



## Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto

TAGORE VILLARIM DE SIQUEIRA\*

**RESUMO** Este artigo analisa as causas e conseqüências da concentração da propriedade das empresas brasileiras de capital aberto, tomando por base uma amostra constituída por 278 companhias. Os testes realizados têm como referência os estudos de Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997), que procuraram responder às questões referentes aos determinantes do grau de concentração do controle acionário das empresas e seus respectivos impactos sobre a *performance* econômico-financeira. O estudo realizado permite concluir que o grau de concentração do controle acionário das companhias brasileiras sofre influência da regulamentação de mercado, do tamanho da firma e da estrutura de capital. Em relação aos impactos da concentração da propriedade sobre o desempenho econômico-financeiro, apenas um dos modelos testados apresentou resultados com significância estatística. Embora o ajustamento tenha alcançado um  $R^2$  muito baixo, verificou-se um efeito negativo com significância da concentração da propriedade sobre a *performance* econômico-financeira das companhias. Esse resultado indica que as empresas com maior dispersão do controle acionário tendem a apresentar um melhor desempenho.

**ABSTRACT** This paper analyzes the causes and consequences of the concentration of stockholding control of Brazilian open-capital companies, based on a sample of 278 companies. The tests conducted are founded on the research of Demsetz and Lehn (1985) and Thomsen and Pedersen (1997), which sought to answer the question of the determinantes of the degree of stockholding control of the companies and its impact on economic and financial performance. The research concluded that the degree of stockholding control of Brazilian companies is influenced by market regulations, the size of the company and the capital structure. Only one of the models tested obtained results of any statistical significance in relation to the impact of the concentration of control on economic and financial performance. Although the approximation obtained a very low  $R^2$ , a significant negative effect of the concentration of control on economic-financial performance was verified. The result indicates that companies with greater dispersion in their stockholding structure tend to have better performance.

\* Economista da Área de Planejamento do BNDES.

## 1. Introdução

Nos últimos anos, a área de governança corporativa passou a concentrar maior atenção dos analistas em função dos impactos proporcionados pelas mudanças na estrutura de propriedade das empresas. Tais mudanças podem comprometer, por exemplo, o desempenho econômico-financeiro, os programas de investimentos, o crescimento e, até mesmo, a sobrevivência das empresas.

Nesse sentido, foram realizadas várias pesquisas a partir dos anos 80, considerando companhias européias, norte-americanas e asiáticas, com o objetivo de examinar os fatores determinantes do grau de concentração do controle acionário e suas conseqüências sobre a *performance* das empresas. Estes estudos testaram as hipóteses, colocadas pela teoria da firma, de que forças como o grau de regulação dos setores, o tamanho da firma e a instabilidade dos mercados de atuação exercem papel relevante sobre o grau de concentração da propriedade.

Por exemplo, Demsetz e Lehn (1985), um trabalho pioneiro nesta linha de pesquisa, com base em uma amostra de 511 empresas norte-americanas, identificaram os seguintes fatores determinantes da concentração da propriedade: o grau de regulação, o tamanho da empresa e a instabilidade da lucratividade. Além disso, não identificaram um efeito significativo da concentração da propriedade sobre a *performance* das empresas.

Thomsen e Pedersen (1997) testaram o modelo proposto por Demsetz e Lehn e, além de introduzir outras variáveis, considerando uma amostra com 388 empresas de 12 países europeus, confirmaram a relevância de variáveis como tamanho, estrutura de capital e instabilidade da lucratividade. Os testes realizados confirmaram os resultados de Demsetz e Lehn de não-significância da concentração da propriedade sobre a *performance*.

Este trabalho investiga as repercussões das mudanças na estrutura de propriedade das empresas brasileiras, com base em uma amostra de 278 empresas de capital aberto. O principal objetivo é analisar os fatores determinantes da concentração da propriedade e seus efeitos sobre o desempenho financeiro das empresas. Foram testados os modelos propostos pelos trabalhos acima mencionados, além de terem sido introduzidas novas variáveis independentes.

