

**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

KLEFFERSON DOUGLAS XAVIER DE ARAUJO

**RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E
ESTRUTURA DE CAPITAL NO MERCADO BRASILEIRO DE
CAPITAIS**

**JOÃO PESSOA
2014**

KLEFFERSON DOUGLAS XAVIER DE ARAUJO

**RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E
ESTRUTURA DE CAPITAL NO MERCADO BRASILEIRO DE
CAPITAIS**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Departamento de Finanças e Contabilidade, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial a obtenção do grau de bacharel em Ciências Contábeis, tendo como orientador o Professor Dr. Orleans Silva Martins.

**JOÃO PESSOA
2014**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

A658r Araujo, Klefferson Douglas Xavier de.

Relação entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no mercado brasileiro de capitais./ Klefferson Douglas Xavier de Araujo. – João Pessoa: UFPB, 2014.
42f.: il.

Orientador: Profº. Dr. Orleans Silva Martins.
Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – UFPB/CCSA.

1. Mercado Brasileiro de Capitais. 2. Estrutura de Propriedade. 3. Estrutura de Capital. I. Martins, Orleans Silva. II. Título.

UFPB/CCSA/BS

CDU (2. ed.): 336.76(81)(043.2)

KLEFFERSON DOUGLAS XAVIER DE ARAUJO

**RELAÇÃO ENTRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E ESTRUTURA DE
CAPITAL NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

Monografia apresentada ao Curso de
Ciências Contábeis da Universidade
Federal da Paraíba, como requisito parcial
a obtenção do grau de bacharel em
Ciências Contábeis.

Resultado: _____
João Pessoa, _____ de _____ de 2014

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Orleans Silva Martins

Prof. Dr. Edilson Paulo

Prof. Me. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão

A Deus, pela oportunidade de fazer e concluir um curso de nível superior.
Dedico também este Trabalho aos meus pais, EDVALDO e ANDRÉA, pelo incentivo e apoio para que eu pudesse estudar ter um futuro melhor, do qual serei eternamente grato em cada momento de minha vida.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, por estar sempre me protegendo e livrando do mal, cuidando do meu futuro, e pelas forças imensuráveis concedidas nos momentos de dificuldade do curso e da vida.

Aos meus Pais, Edvaldo Manoel de Araújo e Andréa Galdino de Araújo, por seu amor, pela dedicação, apoio, e oportunidades que me proporcionaram, sendo eles os precursores das minhas conquistas que estão por vir.

Ao meu Irmão Heberton Willian Xavier de Araújo, minha prima Ana Jéssica de Araújo Alves que direta ou indiretamente me aconselhou e estimulou a lutar pela vida e ser bem sucedido profissionalmente.

Ao meu orientador Dr. Orleans Silva Martins, pela disponibilidade, apoio, atenção e pelo auxílio na execução do trabalho.

Aos meus amigos de curso Mayra Maria, Livia Maria, Ernailze Andrade e Nayra Rayanne, que contribuíram fortemente ao longo de minha formação acadêmica, pela disposição de ajudar e pelo carinho e preocupação;

Aos meus queridos amigos de trabalho Isabela Mayara, Esterlândia Bezerra, Dalnes Gondim, Adailton Aragão e Aline Myrtes, pelo incentivo na trajetória do curso e ensinamentos do dia-a-dia que vou levar e lembrar por toda minha vida.

A todos os professores do curso de Ciências Contábeis da UFPB que contribuíram fortemente para minha formação profissional.

A toda minha família pelo carinho e votos de sucesso: avós Manoel Oliveira e Severina Pereira, tio Erivaldo Manoel, tias Maria da Penha e Maria das Graças.

“Que os vossos esforços desafiem as impossibilidades, lembrai-vos de que as grandes coisas do homem foram conquistadas do que parecia impossível”.

(Charles Chaplin)

RESUMO

O mercado brasileiro de capitais é caracterizado pela elevada concentração de propriedade na estrutura societária das empresas. Nesse contexto, a literatura retrata que a prática de governança corporativa surgiu para superar os conflitos de agência, dar maior transparência nas decisões e servir como mecanismo interno de controle para assegurar que os comportamentos dos executivos estejam sempre alinhados aos interesses dos acionistas. Dessa forma, o presente trabalho teve como objetivo analisar a existência de concentração de propriedade e controle, de acordo com seu segmento de governança, relacionando-a a estrutura de capital das empresas. Para isso, utilizou-se uma amostra de 342 ações negociadas na BM&FBOVESPA, entre os anos de 2008 e 2012. Os dados referentes aos percentuais de ações (de todos os tipos e aquelas com direito de voto da estrutura societária) e os índices da estrutura de capital foram coletadas por meio da Economática. Os dados foram analisados através de estatísticas descritivas, assim como por análise de correlação, visando ao alcance dos objetivos. Dentre os resultados obtidos, ressalta-se ainda a existência de alta concentração acionária na estrutura de propriedade e controle das empresas de capital aberto brasileira. Também se verificou que as companhias tem uma maior dependência ao capital de terceiros e que nas firmas em que os acionistas majoritários possuem mais direitos de fluxo de caixa e direitos de voto o grau de endividamento tende a ser maior. Logo, levando-se em conta os objetivos alcançados, considera-se que há evidências de que a concentração de controle influencie positivamente o nível de endividamento.

Palavras-chave: Mercado Brasileiro de Capitais. Estrutura de propriedade. Estrutura de capital.

ABSTRACT

The Brazilian capital Market is characterized by the high concentration of property on the corporate structure of the companies. In this context, literature shows that the practice of corporate governance emerged to: overcome the agency dilemma; give bigger transparency in the decisions; and, be an intern control mechanism to assure that the executives' behavior always looks sharpened to the shareholders' interests. So, the present work had the objective of analyzing the existence of property and control concentration according to its governance segment, relating it to the capital structure of the companies. For this, it was used a sample of 342 share negotiated in BM&FBOVESPA between the years of 2008 and 2012. The information related to the percentages of share (the ones from all types and the ones entitled to a vote of the corporate structure) and the rates of the capital structure were collected by the means of Economática. The data were analyzed through descriptive statistics, as well as through correlation analysis, being aimed to achieve the objectives. Among the obtained results, it must be observed the existence of high share concentration in the property and control structure of the Brazilian open capital companies. It was also verified that: the companies depends more on the other's capital; and, at the firms in which the majority shareholders have the right of cash flow and vote the indebtedness level tends to be bigger. So, considering the achieved objectives it is possible to infer that there are evidences that the control concentration has a positive influence on the indebtedness level.

Key words: Brazilian capital Market. Ownership Structure. Capital Structure.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Variáveis da Estrutura de Capital	27
---	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Estatística Descritiva da Estrutura de Propriedade (%) - 2008 - 2012	28
Tabela 2: Estatística Descritiva da Estrutura de Controle (%) - 2008 - 2012	29
Tabela 3: Principais Características da Amostra- 2012.....	30
Tabela 4: Estatística Descritiva das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (%) - 2008 - 2012	31
Tabela 5: Estatística Descritiva do Controle do Maior Acionista por Setores (%) - 2008 - 2012	32
Tabela 6: Estatística Descritiva da Estrutura de Capital (%) - 2008 - 2012	33
Tabela 7: Matriz de Correlação Estrutura de Propriedade e Controle x Estrutura de Capital	34

LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA- Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CT- Capital de Terceiros
CP- Capital Próprio
CVM- Comissão de Valores Mobiliários
END- Endividamento Geral
IBGC- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS- *International Financial Reporting Standards* (Normas Internacionais de Informação Financeira)
NDGC- Níveis Diferenciados de Governança Corporativa
N1- Nível 1
N2- Nível 2
NM- Novo Mercado
ON- Ações Ordinárias
PN- Ações Preferenciais
POT-*Pecking Order Theory*
SST-*Static Tradeoff Theory*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Objetivos	13
1.1.1 Geral.....	13
1.1.2 Específicos	14
1.2 Justificativa.....	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 Estrutura de propriedade e de controle das empresas.....	15
2.1.1 Concentração de Propriedade e Controle	17
2.1.2 Acionistas Majoritários e Minoritários	18
2.2 Governança corporativa no Brasil	19
2.3 Estrutura de capital das empresas	21
2.4 Estrutura de propriedade e estrutura de capital das empresas	23
3 METODOLOGIA	24
3.1 Classificação da pesquisa.....	24
3.2 Amostra e coleta de dados.....	24
3.3 Hipóteses da pesquisa.....	25
3.4 Tratamento e análise dos dados.....	26
4 RESULTADOS.....	27
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	36
REFERÊNCIAS.....	38

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de capital das empresas tem sido um dos temas de pesquisas na área de finanças corporativas. Matias (2007) refere-se à estrutura de capital como sendo a relação proporcionada entre o capital próprio e capital de terceiros, que tem por base o objetivo de financiar as atividades operacionais da empresa. Dessa forma, a estrutura de capital se determina como sendo a proporção entre dívida e patrimônio líquido (ações) no financiamento das organizações.

