firmas brasileiras. Temporalmente, constatou-se: adesão crescente de firmas à listagem de governança corporativa; redução da participação do maior acionista no capital; e diminuição da presença de acionista controlador.

CONCLUSÃO

Pesquisas anteriores que investigaram estrutura de propriedade nas empresas brasileiras centraram-se no estudo de curto alcance temporal e utilizaram apenas dados referentes às empresas listadas na BM&FBovespa. Outra constatação do exame de tais estudos foi o fato de ter seu foco restrito em relação às diversas características presentes na estrutura de propriedade de firmas.

Diante deste contexto, o objetivo dessa pesquisa consistiu em analisar a evolução da estrutura de propriedade das sociedades de capital aberto no Brasil em período mais longo, abrangendo 1998 a 2012. Também se estendeu a abrangência das características observadas: Origem do Capital, Participação do Maior Acionista Ordinário, Existência de Acionista Controlador, Participação do Maior Acionista e Qualidade e Quantidade de Acionistas.

O panorama temporal traçado aponta leve alteração no sentido de redução de concentração de propriedade de capital no Brasil, ponderado principalmente pela iniciativa de BM&FBovespa em instituir listagens especiais de empresas que aderiram explicitamente a práticas diferenciadas de governança corporativa e de adoção de medidas de proteção a acionistas minoritários. Tal alteração é mais sentida no que tange aos números que incluem a presença de base acionária preferencial.

Tal marco de segmentação parece ter influenciado em vários aspectos societários aqui levantados, como a quantidade de acionistas de cada empresa, que aumentou ao longo do tempo, concentrado principalmente no segmento de empresas em listagem diferenciada. Também se destacaram diferenças significantes em todos os aspectos societários abordados, quando se compararam as empresas listadas em segmentos de governança e listadas no mercado tradicional ou não listadas em bolsa. Entre os segmentos comentados apontaram discrepâncias significantes como a redução da participação do maior acionista e, por conseguinte a redução da presença de acionista controlador; por outro lado, muito provavelmente em decorrência da facilidade na negociação de suas ações, contabilizou-se expressivo aumento na quantidade de acionistas nas firmas listadas nos segmentos de maior governança corporativa.

Não se vislumbram alterações em qualquer dimensão estudada na estratificação da origem do capital das empresas, nem em seus relacionamentos com demais variáveis da estrutura de propriedade.

Recomenda-se, para pesquisas futuras, aumentar o intervalo temporal e inclusão de outras características da estrutura de propriedade. Além disso, sugere-se, pesquisar fatores que poderiam determinar as características da estrutura de

propriedade apontadas no atual estudo, atentando, em especial para investigar a influência de atuações de organismos institucionais do mercado de capitais, quanto à implantação e desenvolvimento de mecanismos de governança corporativa nos aspectos societários das companhias brasileiras.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, D.M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as Estruturas de Propriedade de Capital e de Voto das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ALMEIDA, J.E.F; BORTOLON, P.M. Competição no mercado e estrutura de propriedade: evidências das companhias abertas listadas na BMF&Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 10., São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2012.

BRANDÃO, I.F.; COELHO, A.C.D. Estrutura de propriedade e desempenho em bancos no Brasil. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 16., São Paulo. Anais... São Paulo: USP, 2013.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração USP - RAUSP*, v. 37, n. 3, p.19-32, 2002.

GRAVA, J. W. A anatomia da Governança Corporativa no Brasil e o desempenho econômico da firma: uma análise estatística exploratória das empresas de capital aberto no período de 1997 a 2000. 2004. 198 p. Tese de Doutorado em Economia, Faculdade de Economia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

HOLANDA, A.P.; COELHO, A.C.D. Dividendos e Efeito Clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVAIBGC (n.d.). Perguntas frequentes. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/PerguntasFrequentes.aspx>. Acesso em: 25/04/ 2011.

ITURRIAGA, F.J.L.; CRISÓSTOMO, V.L. Do Leverage, Dividend Payout, and Ownership Concentration Influence Firms' Value Creation? An Analysis of Brazilian Firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

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

LEAL, R.P.C.; 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.

LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L.C. Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile). Working Paper, 2005. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 25 jul. 2012.

LOPES, A.B. The Relation Between Firm-Specific Corporate Governance, Cross Listing and the Informativeness of Accounting Numbers in Brazil. 2008. 184p. Tese de Doutorado em Accounting and Finance, Manchester Business School, Manchester, 2008.

MONKS, R. A. G.; MINOW, N. Corporate Governance. Oxford: Blackwell Publishers; 2001.

- OKIMURA, R.T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. 2003. 120 p. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.
- SARLO NETO, A; RODRIGUES, A.; ALMEIDA, J.E.F. Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 21, n. 54, p. 6-22, 2010.
- SIFFERT FILHO, N.; SILVA, C.S. As grandes empresas nos anos 90: respostas estratégicas a um cenário de mudanças. *Revista do BNDES*, v. 5, p. 375-410, 1998.
- SIFFERT FILHO, N. Governança Corporativa: Padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. Rio de Janeiro: Ed. BNDES Disponível em <<http://www.bndes.gov.br>>, 2000.
- SILVA, A.L.C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração USP - RAUSP*, v. 39, n. 4, p.348-361, 2004.
- SILVA, A.L.C.; LEAL, R.P.C. Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. *Corporate Ownership & Control*, v. 4, n. 1, p. 300-308, 2006.
- SILVEIRA, A.D.M. Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250p. Tese de Doutorado em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A.D.M.; BARROS, L.A.B.C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*, v. 4, p. 1-24, 1998.

VERNE, R.M.; SANTOS, R.L.; POSTALI, F.S. Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 9., São Leopoldo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2011.