De acordo com a investigação realizada, observou-se que o grau de concentração do controle acionário das companhias brasileiras é influenciado pela regulamentação de mercado, do tamanho da firma e da estrutura de capital. No que se relaciona aos impactos do grau de concentração do controle acionário sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas, foi identificado um efeito negativo com significância estatística em um dos modelos considerados. Embora o ajustamento neste caso tenha alcançado um  $R^2$  muito baixo, o resultado indica que as companhias com maior dispersão do controle acionário tendem a apresentar uma *performance* econômico-financeira melhor.

O artigo está organizado em quatro seções, além desta introdução: a Seção 2 apresenta as referências do debate teórico a partir do qual foram construídas as hipóteses para a análise dos determinantes do grau de concentração da propriedade; a Seção 3 apresenta a caracterização da amostra e a definição das variáveis utilizadas no trabalho; a Seção 4 apresenta uma análise dos determinantes da concentração da propriedade; e, por fim, a Seção 5 apresenta uma análise do impacto da concentração da propriedade sobre a *performance*.

## **2. O Debate Teórico sobre os Fatores Determinantes da Concentração da Propriedade das Empresas**

As hipóteses testadas neste estudo têm como referência o debate existente na teoria da firma sobre a corporação moderna, a estrutura de propriedade e o conflito de interesses entre controladores e administradores, abordado inicialmente por Berle e Means na década de 30 no clássico *The modern corporation and private property* (1932).

Vários estudos foram realizados com base no questionamento de Berle e Means, objetivando aprofundar o conhecimento sobre a estrutura de propriedade das empresas, os impactos da mudança dessa estrutura e as respectivas relações entre acionistas e administradores, como, por exemplo, pode-se ver em Demsetz (1983), Demsetz e Lehn (1985), Holderness e Sheehan (1988), Shleifer e Vishy (1986), Williamson (1988), Zeckhauser e Pound (1990), Buzzacchi e Colombo (1996) e Thomsen e Pedersen (1997).

Boa parte desses estudos concentrava-se em investigações sobre as causas e conseqüências da mudança na estrutura de propriedade. Duas das principais questões que eles procuravam responder eram as seguintes: quais os determinantes do grau de concentração da propriedade?; e qual o impacto da concentração da propriedade sobre a *performance* econômico-financeira das empresas?

Para Demsetz e Lehn (1985), entre os principais fatores que influenciam a concentração do controle acionário das empresas estão o tamanho da firma, a incerteza e a regulação.

A influência do tamanho da firma sobre o grau de concentração da propriedade decorre da suposição de que a elevação do valor de uma dada fração da firma seria compatível com uma desconcentração da propriedade. Além disso, as companhias de grande porte também podem ser associadas com elevados custos de capital e com alto risco de manutenção do grau de concentração do controle acionário. Portanto, Demsetz e Lehn comentam que, em função da aversão ao risco, as grandes empresas tenderiam a apresentar uma baixa concentração da propriedade.

A instabilidade da rentabilidade exerceria influência sobre a concentração da propriedade em função do conflito de interesses entre administradores e proprietários. Assim, o conflito de interesses seria maior ou menor dependendo da instabilidade dos mercados. O aumento do grau de instabilidade de mercado (associada com mudanças de preços, tecnologia e *market-share*) provocaria o aumento da concentração da propriedade, podendo, inclusive, reduzir a liberdade de monitoramento dos administradores.

A forma de mensuração desse efeito, proposta pelos autores, pode ser alguma medida de instabilidade do desempenho econômico-financeiro das empresas, tal como um indicador de rentabilidade. Uma elevada variação da rentabilidade durante um certo período poderia proporcionar o aumento do conflito entre administradores e proprietários e provocar, por conseguinte, uma mudança na estrutura de propriedade. Eles argumentam que o grau de concentração da propriedade tende a ser elevado em mercados com elevada instabilidade, com os controladores mantendo-se, inclusive, à frente dos negócios.