No estudo das decisões sobre a estrutura de capital o sentido de buscar a melhor decisão de financiamento transforma a desempenho de gestão da empresa, Cavalcanti e Misumi (2002) destaca a existência de fontes de recursos internas e externas para financiamento. O exemplo de fontes internas está os lucros retidos e, os recursos externos: terceiros e próprios, o primeiro é formado por debêntures, empréstimos bancários, fornecedores etc., e o capital próprio categorizado pelo capital acionário (capital social).

Observando essas definições, pode-se inferir que uma empresa ao levantar fundos de fontes externas emite títulos ou ações, ações estas que segundo Bodie e Merton (2002), se configura em reivindicações patrimoniais: ações ordinárias e ações preferenciais. Entre outras palavras, a legislação societária brasileira por meio da Lei nº 6.404/1976 trata as ordinárias como ações que geram aos detentores direito de voto nas Assembleias, podendo, assim, interferir nas decisões e nos rumos dos negócios da empresa. As preferenciais são aquelas que conferem ao acionista a prioridade no recebimento dos dividendos prometidos.

Contudo, teorias suscitadas como capazes de influenciar a decisão de financiamento da organização, destaca-se a teoria de agência denotada por Jensen e Meckling (1976 apud SOARES; KLOECKNER, 2006), perfazendo os custos de agência como os conflitos de interesse entre acionistas, credores e administradores.

De acordo com Van Horne (1998 apud MATIAS, 2007) a segregação entre a propriedade e controle gera possibilidade de potenciais conflitos entre donos e gestores, ocasionando divergências nos objetivos pretendidos entre as partes relacionadas. Uma vez que, no problema de agência identificam-se os administradores depositando seus objetivos pessoais aos da empresa (MATIAS, 2007).

Pode-se compreender e acrescentar que os conflitos tendem a ocorrer onde há separação entre a propriedade e controle, através da pulverização de capital. Porém, na existência de concentração acionária ter-se-iam classes de majoritários e minoritários (SOARES; KLOECKER, 2006). Partindo das relações de agência que se estabelece no ambiente empresarial, esta separação, por sua vez, propicia a origem dos conflitos dos intervenientes (dirigentes, acionistas e credores) que atuam na organização. Devido a isto Matos; Sêro e Correia (2007) mencionaram que a estrutura de propriedade como determinante da estrutura de capital das empresas se assenta na dispersão do capital.

Observando a posse de ações, Campos (2006) detectou dois volumes ou variáveis de estrutura de propriedade no Brasil: a concentração de propriedade na posse de um ou mais acionistas e a identidade do acionista majoritário, ou seja, a característica do investidor como família, companhia não financeira, banco, investidor institucional ou governo. E ainda expôs que o desempenho da empresa é determinado pela intensidade destas variáveis na estrutura de capital. Entendendo esta ótica, percebe-se que ao esperar uma alta concentração de propriedade por parte dos acionistas, estes possam influenciar nas políticas de decisões da estrutura organizacional.

De acordo com Schnorrenberger e Procianny (2004), existem evidências de que a estrutura de propriedade das empresas no Brasil influencie sua estrutura de capital. Com base nisso, a literatura financeira tem buscado esclarecer os determinantes da política de financiamento das empresas (PEROBELLI; FAMÁ, 2002; ALBANEZ; VALLE, 2009; BRITO; CORRÊA; BATISTELLA, 2007).

Nesse sentido, busca-se resposta para a seguinte questão de pesquisa: qual é a relação entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital das empresas no mercado brasileiro de capitais?

1.1 Objetivos

1.1.1 Geral

O presente estudo busca analisar a relação existente entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital das empresas no mercado brasileiro de capitais entre os anos de 2008 e 2012.

1.1.2 Específicos

Para atingir seu objetivo geral, este estudo persegue os seguintes objetivos específicos:

- Investigar o grau de concentração de propriedade e de controle das empresas abertas no mercado brasileiro;
- Investigar a estrutura de capital das empresas de capital aberto no mercado brasileiro; e,
- Analisar a associação entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital das empresas de acordo com suas características.

1.2 Justificativa

Tanto a estrutura de propriedade quanto a estrutura de capital são temas de pesquisas relevantes, pois tem sido explorado por diferentes estudos como o de (JORGE; ARMADA, 2001; SILVA, 2002; DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007; ARAUJO FILHO; SOUZA; CARMONA, 2003). Além de trabalho já executado internacionalmente como Matos, Sêrro e Correia (2007) que avaliaram os determinantes da estrutura de propriedade na estrutura de capital nas empresas familiares portuguesas.

Os aspectos que justificam e motivam a relação entre essas estruturas, no mercado brasileiro, são destacados por Silva (2002), quando observa que as decisões de estrutura de capital são afetadas pelas práticas ineficazes de governança corporativa e pelo cenário de volatilidade e instabilidade econômica do país. Nesse sentido, é possível que exista uma relação no processo de decisão de captação de recursos com a adoção de melhores práticas de financiamento empresarial.

Além disso, o mercado acionário brasileiro possui alta concentração de propriedade e controle, conforme destaca Silva (2002). Essa autora confirma evidências de estudos anteriores (CAMPOS, 2006; SCHNORRENBARGER; PROCIANOY, 2004; MATIAS, 2000 apud MATOS et al., 2007), no que se refere à influência da propriedade na estrutura de capital.

Sendo assim, este estudo busca acrescentar informações acerca dos temas expostos, investigando essa relação nos últimos cinco anos, período no qual se observa uma lacuna existente na literatura no que se refere ao estudo da relação entre as estruturas de propriedade e de capital. Por essa razão, justifica-se o propósito deste estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de propriedade e de controle das empresas

De acordo com Thomsen e Perdsen (1997 apud KIEKOW, 2013), a estrutura de propriedade é a forma como o capital da empresa se difunde relativamente ao poder de voto e à concentração dos proprietários do capital. Já para Demsetz e Lehn (1985 apud DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2007) a estrutura de propriedade se categoriza em causas e consequências no grau de concentração de controle acionário empresarial, sendo as consequências os custos e benefícios e, causa relacionada aos fatores de instabilidade do mercado, tamanho da empresa e estrutura de capital que são determinantes da concentração.

Conforme argumento de Thomsen e Pedersen (2000 apud CAMPOS, 2006), enquanto a concentração de propriedade avalia o poder dos acionistas, a identidade do proprietário tem implicações para seus objetivos, e a forma pela qual exerce seu poder é refletida na estratégia da companhia no que tange ao objetivo dos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento.

Silva (2002) afirma que países como França, Itália, Alemanha, Brasil, entre outros, têm uma forte concentração de propriedade e controle. Tal afirmação feita pelo autor sobre o Brasil se solidifica através dos resultados obtidos por Campos (2006), no qual identificou e constatou a alta concentração de capital nas empresas,

além da reduzido número de acionistas que detém grande parte do controle acionário.

Além de Valadares e Leal (2000) e La Porta *et al.*(1998) que também em suas argumentações reforçaram o alto nível de concentração acionária no Brasil, aliada as evidências expostas de que países, cujos sistemas jurídicos originários do Código Civil Francês, tendem a uma menor proteção aos acionistas minoritários.

Quando se trata de estrutura de propriedade e controle das empresas, busca-se a contribuição na determinação do comportamento dos acionistas e gerentes, já que em um revés na estrutura de propriedade tende-se a ocorrer também uma variação nos incentivos do comportamento dos mesmos (SOARES e KLOECKNER, 2006).

O International Financial Reporting Standards (IFRS 10) e a Lei nº 6.404/76 determinam que um investidor controle uma empresa se atender aos elementos de poder sobre a investida, ou seja, obter direitos que se configure a capacidade de dirigir as atividades existentes, ter aptidão de utilizar seu poder para atingir o valor dos retornos dos investidores, assim como ter direitos de retornos variáveis de seu entrelaçamento com a investida.

Silveira, Barros e Famá (2008) definem em suas considerações teóricas a concentração de direito de controle como correspondente ao direito de voto do acionista controlador, ou seja, é o percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador. Já o direito de propriedade representa o direito sobre o fluxo de caixa da companhia.

Outro tópico que acrescenta essas definições de controle foi abordado por Silva (2010) quando definiu que as formas de controle podem ser difuso, definido e pulverizado, o primeiro se refere ao comando exercido por acionista ou grupo de pessoas não vinculadas por acordo nem sob controle ou representação de interesse comum, detentor de proporção relevante de capital, mas inferior a 50% do capital social. No controle definido tem-se a vinculação de acordo de sócios ou sob controle nessa forma o capital votante ultrapassa 50% das ações na empresa. Já o pulverizado caracteriza-se pela composição acionária diluída, ou seja, a não existência acionista ou grupo de acionistas capaz de cumprir o controle constante.

Com relação ao tipo de acionista controlador Okimura, Silveira e Rocha (2007, p. 123) enfatizam que a literatura costuma classificá-los em:

Propriedade privada estrangeira (PE): quando uma multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira é o maior acionista da empresa;
 Propriedade estatal (Estatual): quando o maior acionista da empresa é o estado (União, Estados ou Municípios);
 Propriedade privada nacional (PN): quando um grupo de investidores de origem nacional é o maior acionista da empresa, não sendo os investidores estrangeiros fundadores ou herdeiros da empresa;
 Propriedade familiar (Familiar): quando a família fundadora ou um único investidor é o maior acionista da empresa. Neste caso, incluem-se os controles exercidos por fundações ou por *holdings* que representam os fundadores ou herdeiros da empresa;
 Propriedade por fundos de pensão (FP): quando um fundo de pensão é o maior acionista da empresa;
 Propriedade por instituições financeiras (IF): quando uma instituição financeira é a maior acionista da empresa.

O comportamento da estrutura de controle é essencial, uma vez que influencia diretamente na eficiência do mercado por controle corporativo (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). Como os autores definiram, esses tipos de acionistas controladores podem influenciar a estrutura de propriedade e controle da organização, através da obtenção de participação de capital votante, ou seja, representação de direitos sobre os votos.

2.1.1 Concentração de Propriedade e Controle

Ao referenciar sobre a estrutura de propriedade e controle das organizações brasileiras, Campos (2006) estabeleceu duas dimensões: concentração de propriedade e identidade do acionista majoritário. E ainda caracterizou a concentração de propriedade como sendo uma parcela percentual significativa de ações ao acionista majoritário. O que complementa as exposições de Silveira (2004) quando define a alta concentração de propriedade como posse de ações e controle para tomada de decisões.

Silva (2002) explica em sua tese que a propriedade são direitos sobre o fluxo de caixa da empresa e o controle são direitos de voto, porém podem ser diferentes devido ao uso de ações preferenciais, estruturas cruzadas e a participação indireta no capital da empresa.

De acordo com Okimura, Silveira e Rocha (2007) a concentração de propriedade é mais acentuada em economias emergentes, e com tais características o Brasil insere-se neste contexto conforme autores, estudos e evidências empíricas. Leal, Silva e Valadares (2002) analisaram a estrutura de controle de 225 empresas brasileiras no final do período de 1998, uma análise da estrutura de controle direta e

indireta sobre os direitos de voto e fluxo de caixa dos acionistas controladores, onde resultados revelaram um elevado grau de concentração de capital votante no Brasil.

Em síntese de conceito Silva (2010) relata que é comum a concentração de capital e a separação entre controle e propriedade, pois os controladores podem abrir o capital de uma empresa sem ter o risco de perder o controle.

Ao mencionar sobre a elevada concentração de propriedade, Dami, Rogers e Ribeiro (2007) expuseram proporções tanto para custos (efeito entrincheiramento) quanto para benefícios (efeito alinhamento). Caixe e Krauter (2013) descrevem que no efeito alinhamento a concentração de propriedade tem um impacto positivo no desempenho corporativo devido à provável diminuição dos custos de agência. Por outro lado, o efeito entrincheiramento impactaria negativamente ao valor da firma através da intensificação dos custos de agência ocasionada pela expropriação dos acionistas minoritários, decorrido do domínio sobre o processo de decisão conforme elevada concentração da estrutura societária.

Reafirmando as considerações acima, o estudo de Kiekow (2013) revela que a concentração de propriedade por parte dos acionistas é uma característica que ocasiona maior poder aquisitivo de votos e que tem por consequência incentivo de monitoramento dos gestores na organização.

2.1.2 Acionistas Majoritários e Minoritários

Torres *et al.* (2010) esclarece que em uma forma de estrutura de propriedade e controle difusa, os problemas de agência decorrem do conflito de agência entre acionistas e gestores. Todavia na presunção de concentração de propriedade o conflito de agência altera-se para um conflito entre acionistas majoritários e minoritários.

O IBGC define que acionista majoritário é a pessoa física ou jurídica, titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e use seu poder para dirigir as atividades sociais da companhia. Considerando o acionista minoritário o IBGC caracteriza-o como sendo o proprietário de ações, de modo que seu total não lhe permita participar do controle da organização.

Silva (2002) explica que para uma organização ter um acionista majoritário é necessário que o mesmo possua mais de 50% de capital votante na empresa.

Porém na utilização de pirâmides na estrutura de propriedade torna-se possível o controle de algumas empresas mesmo com uma parte do seu capital total.

Este autor esclarece também que a alteração na Lei 6.404./76 no seu Art. 15. Parágrafo 2º trouxe maior proteção aos acionistas minoritários, uma vez que, o número de ações preferenciais sem direito a voto não poderá ultrapassar 50% das ações emitidas, o que antes se determinava 2/3 das ações totais.

Para Soares e Kloeckner (2006) uma primeira análise de conflitos de agência entre os acionistas majoritários e minoritários seria que os controladores da organização consumiriam o máximo possível dos benefícios privados (pagamento excessivo de salário, resistência a ações vantajosas para os demais acionistas como liquidação, cisão, fusão).

Nesta perspectiva, Torres *et al.* (2010) ainda complementa que “A fim de amenizar os diversos conflitos provenientes dessa relação, foram estimulados mecanismos que privilegiam as boas práticas de governança corporativa”, como a classificação feita pela Bolsa de Valores de São Paulo nas empresas com ações negociadas em segmentos de governança corporativa.

2.2 Governança corporativa no Brasil

No Brasil o mercado de capitais foi fundamental para suprir as necessidades entre os agentes econômicos, regular e reformar a economia nacional. Um aspecto enfatizado por Oliveira, Galvão e Ribeiro (2006 apud NASCIMENTO; PEREIRA; TOLEDO FILHO, 2010) retrata esse mercado por operações com prazos de médio, longo e indeterminado, destinados a preencher as empresas de capital tanto fixo e como capital de giro.

Nesse sentido, e em comunhão aos avanços do ambiente organizacional, o processo de globalização, privatização e a desregulamentação da economia, ensejaram as primeiras experiências de controle compartilhado formalizado por meio de acordo de acionistas, que posteriormente tais fatores mostraram as fragilidades das organizações, revigorando a essencialidade das boas práticas de governança corporativa (IBGC, 2009).

No entendimento de Siffert Filho (1998) Governança corporativa refere-se aos mecanismos de controle e monitoramento constituídos pelos acionistas

controladores da corporação, de tal forma que os administradores tomem suas decisões sobre a alocação dos recursos conforme interesse dos proprietários.

De acordo com o IBGC (2009) a Governança Corporativa surgiu para diminuir o conflito de agência ocasionado pela separação da propriedade e da gestão empresarial, cuja situação o proprietário delega um agente especializado o poder de decisão sobre sua propriedade, uma vez que, as ferramentas de controle de propriedade de gestão são o Conselho de Administração, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal.

Aliado a isso, encontra-se a contribuição da Bolsa de Valores de São Paulo ao elaborar segmentos ou Níveis diferenciados de prática de governança (NDGC), com rígidas regras destinadas a estimular o interesse dos investidores pelo mercado acionário e a valorização das empresas (IBGC, 2009).