Em relação ao efeito da regulamentação dos mercados, Demsetz e Lehn argumentam que a definição de regras de atuação das empresas pode estimular a redução da concentração da propriedade. No caso brasileiro, a estrutura de propriedade das companhias de serviços de utilidade pública sofre influência não apenas da regulamentação do setor, mas também da elevada participação do Estado como acionista majoritário. Vale lembrar, contudo, que este segundo fator tende a se tornar menos relevante nos próximos anos, em função do processo de privatização de empresas estatais.

O estudo de Demsetz e Lehn confirmou a relevância de fatores como regulação, tamanho da empresa e instabilidade da rentabilidade para a determinação do grau de concentração do controle acionário das empresas.

A regulação de mercados apresentou efeito negativo sobre o grau de concentração da propriedade, ou seja, a definição de regras de atuação contribuiu para o aumento da dispersão do controle acionário em função da redução das incertezas. Este efeito pode até mesmo reduzir o conflito de interesses entre administradores e controladores, ampliando a autonomia de monitoramento dos primeiros.

O tamanho da firma apresentou um efeito negativo sobre a concentração da propriedade, indicando que existe uma tendência para dispersão do controle acionário, entre as companhias norte-americanas, quando as empresas aumentam de tamanho.

A instabilidade da rentabilidade, por sua vez, apresentou um efeito positivo, mostrando que o aumento da incerteza quanto aos rendimentos mantém relação direta com o grau de concentração do controle acionário, ou seja, as empresas de mercados com grande instabilidade tendem a manter concentrado o controle acionário e a provocar, inclusive, a redução da liberdade de monitoramento dos administradores.

No que se relaciona aos efeitos da concentração da propriedade sobre a *performance*, Demsetz e Lehn não identificaram a existência de efeito significativo.

Além das variáveis mencionadas acima, Thomsen e Pedersen (1997) introduziram a variável estrutura de capital (patrimônio líquido/ativo total) no modelo de determinação da concentração da propriedade, com o objetivo de testar o efeito exercido pelos investimentos específicos em plantas de grandes escalas sobre a concentração da propriedade. A hipótese dos autores é que o aumento da relação (patrimônio líquido/ativo total) seja acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas.

Thomsen e Pedersen testaram o modelo proposto por Demsetz e Lehn, considerando uma amostra com mais de 350 empresas de 12 países europeus, e confirmaram a relevância de variáveis como regulação (efeito negativo), tamanho (efeito negativo) e instabilidade da lucratividade (efeito positivo). Além disso, a variável estrutura de capital, introduzida pelos autores no modelo, apresentou efeito negativo. Os resultados dos testes realizados também confirmaram os resultados de Demsetz e Lehn de não-significância do grau de concentração da propriedade sobre a *performance*.

No que se refere aos efeitos do grau de concentração do controle acionário sobre a *performance* econômico-financeira, Thomsen e Pedersen testaram três modelos: a) no primeiro, de acordo com o proposto por Demsetz e Lehn

(em que a *performance* é função da regulação, da dimensão da empresa, da instabilidade da rentabilidade, da intensidade de capital, da intensidade tecnológica e da concentração da propriedade), o grau de concentração do controle acionário não apresentou efeito significativo sobre a *performance*; b) o segundo, baseado no estudo de Zeckhouser e Pound (em que a *performance* é função da intensidade tecnológica e da concentração da propriedade), apresentou efeito negativo significativo da concentração da propriedade sobre a *performance* para companhias pouco intensivas em tecnologia, mas eles concluíram pela não-significância deste efeito quando foi introduzida a variável que designava o país de origem da empresa; e c) o terceiro, proposto por eles próprios (em que a *performance* é uma função do crescimento da empresa e da concentração da propriedade), permitiu concluir que a relação entre o grau de concentração do controle acionário e a *performance* é influenciada pela taxa de crescimento das empresas, ou seja, o crescimento rápido é correlacionado com a maior dispersão do controle acionário e o crescimento mais lento corresponde a um grau de concentração da propriedade mais elevado.