Sendo assim, tais níveis foram estruturados e subdivididos em três partes pela Bovespa: (Níveis 1, 2 e Novo Mercado), onde “as exigências mínimas para listagem na BOVESPA são definidas pelo chamado mercado tradicional, com regras definidas em lei e regulamentadas pela (CVM) Comissão de Valores Mobiliários” (MENEZES, 2009, p. 43). As companhias de Nível 1 devem se atentar para a dispersão acionária, transparência de práticas e acesso as informações aos investidores, enquanto que as do Nível 2 e Novo Mercado “devem adotar um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários” (BRIDGER, 2006 p.19).

Tais níveis têm por objetivo passar ao investidor a confiança de que ao comprar uma ação de um mercado com práticas de governança, estará exposto a um menor risco de ser expropriado por influentes com informação privilegiada. (BARBEDO; SILVA; LEAL, 2009).

O quadro comparativo da BM&FBOVESPA evidencia as características das ações emitidas em cada segmento, caracterizando o Novo Mercado com permanência de somente ações ON, Nível 2 existência de ações ON e PN (com direitos adicionais) e tanto o Tradicional quanto o Nível 1 a existência de ações ON e PN.

2.3 Estrutura de capital das empresas

A estrutura de capital das empresas pode ser considerada, como a parte que compõe o lado direito do balanço patrimonial, abarcando as fontes de recursos próprios e de terceiros (LEITES, 2008). Mas para Cavalcante e Misumi (2001) além dos recursos classificados como fontes externas, propõe a existência dos recursos internos a exemplo lucros retidos.

Na visão de Assaf Neto (2008) a estrutura de capital se caracteriza como uma composição de fontes de financiamento a longo prazo, advindas do capital de terceiros (exigível) e de capital próprio (patrimônio líquido). Tendo essa visão, em geral uma empresa procede de vários instrumentos e veículos de financiamento.

Porém, em oposição ao capital de terceiros que necessita ser ressarcido ao credor em um período futuro, o capital próprio permanece na empresa por um tempo indefinido (GITMAN, 2004). Para esse autor as duas fontes básicas de financiamento por capital próprio seriam através de ações preferenciais e capitais de acionistas ordinários que incluem ações ordinárias e lucros retidos.

Para efeito de contextualização Damodaran (2004) apresenta que a maximização da organização deve-se por meio da gestão dos recursos de longo prazo, em que envolve as decisões com relação aos investimentos, financiamentos e distribuição de dividendos.

Diante desta proporção, pode-se inferir que a aplicação de recursos (ativo) é financiado por capitais de terceiros, passivo circulante e exigível a longo prazo, e também pelas ações ou patrimônio líquido (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). E para distinção entre as duas categorias (dívida e patrimônio líquido) supracitadas no passivo, Damodaran (2004, p. 399) relata que a diferença está no direito sobre os fluxos de caixa da empresa, e ainda fundamenta dividindo em cinco:

Primeira: um direito de dívida confere ao portador direito sobre um conjunto contratado de fluxos de caixa; já um direito de ação confere ao portador direito sobre quaisquer fluxos de caixa residuais, após todos os outros compromissos terem sido atendidos. Essa é a diferença fundamental, mas outras surgiram como resultado da legislação tributária e de desenvolvimentos legais;

Segunda: a dívida tem um direito prévio, tanto sobre os fluxos de caixa em uma base de período a período, para pagamento de juros e do principal, quanto sobre os ativos da empresa, no caso de liquidação;

Terceira: as leis tributárias, em geral, têm tratado as despesas com juros advindas de portadores de dívida de forma muito diversa, e muitas vezes

com mais vantagens, do que dividendos ou outros fluxos de caixa que resultam do patrimônio líquido;

Quarta: a dívida normalmente tem uma data de vencimento fixa, quando o principal deve ser pago, enquanto que as ações geralmente têm uma vida infinita;

Quinta: os investidores em ações, em virtude dos seus direitos sobre o fluxo de caixa residuais da empresa, têm controle total ou muito abrangente, da administração da empresa. Os credores, por outro lado, têm papel muito mais passivo na administração, exercendo no máximo o poder de veto sobre decisões financeiras importantes.

Ademais, na utilização de capital de terceiros por parte da empresa necessita-se empregar indicadores que avalie o nível de endividamento da empresa (quantidade da dívida), ou seja, se existe mais capital de terceiros ou de proprietários. Uma vez que, na análise do endividamento se achará que tipo de recurso à organização está obtendo demasiadamente.

Dessa forma, verifica-se que em um processo de análise da estrutura de capital das empresas, quando se tem maior participação de capital de terceiros, maior será o grau de alavancagem financeira¹ da empresa e, tendo como consequência, uma significância suficiente dos níveis de retorno dos acionistas (MATIAS, 2007).

Destaca-se a estrutura de capital das empresas, como um tema ainda controverso em teoria das finanças (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Leites (2008) afirma que Modigliani e Miller (1958) influenciaram bastante acerca da teoria de finanças, para estes autores a capacidade como as empresas se financiavam era irrelevante para seu valor. E nessa perspectiva, contribuíram fortemente na formulação de uma teoria de estrutura de capital que contrariava a teoria existente até o momento, (Teoria Tradicionalista) que defendia a tese de uma estrutura ótima de capital que influenciava o valor da empresa.

Nas afirmações de Modigliani e Miller (1958 *apud* MATIAS 2007) independentemente da estrutura de capital selecionada pela administração o valor da empresa será o mesmo.

Ao longo dos contrastes dessas proposições teóricas, Perobelli e Famá (2002) faz referências em seu artigo alguns sobre autores (Rammers *et al.*, 1974; Toy *et al.*, 1974; Scott; Martin, 1975; Stonehill *et al.*, 1975; Myers, 1984; Lumby, 1991, entre outros) que contribuíram tanto metodologicamente como também no estabelecimento de fatores determinantes da estrutura de capital das empresas.

¹ Não será mencionada a alavancagem operacional, pois não se encaixa como a alavancagem financeira quando se envolve estrutura de capital.

Com intenção de contribuir na formulação estruturada de conceitos e fundamentos de pesquisa direcionada a consecução de teorias que expliquem melhor a estrutura de capital, autores como Medeiros e Daher (2008) buscaram evidenciar empiricamente qual das teorias Static Tradeoff Theory (STT) e Pecking Order Theory (POT) esclarece como se organiza as origens de financiamento das empresas.

Matias (2007) explica que no STT as empresas devem buscar uma estrutura de capital ótima que maximize os benefícios e diminua os custos do endividamento, que nesse caso é representado pelo custo de falência. Contrapondo essa teoria apresenta-se a POT que determina que a organização deva respeitar uma hierarquia de fontes de recursos de longo prazo, ou seja, ao especificar sua estrutura de capital em primeiro lugar a empresa deve recorrer a lucros retidos, em segundo os empréstimos e em última opção recorrer à emissão de novas ações.

2.4 Estrutura de propriedade e estrutura de capital das empresas

Considerando a análise da estrutura de capital das maiores empresas de capital aberto brasileiro Brito, Corrar e Batistella (2007) indicaram em seus testes que o risco, tamanho, composição dos ativos e crescimento são os fatores determinantes que os influenciam. Por outro lado, para determinação da estrutura de propriedade das empresas brasileiras Araújo Filho, Souza e Carmona (2003) mostraram que o tamanho e as características do principal acionista são fatores com maior significância estatística para a determinação do nível de concentração acionária em poder do principal acionista.

Na busca de uma relação entre essas duas estruturas Schnorrenberger e Procianoy (2004) identificou uma influência estatisticamente significativa, o que neste caso as variáveis da estrutura de controle mostraram-se significativas nas equações de regressão ajustadas para os índices de endividamento, demonstrando influência nas decisões de estrutura de capital. Nas análises dos autores concluiu-se que as companhias que apresentam maior concentração em estrutura de controle tendem a evidenciar aversão ao endividamento e ao risco financeiro.

Como variável de estudo Thomsen e Pedersen (1997 apud SILVEIRA, 2004) introduziu a estrutura de capital como modelo de determinação da concentração de

propriedade nas empresas, com a perspectiva de relacionar se na hipótese a redução da concentração de propriedade estava acompanhava do aumento (patrimônio líquido/ ativo total), o que não se confirmou nos testes realizados por apresentar efeito negativo.

Conforme Schnorrenberger e Procianoy (2004) estudos ainda demonstraram essa influência em nível internacional como (STULZ, 1988; HARRIS; RAVIV, 1988; BRAILSFORD et al, 2002). Trabalhos que definiram, por exemplo, que o nível de propriedade dos acionistas estava positivamente relacionado com a alavancagem financeira da empresa.

3 METODOLOGIA

3.1 Classificação da pesquisa

A investigação sobre a relação entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital no mercado brasileiro de capitais pode ser classificada como uma pesquisa descritiva. Segundo Acevedo e Nohara (2007, p. 46) “a pesquisa descritiva pode ser utilizada quando o investigador for descobrir as relações entre os constructos envolvidos no fenômeno da questão”.

Segundo Gil (1999, p. 65) “o elemento mais importante para a identificação de um delineamento é o procedimento adotado para a coleta de dados”. Dessa forma, quanto aos procedimentos técnicos e à forma de abordagem utilizada para que os objetivos fossem alcançados, utilizou-se a pesquisa bibliográfica e documental para os meios, e para a abordagem uma caracterização quantitativa, tendo em vista que, na elaboração do trabalho, envolveu-se o uso de livros e artigos científicos, além de recursos estatísticos.

3.2 Amostra e coleta de dados

As informações necessárias para condução do estudo foram levantadas a partir das empresas brasileiras que possuem suas ações listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuro de São Paulo (BM&FBovespa), a partir do banco de dados da Economatica[®], entre o período de 2008 e 2012 porque permite analisar as

mudanças na estrutura de controle e propriedade com os estudos realizados no Brasil.

Dessa forma, contou-se com um volume de amostra final igual a 342 empresas, onde algumas foram eliminadas por não possuir dados suficientes para realização do trabalho. Também foram identificadas nas operações e negociações 740 ações na BM&FBovespa. Ao final, totalizam 2.443 observações ao longo desses 5 anos, em um conjunto de dados empilhados.

3.3 Hipóteses da pesquisa

De acordo com a problemática da pesquisa e seus objetivos, foram estruturadas as hipóteses da pesquisa.

A primeira hipótese está relacionada e baseada em estudos realizados com o objetivo de verificar a estrutura de propriedade e controle nas empresas de capital aberto brasileiro. Sendo assim, Campos (2006) concluiu que as empresas negociadas na bolsa de valores do Brasil apresentaram durante o período de 1998 e 2001, características de concentração de controle acionário. Tal qualidade constata-se na pesquisa feita por Siqueira (1998), além dos autores Aldrighi e Oliveira (2008 apud VERNE; SANTOS; POSTALI, 2009).

Hipótese 1: A estrutura de propriedade das empresas brasileiras apresenta alta concentração, especialmente em relação às ações com direito de voto.

A segunda hipótese fundamenta-se na declaração de Matias (2007) quando expõe que o índice de participação de capital de terceiros relaciona as fontes de recursos (capital próprio e Capital de Terceiros) e, portanto, indica o risco e dependência a terceiros. Ademais, a organização vai querer se endividar sempre que o custo desse processo for menor que o retorno produzido por essa aplicação utilizando mais capital de terceiros.

Hipótese 2: As empresas brasileiras de capital aberto apresentam maior dependência de capital de terceiros do que capital próprio.

A terceira hipótese está relacionada com uma associação direta entre a concentração de propriedade e o endividamento total. Essa presunção se alicerça na afirmativa de Silva (2002) ao retratar que a grande concentração de controle está atrelada a um alto endividamento, uma vez que os acionistas exigirão retornos elevados devido à expropriação e, por conseguinte, a fonte de recursos para financiamento dos investimentos seria através da emissão de dívidas.

Hipótese 3: O endividamento das firmas está positivamente associado ao seu grau de concentração de propriedade.

3.4 Tratamento e análise dos dados

As informações referentes aos índices de estrutura de propriedade e controle, assim como os da estrutura de capital foram retirados do banco de dados da Economática[®]. Posteriormente, foram tabulados em planilhas de Excel para que fossem calculados os testes de análise estatística descritiva, análise de correlação na averiguação do comportamento das variáveis.

Após estes procedimentos, observaram-se as variáveis do estudo, tanto da estrutura societária (propriedade e controle), apresentada como supostos fatores influenciadores da estrutura de capital das empresas e classificadas como primeiro, os três e os cinco maiores acionistas das organizações, quanto também, examinaram-se as variáveis do estudo da estrutura de capital, conforme Quadro 1.

Quadro 1: Variáveis da Estrutura de Capital

Índices	Fórmula	Descrição
(1) Participação do Capital de Terceiros sobre os Recursos Totais (ExT/ AT)	Exigível Total/Ativo Total	O índice de participação do Capital de Terceiros (CT) sobre o Ativo total (AT) representa o grau de endividamento da empresa, ou seja, revela o quanto de bens e direitos estão sendo financiados por capital de terceiros. Quanto maior o percentual, maior o endividamento.
(2) Participação do Capital de Terceiros sobre o Patrimônio Líquido (ExT/ PL)	Exigível Total/Patrimônio Líquido	O índice de participação de Capital de Terceiros (CT) sobre o Patrimônio Líquido (PL), indica o percentual de utilização de exigível total em relação ao PL. Quanto maior o percentual, maior a dependência de capital de terceiros.
(3) Participação das Dívidas de Curto Prazo sobre o Capital de Terceiros (DCP/ Ext)	Dívida de Curto Prazo/ Capital de Terceiros	O índice de Dívidas de Curto Prazo (DCP) sobre o Capital de Terceiros (CT), demonstra a participação percentual das obrigações de curto prazo em relação à Dívida Total. Quanto menor, melhor.
(4) Participação das Dívidas de Longo Prazo sobre o Capital de Terceiros (DLP/ Ext)	Dívida de Longo Prazo/ Capital de Terceiros	O índice de Dívidas de Longo Prazo (DLP) sobre o Capital de terceiros, demonstra a participação percentual das obrigações de longo prazo em relação à Dívida Total.
(5) Participação das Dívidas Totais sobre a Receita (ExT/ REC)	Exigível Total/ Receita	O índice revela quanto do Capital de Terceiros representa em relação à Receita.

4 RESULTADOS

Os dados relativos às variáveis de estrutura de propriedade e controle referentes à amostra 342 empresas analisadas são resumidas e apresentadas por dados descritivos conforme as Tabelas 1 e 2.

A estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil mostra-se concentrada, já que aponta em média o maior acionista com apresentação de 45,56% de direitos sobre o fluxo de caixa, como mostra a Tabela 1. Ao Comparar com o trabalho de Araújo Filho, Souza e Carmona (2003), que verificou em sua pesquisa entre os anos 1997 a 2001, uma participação do principal acionista no capital social de 48,90%, onde foi possível analisar que houve uma pequena redução durante um período e outro.

Há uma concentração de propriedade principalmente a partir dos três maiores acionistas, grupo que detinha 64,55% do total das ações. Enquanto que na pesquisa de Campos (2006) conforme período de 1998 a 2001 indicou-se um percentual de 81,39%.

Quando observado as estatísticas dos três maiores acionistas, pode-se perceber uma diferença significativa comparada ao principal acionista, cujo percentual concentra-se em 64,55%. Para essa categoria a medida de posição central (mediana) apresentou 65,38% no período, chegando a uma aproximação com a sua média. Também evidenciou uma dispersão (desvio-padrão) alta de 24,60% em relação à média do maior acionista.

Tabela 1: Estatística Descritiva da Estrutura de Propriedade (%) - 2008 - 2012

Acionistas	2008	2009	2010	2011	2012	No Período
Painel A: Maior acionista						
Média	46,42	44,71	47,31	45,97	43,40	45,56
Mediana	45,22	41,62	45,38	44,12	36,98	42,66
Desvio-padrão	24,60	23,36	25,53	24,93	24,56	24,60
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	6,39	5,72	3,54	3,60	3,54
Painel B: 3 maiores acionistas						
Média	64,33	63,62	66,30	64,68	63,80	64,55
Mediana	64,91	62,96	67,54	65,87	65,64	65,38
Desvio-padrão	22,42	21,05	24,08	23,66	23,21	36,01
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	13,32	4,37	3,60	3,60
Painel C: 5 maiores acionistas						
Média	69,11	68,82	70,41	69,64	69,16	69,43
Mediana	70,31	70,75	71,55	71,44	71,31	71,07
Desvio-padrão	20,49	19,17	22,06	22,13	21,43	21,06
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	13,50	4,37	3,60	3,60

Fonte: dados da pesquisa 2014.