### 3. Caracterização da Amostra

As informações econômico-financeiras das companhias consideradas neste trabalho foram coletadas no banco de dados da Economatica, no Núcleo de Informações da Comissão de Valores Mobiliários, no Núcleo de Informações da Bolsa de Valores e na publicação *Brazil Company Handbook*. A Tabela 1 apresenta as variáveis consideradas neste trabalho e suas respectivas descrições.

A amostra considerada neste estudo é constituída por 278 empresas de capital aberto, as quais foram classificadas, de acordo com o proposto por Thomsen e Pedersen (1997), em três categorias segundo o grau de concentração da propriedade, a saber: propriedade dispersa, quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; propriedade dominante, quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e propriedade majoritária, quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

Tendo em vista que as companhias brasileiras possuem ações com direito e sem direito a voto, foram consideradas as duas formas de concentração da propriedade em todos os testes realizados. As Tabelas 2 e 3 apresentam as principais características da amostra segundo a classificação da concentração da propriedade acima mencionada. Na Tabela 2, onde se considera a concentração da propriedade segundo o total de ações, a amostra apresenta certo equilíbrio entre as três categorias de concentração da propriedade, com 21% de empresas sob a forma de controle disperso, 48% delas como

dominantes e 31% de majoritárias. Na Tabela 3, todavia, quando é observada a concentração da propriedade segundo o total de ações com direito a voto, percebe-se que a grande maioria das companhias possui controle acionário ainda muito concentrado, com a forma majoritária respondendo por cerca

TABELA 1

**Variáveis e Respectivas Descrições**

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO
CON1	Concentração da propriedade medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa
CON2	Concentração da propriedade medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto da empresa
UTIL	Variável <i>dummy</i> em que as empresas de serviços de utilidade pública = 1 e as outras empresas = 0
INDÚSTRIA	Variável <i>dummy</i> em que as empresas industriais = 1 e as outras empresas = 0
REG	Variável <i>dummy</i> em que as empresas de aviação e os bancos = 1 e as outras empresas = 0
DIMEN	<i>Proxy</i> do tamanho da firma medida pelo ativo total (média 1994/96)
INCERT	<i>Proxy</i> da instabilidade da rentabilidade medida pelo desvio-padrão da rentabilidade patrimonial (1994/96)
ESCAP	<i>Proxy</i> da estrutura de capital das empresas medida pela relação patrimônio líquido/ativo total (média 1994/96)
NAÇÃO	Variável <i>dummy</i> em que a companhia controlada por brasileiros = 1 e as subsidiárias de grupos estrangeiros = 0
PERF	Rentabilidade patrimonial (média 1994/96), truncada em +100 e -100 e ponderada pelo patrimônio líquido
TECN	Variável <i>dummy</i> em que os setores com participação dos gastos em tecnologia nas vendas líquidas = ou $> 0,5 = 1$ e $< 0,5 = 0$
INTCAP	<i>Proxy</i> da intensidade de capital medida pela relação ativo total/ROL (média 1994/96)
CPV	Custo dos produtos vendidos (média 1994/96)
IMPORTADOS	Variável <i>dummy</i> em que setores que sofreram maior competição dos importados = 1 e outros setores = 0
CRESC	Taxa de crescimento da receita líquida ao ano (média 1994/96)

de 68% do total da amostra. As empresas com propriedade dominante representam cerca de 25% e as de propriedade dispersa alcançaram apenas 7%.