Vale ressaltar também que a mediana dos cinco maiores investidores no período apresentou 71,07%, registrando realmente a alta concentração de propriedade que em contraste com os 70,31% do início da análise de 2008 revelou um aumento de 0,76%.

Além disso, a Tabela 1 mostra a média de 45,56% dos direitos de fluxo de caixa do maior acionista na amostra total, o que confirma a ideia de Silva (2010) quando este dado estatístico revela que, em média a organização apreende recursos pelo mercado de ações, em geral, sem que seus grandes acionistas tenham o risco de perder o controle acionário da companhia.

A concentração média de direitos de votos do maior acionista é de 56,75% da amostra total, de acordo com a Tabela 2, indicando que, em média, as empresas analisadas estiveram sob controle majoritário ao longo de 2008 a 2012.

Agora observando os resultados do comportamento estatístico da variável estrutura de controle, pode-se perceber que o maior acionista possuía mais de 50% das ON em todos os anos, confirmando a teoria exposta por Silva (2002) e Silva (2010), sinalizando que o investidor teve poder de influenciar as decisões da organização e também na eficiência do mercado de controle corporativo.

Durante o período de 2008 a 2012, a mediana dos cinco maiores acionistas mostra uma detenção de capital ordinário de 88,11%, quase todo o capital ordinário disponível pela empresa concentrada nas mãos de poucos investidores.

Tabela 2: Estatística Descritiva da Estrutura de Controle (%) - 2008 - 2012

Acionistas	2008	2009	2010	2011	2012	No Período
Painel A: Maior acionista						
Média	59,29	56,43	56,92	56,91	54,21	56,75
Mediana	58,57	57,70	58,20	58,63	54,37	57,49
Desvio-padrão	26,98	26,56	27,46	27,44	26,59	27,00
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	6,39	3,40	3,54	6,59	3,40
Painel B: 3 maiores acionistas						
Média	77,70	75,34	75,70	75,91	75,09	75,95
Mediana	85,72	78,71	84,56	84,49	80,70	82,84
Desvio-padrão	22,26	22,05	24,09	23,33	23,39	23,02
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	6,04	4,37	12,92	4,37
Painel C: 5 maiores acionistas						
Média	81,75	79,76	79,21	80,11	79,48	80,06
Mediana	89,78	85,75	89,34	88,36	87,32	88,11
Desvio-padrão	19,59	19,36	21,99	20,93	21,01	20,58
Máximo	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Mínimo	6,40	8,43	6,09	4,37	12,92	4,37

Fonte: dados da pesquisa 2014.

Comparando analiticamente com o trabalho de Campos (2006) o acionista majoritário apresentou durante o período de 1998 a 2001 uma composição acionária de 61,01%, o que revela um declínio da média no período de 2008 a 2012 de 4,26% do capital votante.

Para mais uma confirmação da concentração de propriedade e controle dos acionistas as empresas foram classificadas conforme proposto por Thomsen e Pedersen (1977 apud SIQUEIRA, 1998).

Na Tabela 3, onde se considera o maior acionista com propriedade e controle no ano de 2012, último dos dados coletados, nota-se que as 376 empresas ativas e com dados disponíveis apresentaram características de acionistas equilibradas na categoria dominante 40,16% e majoritária 42,82%, o que não ocorre com a primeira categoria que demonstrou 17,02% de empresas com capital disperso.

Tabela 3: Principais Características da Amostra- 2012

	Empresas com Concentração de Propriedade e Controle		
	Dispersa (Até 20%)	Dominante (Entre 20% e 50%)	Majoritária (Acima de 50%)
Maior Acionista no Total de Ações	64	151	161
(%)	17,02	40,16	42,82
Maior Acionista no Total de Ações com Direito a voto	47	115	214
(%)	12,50	30,58	56,92

Fonte: dados da pesquisa 2014.

De acordo com a classificação 56,92% das empresas possuíam acionistas com mais de 50% do capital votante, confirmando novamente que as companhias estão com o capital concentrado nas mãos de um único acionista. Já na categoria Dominante 30,58% das companhias apresentaram o maior acionista com posse entre 20% e 50% das ações ON. No que corresponde ao controle disperso apenas 12,50% das empresas mostraram essa característica.

Conforme informações dos níveis diferenciados de Governança Corporativa, a propriedade do total das ações está concentrada pelo acionista majoritário no segmento Tradicional com média de 54,41% em relação ao N1 (34,67%), N2 (38,78%) e Novo Mercado (35,54%), Tabela 4.

Com base nos percentuais de direito de voto o NM apresentou (35,54%) de ON, o mercado Tradicional (62,54%), N1 (61,81%) e N2 (62,76%). Ressalta-se que de acordo com o quadro comparativo da BM&F Bovespa as distribuições públicas de ações para o NM, N1 e N2 tendem a dispersão acionária o que não ocorre com os dados dos maiores acionistas.

Tabela 4: Estatística Descritiva das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa (%) - 2008 - 2012

Acionistas	Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Painel A: Maior acionista propriedade				
Média	51,41	34,67	38,78	35,54
Mediana	53,05	35,36	30,97	29,32
Desvio-padrão	25,42	14,36	23,52	20,97
Máximo	100,00	65,92	100,00	100,00
Mínimo	3,60	7,21	15,81	3,54
Painel B: Maior acionista controle				
Média	62,54	61,81	62,76	35,54
Mediana	62,72	60,57	59,45	29,32
Desvio-padrão	26,13	23,16	22,69	20,97
Máximo	100,00	99,92	100,00	100,00
Mínimo	3,40	11,82	22,65	3,54

Fonte: dados da pesquisa 2014.

Ainda direcionado à estrutura de controle, analisou-se a participação do maior acionista com capital votante nos diversos setores econômicos de atuação empresarial como demonstra os percentuais na Tabela 5.

Considerando a média dos setores é possível observar que as organizações em média detêm maior concentração de poder de decisão nas mãos de um único acionista nos setores de Energia Elétrica com percentual de 73,09% e Telecomunicação 77,30%. Confrontando com a distribuição percentual da pesquisa de Campos (2006) houve um aumento na concentração de controle no setor de Energia elétrica (6,56%), Telecomunicação (18,85%),

Na estratificação dos ramos de atividade verificou-se que no período de 2008 a 2012 houve um aumento nos índices de controle acionário nos setores de Siderurgia (60,15%) e Têxtil (51,94%), em relação às observações de Campos (2006), que durante os anos de 1998 a 2001, representou 41,61% e 44,96%, respectivamente.

Tabela 5: Estatística Descritiva do Controle do Maior Acionista por Setores (%) - 2008 - 2012

Setores	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
Telecomunicações	77,30	89,23	22,48	18,45	100,00
Agro e Pesca	65,93	86,59	27,41	29,27	88,17
Energia Elétrica	73,09	70,38	19,66	24,08	100,00
Química	69,78	65,36	21,87	16,92	99,02
Alimentos e Bebidas	58,32	65,30	20,26	3,40	100
Petróleo e Gás	62,86	60,24	17,80	35,26	87,87
Siderurgia e Metalurgia	60,15	58,44	30,62	14,69	99,99
Transporte e Serviços	58,06	56,81	31,40	12,18	100,00
Têxtil	51,94	54,81	25,71	8,96	97,59
Mineração	45,01	52,70	11,95	29,99	58,57
Papel e Celulose	54,14	51,70	27,07	17,43	100,00
Máquinas Industriais	43,09	50,94	15,36	13,78	58,20
Veículos e Peças	49,27	50,22	24,97	6,77	99,81
Outros	49,83	49,82	28,76	3,54	100,00
Construção	48,47	49,38	24,68	5,10	100,00
Eletroeletrônicos	50,46	49,07	24,00	10,65	94,01
Finanças e Seguros	37,69	46,04	23,18	6,39	59,45
Comércio	39,52	26,21	23,49	11,04	98,32
Minerais não Metais	36,06	24,65	20,92	15,26	62,72
Software e Dados	36,12	23,21	20,75	16,74	61,71

Fonte: dados da pesquisa 2014.

Analisando mediana através da classificação da Tabela 3 já apresentada, destaca-se o acionista majoritário com posse de ações maiores que 50% nos setores de atuação de: Telecomunicações; Agro e Pesca; Energia Elétrica; Química; Alimentos e Bebidas; Petróleo e Gás; Siderurgia e Metalurgia; Transporte e Serviços; Têxtil; Mineração; Papel e Celulose; Máquinas Industriais e Veículos e Peças. De acordo com os percentuais os demais setores se enquadraram em acionista dominante por apresentar capital acionário ON entre 20% e 50%.

A análise oferece, contudo, uma conclusão significativa: as empresas brasileiras de capital aberto têm uma composição acionária muito concentrada nas mãos do acionista majoritário e, ainda, dos três e cinco maiores acionistas.

Destarte, a Hipótese1 pode ser confirmada, já que a partir do resultado reconhece-se a estrutura de propriedade das empresas brasileiras ainda com alta concentração, especialmente em relação às ações com direito de voto.

Em relação aos índices de estrutura de capital, foi considerada a medida de posição central (mediana), visto que a média está sendo influenciado por valores extremos, o que compromete a realidade dos percentuais do período.

Quanto à análise descritiva da estrutura de capital, percebe-se que na quantidade da dívida a participação de capital de terceiros sobre recursos totais

resultou no período o equivalente a 60,65%, demonstrando assim que em contrapartida a mediana de utilização de capital próprio é 39,35%. Pode-se inferir que as empresas estão utilizando mais capital de terceiros que capital próprio para financiar seus Ativos.

Tabela 6: Estatística Descritiva da Estrutura de Capital (%) - 2008 - 2012

Índices	2008	2009	2010	2011	2012	No Período
Painel A: Exigível Total/ Ativo Total						
Média	207,31	254,80	71,13	173,76	166,16	174,63
Mediana	63,67	58,82	55,89	60,40	62,53	60,65
Desvio-padrão	2.069,21	2.979,14	151,80	1.154,44	1.062,70	1.839,68
Painel B: Exigível Total/ Patrimônio Líquido						
Média	192,10	159,80	173,00	189,19	198.590,19	39.860,86
Mediana	135,40	110,18	116,02	126,98	135,43	124,28
Desvio-padrão	929,43	379,99	691,19	1.070,51	4.265.295,85	1.858.865,57
Painel C: Dívidas de Curto Prazo/ Dívidas Totais						
Média	44,05	41,07	36,12	42,54	39,58	40,67
Mediana	36,19	33,58	31,71	39,47	31,59	34,80
Desvio-padrão	31,07	30,05	26,49	28,81	27,61	29,12
Painel D: Dívidas de Longo Prazo/ Dívidas Totais						
Média	55,95	58,93	63,88	57,46	60,42	59,33
Mediana	63,81	66,42	68,29	60,53	68,41	65,20
Desvio-padrão	31,07	30,05	26,49	28,81	27,61	29,12
Painel E: Exigível Total/ Receita						
Média	26.380,16	28.018,51	37.636,81	38.821,68	38.690,24	33.909,48
Mediana	100,14	97,58	93,48	101,32	98,15	98,35
Desvio-padrão	398.019,48	425.855,44	496.071,57	500.817,93	556.908,31	474.472,47

Fonte: dados da pesquisa 2014.

No que concerne o grau de endividamento os indicadores não foram favoráveis às empresas, isso identifica que as empresas estão endividadas. A situação das companhias no ano de 2008 demonstrou um percentual de 135,40%, o que divulga o excesso de CT em relação ao PL.

Durante as oscilações do período não houve uma diminuição no uso de exigível, revelando de forma direta, uma maior dependência ao CT por parte das empresas. Então como estas empresas têm uma alta utilização de CT pode-se dizer que se encontram alavancadas, já que segundo Matias (2007) numa análise de estrutura de capital é importante considerar as proporções de capital de terceiros em sua estrutura, pois quanto maior a participação maior o grau de alavancagem.

No que diz respeito à composição do endividamento, os percentuais entre o período e cada ano encontra-se basicamente equilibrada, uma vez que, no ano de 2008 mostrava-se um índice de 36,19% e na avaliação do período 34,80%,

conforme Tabela 6. Estes índices relatam que as empresas utilizam poucas dívidas de curto prazo, com isso havendo mais tempo para a mesma gerir caixa em tempo hábil para honrar com seus compromissos.

Com base nos percentuais do painel D da Tabela 6, pode-se observar que existe uma concentração de endividamento em longo prazo, sendo perceptível no ano de 2010 quando o percentual chega a 68,29%. Em 2011 reduz para 60,53%, mas em 2012 eleva-se a concentração novamente para 68,41%. Uma provável explicação para essa concentração pode ser a redução do volume de negócios da bolsa, desde a crise de 2008 nos Estados Unidos. Isso pode ser verificado pela pontuação do Ibovespa, que era quase 73.000 em 2008 e atualmente está em torno de 48.000.

O relacionamento entre o Exigível Total e a Receita reproduz uma equivalência percentual durante tempo analisado. A mediana no período 98,35% demonstrou que o valor da dívida com terceiros chega a ser quase igual ao valor da receita da empresa.

Desse modo, a Hipótese 2 não pode ser rejeitada, uma vez que do ponto de vista financeiro os índices apresentaram valores de Capital de Terceiros maiores que aos Ativos, maiores que Patrimônio líquido e, ainda, quase o mesmo valor da Receita do período.

Além de examinar a estrutura de propriedade e controle e a estrutura de capital das empresas, foi utilizado o método de coeficiente de correlação linear de Pearson como uma forma simples de verificar o grau de relacionamento entre estas variáveis.

Tabela 7: Matriz de Correlação Estrutura de Propriedade e Controle x Estrutura de Capital

Variáveis	TODAS 1	ON 1	ExgTt/ At	ExgTt/PL	DivCP/DivTt	DivLP/DivTt	ExgTt/Re c
TODAS 1	1						
ON 1	0,786**	1					
ExgTt/At	-0,017	0,021	1				
ExgTt/PL	0,054**	0,049*	0,376**	1			
DivCP/DivTt	-0,094**	-0,105**	0,036	-0,190**	1		
DivLP/DivTt	0,094**	0,105**	-0,036	0,190**	-1,000**	1	
ExgTt/Rec	0,015	-0,006	0,454**	0,120**	-0,182**	0,182**	1

Nota: ** significante a 1%, * significante a 5%.

Fonte: dados da pesquisa 2014.

Quando se analisaram os indicadores de concentração de propriedade de todas as ações, verificou-se que existe uma forte correlação com a variável de controle (ON 1), uma vez que, o coeficiente de correlação mostrou-se relevante a 0,786, indicando que, em média, as empresas possuem mais ações ordinárias do que preferenciais, e que as ações ON apresentam concentração semelhante às ações totais.

Para a concentração de propriedade e a proporção ExgTt/PL verificou-se um nível de significância de 1% e, apresentando sinal consistentemente positivo (0,054), corroborando a ideia de que empresas onde a concentração de propriedade e controle é definida tendem apresentar maior utilização de capital de terceiros como fonte de financiamento. Já avaliando a variável DivCP/DivTt o coeficiente de correlação revelou-se negativo, ou seja, a estrutura de propriedade é avessa as dívidas de curto prazo, logo as empresas recorrem as dívidas de longo prazo conforme índice 0,094.

A concentração de controle e a proporção ExgTt/PL segue também o mesmo caminho da estrutura de propriedade já que se verificou uma correlação positiva (0,049), indicando que quanto maior a concentração de controle do acionista majoritáriomaior a utilização de capital de terceiros como fonte de financiamento. Contudo, avaliando a variável DivCP/DivTt o coeficiente de correlação revelou-se negativo, ou seja, a estrutura de controle écontrária as dívidas de curto prazo, logo as empresas recorrem as dívidas de longo prazo conforme índice 0,105.

Levando em consideração esses aspectos a Hipótese 3 não pode ser rejeitada, visto que os índices apontaram que o endividamento das firmas está positivamente associado ao seu grau de concentração de propriedade.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo investigar a relação existente entre a estrutura de propriedade e a estrutura de capital das empresas no mercado brasileiro de capitais entre os anos de 2008 e 2012.