Aqui, vale destacar que, conforme apresentado nas Tabelas 2 e 3, as companhias com maior grau de dispersão do controle acionário apresenta-

TABELA 2

### Principais Características da Amostra segundo a Concentração da Propriedade

(% do Maior Acionista no Total de Ações)

VARIÁVEIS	ITENS	CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE		
		Dispersa (Até 20%)	Dominante (Entre 20% e 50%)	Majoritária (Acima de 50%)
Companhias	Nº	59	134	85
	%	21,22	48,20	30,58
ROL (US\$)	Média 1994/96	747.372.086	616.356.712	602.835.742
PL (US\$)	Média 1994/96	426.809.267	662.983.788	692.786.233
Ativo Total (US\$)	Média 1994/96	1.547.788.386	1.751.848.988	1.357.340.821
CPV (US\$)	Média 1994/96	469.820.845	256.924.340	284.343.090
Lucro Líquido (US\$)	Média 1994/96	25.443.552	19.248.744	24.508.146
TECN	Nº	24	58	21
	%	40,68	43,28	24,71
UTIL	Nº	2	7	17
	%	3,39	5,22	20,00
REG	Nº	3	10	6
	%	5,08	7,46	7,06
NAÇÃO	Nº	56	123	68
	%	94,92	91,79	80,00
INDÚSTRIA	Nº	46	99	48
	%	77,97	73,88	56,47
IMPORTADOS	Nº	18	39	13
	%	30,51	29,10	15,29
PL/Ativo Total (%)	Média 1994/96	47,79	41,65	53,93
Ativo Total/ROL (%)	Média 1994/96	293,53	190,92	432,67
Desvio-Padrão Rent. PL	Média 1994/96	42,43	142,47	43,20
CRESC (%)	Média 1994/96	28,92	34,03	23,67
Rent. PL (%)	Média 1994/96	10,02	-9,63	-1,78
Rent. Ativo Total (%)	Média 1994/96	1,12	-2,43	-0,13
Margem Líquida (%)	Média 1994/96	5,50	0,09	-10,56

Nota: ROL = receita operacional líquida; PL = patrimônio líquido; e Rent. PL e Rent. Ativo Total = respectivamente, rentabilidade patrimonial e do ativo. As demais variáveis, apresentadas de forma abreviada, foram descritas na Tabela 1.



ram melhor desempenho econômico-financeiro no período considerado, seja em termos de crescimento da ROL, das rentabilidades patrimonial e do ativo ou da margem líquida. A análise da influência do grau de concentração do controle acionário sobre a *performance* financeira para o conjunto de empresas que constituem a amostra está apresentada na Seção 5.

TABELA 3

### Principais Características da Amostra segundo a Concentração da Propriedade

(% do Maior Acionista no Total de Ações com Direito a Voto)

VARIÁVEIS	ITENS	CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE		
		Dispersa (Até 20%)	Dominante (Entre 20% e 50%)	Majoritária (Acima de 50%)
Companhias	Nº	21	69	188
	%	7,55	24,82	67,63
ROL (US\$)	Média 1994/96	1.276.138.418	545.834.974	602.719.994
PL (US\$)	Média 1994/96	760.109.432	454.102.664	667.889.515
Ativo Total (US\$)	Média 1994/96	2.733.540.359	1.512.183.147	1.489.148.294
CPV (US\$)	Média 1994/96	743.955.105	269.679.262	272.911.707
Lucro Líquido (US\$)	Média 1994/96	43.060.381	21.178.758	20.888.172
TECN	Nº	9	30	64
	%	42,86	43,48	34,04
UTIL	Nº	1	3	22
	%	4,76	4,35	11,70
REG	Nº	1	5	13
	%	4,76	7,25	6,91
NAÇÃO	Nº	19	65	163
	%	90,48	94,20	86,70
INDÚSTRIA	Nº	15	55	123
	%	71,43	79,71	65,43
IMPORTADOS	Nº	5	19	46
	%	23,81	27,54	24,47
PL/Ativo Total (%)	Média 1994/96	44,49	46,79	46,77
Ativo Total/ROL (%)	Média 1994/96	334,91	236,69	299,59
Desvio-Padrão Rent. PL	Média 1994/96	34,50	48,74	112,65
CRESC (%)	Média 1994/96	26,46	43,09	25,43
Rent. PL (%)	Média 1994/96	-2,43	0,42	-4,42
Rent. Ativo Total (%)	Média 1994/96	1,14	-1,06	-1,20
Margem Líquida (%)	Média 1994/96	4,05	2,87	-4,41