Para alcançar os objetivos específicos foram estabelecidas três hipóteses, a primeira observou se estrutura de propriedade das empresas brasileiras ainda apresentava alta concentração, especialmente em relação às ações com direito de voto.

O resultado sinalizou um percentual de 45,56% para o maior acionista com propriedade o que revela o grau de concentração. Com base no capital votante o comportamento da estrutura societária das empresas de capital aberto brasileiro manifestou-se também para uma realidade de alta concentração de direito de voto, haja vista ter apresentado no período 56,75%.

A segunda hipótese examinou se as empresas brasileiras de capital aberto apresentavam maior dependência de capital de terceiros do que capital próprio. Os percentuais da estrutura de capital afirmaram que as companhias estão utilizando mais fonte de recursos de terceiros do que capital próprio para financiar suas atividades, e que tais dívidas com credores concentram-se em maior parcela no longo prazo. Cabendo também advertir que o indicador do exigível total chegou a equivaler-se com o total de receita.

Por fim, a terceira hipótese avaliou se o endividamento das firmas está positivamente associado ao seu grau de concentração de propriedade. Os resultados indicaram que não há relação significativa entre a concentração de (propriedade e controle) e as variáveis $ExgTt/At$ e $ExgTt/Rec$. Por outro lado, as evidências direcionam pela existência de relação entre a concentração de (propriedade e controle) e $ExgTt/PL$, $DivCP/DivTt$ e $DivCP/DivTt$. Desse modo, considera-se estatisticamente que o crescimento do grau de propriedade e controle tem-se a movimentação na mesma direção do grau de endividamento. No que concerne à $DivCP/DivTt$ relação mostrou-se negativa com significância de (1%), revelando a aversão das empresas quanto às obrigações de curto prazo, em compensação as dívidas concentram-se positivamente no Longo Prazo.

Dessa forma, as limitações de estudo referem-se à base de dados empregada, uma vez que houve falta de informações de algumas empresas durante o período analisado. Ainda também não são descartadas as limitações existentes na análise das informações da tabela de estrutura de capital que se utilizou para os comentários apenas a mediana no período, já que no resultado da média e desvio padrão teve valores extremos que acabaram influenciando nos índices da estrutura.

REFERÊNCIAS

ACEVEDO, Claudia Rosa; NOHARA, Jouliana Jordan. **Monografia no curso de Administração: Guia Completo de Conteúdo e Forma**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Maurício Ribeiro do. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo: USP, v. 20, n. 51, p. 6- 27, set./dez. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ARAUJO FILHO, Luiz Fernando Correia de; SOUZA, Hermínio Ramos de; CARMONA, Charles de Montreuil U. A estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no Brasil e os fatores determinantes da concentração acionária. 2003. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/3EBF/paper/view/File/1610/721>>. Acesso em: 05 nov. 2013.

BARBEDO, Claudio Henrique; SILVA, Eduardo Camilo da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Probabilidade de informação privilegiada no Mercado de Ações, Liquidez Intra- Diária e níveis de governança Corporativa. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 47- 58, jan./mar. 2009.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 08 jan. 2014.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 17dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em: 18 jan. 2014.

BRIDGER, Graciela V. Governança Corporativa e os Efeitos da Adesão a Níveis Diferenciados de Governança sobre o Valor no Mercado de Capitais Brasileiro. 54 f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – FGV/EPGE, 2006.

BRITO, Giovani Antonio Silva; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo: USP, v. 18, n. 43, p. 9- 19, jan./abr. 2007. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34211/36943>>. Acesso em: 04 nov. 2013.

BODIE, Z.; MERTON, R. C. **Finanças**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista**

Contabilidade & Finanças, São Paulo: USP, v. 24, n. 62, p. 142- 153, mai./jun./jul./ago. 2013.

CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração – RAUSP**. São Paulo, v. 12, n. 4, p.369- 380, out./nov./dez. 2006.

SILVA, André Luiz Carvalhal da. A influência estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. 2002. Disponível em: <http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?selectaction=&co_obra=105689> Acesso em: 08 out. 2013.

CAVALCANTE FILHO, F.; MISUMI, J. Y. Mercado de Capitais. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DAMI, Anamélia Borges Tannus; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Karém Cristina de Sousa. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus- Revista Contemporânea de Economia e Gestão**. Fortaleza, v. 5, n. 2, p. 21- 30, jul./dez. 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas**: teoria e prática. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

GIL, Antônio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

IBGC– INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. Edição revisada, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 05 dez. 2013.

IFRS Foundation. **Near final draft**: International Financial Reporting Standard. IFRS 10. Consolidated Financial Statements. 2011. Disponível em: <<http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

KIEKOW, Silvana Regina. A relação entre a estrutura de propriedade e o conselho de administração nas instituições financeiras brasileiras. 2013. 136 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

LA PORTA R.; LOPEZ DE SILANES F.; SHLEIFER A.; VISHNY R. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, p. 1113- 1155, 1998. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5661.pdf>> Acesso em: 05 jan. 2014.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**. Curitiba, v. 6, n. 1, p. 7- 18, jan./abr. 2002.

LEITES, Eduardo Tomedi. **Juros sobre o capital próprio**: a influência na formação da estrutura de capital nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. 2008. 49 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo.

MATIAS, Alberto Borges. **Finanças corporativas de longo prazo**: criação de valor com sustentabilidade financeira. São Paulo: Atlas, 2007.

MATOS, Ana Paula; SÊRRO, Sílvia; CORREIA, Telma. **A estrutura de propriedade como determinante da estrutura de capital**: aplicação prática nas empresas familiares portuguesas. 2007. Disponível em: <<http://www.dosalgarves.com/revistas/N16/Completo16.pdf>> Acesso em: 19 out. 2013.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**. Curitiba, v. 12, n. 1, p. 177- 199, jan./mar. 2008.

MENEZES, Rubia Miguez de. A estrutura de propriedade e a governança corporativa têm relação com o valor e desempenho das empresas no novo cenário de mercado de capitais brasileiro?. 106 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2009.

NASCIMENTO, Sabrina do; PEREIRA, Alexandre Matos; TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de. Produção científica em periódicos de contabilidade relacionada ao mercado de capitais. *Contabilidade, Gestão e Governança*. Brasília, v. 13, n. 1, p.32-43, jan./abr. 2010.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, v.1, n. 1, art. 8, p. 119- 135, jan./abr. 2007. Disponível em:<<http://www.anpad.org.br/rac-e>> Acesso em: 05 jan. 2014.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; FAMÁ, Rubens. **Determinantes da estrutura de capital**: aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*. São Paulo, v. 37, n. 3, p.33- 46, jul./set. 2002.

SCHNORRENBARGER, Adalberto; PROCIANOY, Jairo Laser. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 58, n. 1, p. 121-146, jan./mar. 2004.

SIFFERT FILHO, Nelson. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev906.pdf. Acesso em: 20 dez. 2013.

SILVA, Edson Cordeiro da. **Governança Corporativa nas Empresas**: Guia Prático de Orientação para Acionistas, Investidores, Conselheiros de Administração,

Executivos, Gestores, Analistas de Mercado e Pesquisadores. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil. 2004 Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-23012005-200501/pt-br.php>> Acesso em: 19 out. 2013.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 2, p. 51- 66, abr./jun. 2008.

SIQUEIRA, Tagore Villarim de. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. 1998. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev1002.pdf> Acesso em: 07 jan. 2014.

SOARES, Rodrigo Oliveira; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Relações entre estrutura de propriedade e estrutura de capital no Brasil. 2006. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/6EBF>>. Acesso em: 04 set. 2013.

TORRES, Damiana; BRUNI, Adriano Leal; RIVERA-CASTRO, Miguel Angel; MARTINEZ, Antonio Lopo. Estrutura de Propriedade e Controle, Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados no Brasil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis: UFSC, v. 1, n. 13, p. 11-34, jan./jun. 2010.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. Abante, v. 3, n. 1, p.29- 56, out. 1999/abr. 2000. Disponível em: http://scholar.google.com.br/scholar_url?hl=pt-BR&q=http://eacc10.puc.cl/files/ABT/Contenidos/Vol-3-N1/2%2520Valadares.pdf&sa=X&scisig=AAGBfm0P7AfjaymebUS_mASGFhByqClklg&oi=scholar&ei=H5XVUqS1IZSLkAeDsYHYCg&ved=0CCsQgAMoADAA> Acesso em: 07 jan. 2014.