#### 4. Os Determinantes da Concentração do Controle Acionário das Empresas

Nesta seção são analisadas as principais causas da concentração da propriedade, tomando-se como referência os modelos propostos por Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997), ou seja, considera-se que o grau de concentração do controle acionário das empresas sofre influência da regulamentação de mercado, do tamanho da firma e da instabilidade da rentabilidade, entre outras variáveis. Neste estudo foram realizados testes considerando tanto a concentração da propriedade medida pela participação do principal acionista no total das ações (CON1), como se pode ver nos Modelos 1 e 2, quanto a participação do principal acionista no total das ações com direito a voto (CON2), como nos Modelos 3 e 4.

##### Matriz de Correlação 1

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7
1 CON1	1						
2 UTIL	0,25	1					
3 REG	0,01	-0,09	1				
4 DIMEN	-0,05	0,18	0,42	1			
5 INCERT	-0,04	-0,04	-0,04	-0,05	1		
6 ESCAP	0,15	0,18	-0,29	-0,10	-0,18	1	
7 NAÇÃO	-0,18	0,11	-0,05	0,09	0,03	-0,03	1

VARIÁVEIS	MODELO 1			MODELO 2		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
CON1						
Interseção	38,12	1,54	24,81	46,61	4,69	9,93
UTIL	22,23	4,82	4,62	22,58	4,78	4,72
REG	8,41	6,01	1,40	12,15	6,06	2,00
DIMEN	0,00	0,00	-2,08	0,00	0,00	-1,92
INCERT	0,00	0,00	-0,48	0,00	0,00	0,03
ESCAP				0,09	0,05	1,91
NAÇÃO				-15,14	4,24	-3,57
Nº	278			278		
R <sup>2</sup>	0,08			0,13		
F	5,68			6,79		

No Modelo 1 foram identificadas duas variáveis com significância estatística: UTIL (empresas de serviços públicos); e DIMEN (tamanho da empresa), que apresentou um efeito muito fraco sobre a concentração da propriedade.

Estes resultados são opostos aos apresentados por Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997), que identificaram um efeito negativo tanto das empresas de serviços públicos quanto do tamanho da firma sobre o grau de concentração do controle acionário, ou seja, segundo ambos os estudos o aumento do tamanho da firma proporciona maior dispersão do controle acionário. Conforme lembram Demsetz e Lehn, a aversão ao risco induziria os proprietários a compartilhar o controle das empresas, na medida em que elas aumentassem de tamanho.

Uma possível explicação para as diferenças de resultados pode ser encontrada nas formas de financiamento das companhias brasileiras, que na maioria das vezes realizam seus financiamentos baseando-se fundamentalmente em empréstimos bancários ou lançamentos de títulos (tais como debêntures e bônus, entre outros) ao invés de lançamento de ações. Dessa forma, pode-se justificar que o aumento de tamanho de tais companhias não seja acompanhado por uma desconcentração do controle acionário.

O efeito positivo apresentado pelas empresas de serviços de utilidade pública (energia, telecomunicações e abastecimento de água e saneamento) sobre a concentração da propriedade decorre da expressiva participação do Estado como acionista majoritário nessas companhias. Todavia, observa-se que o processo de privatização das empresas de serviços públicos provocará, certamente, um processo de desconcentração do seu controle acionário.

No Modelo 2, além das variáveis já mencionadas no modelo anterior, verificou-se que o alto grau de regulamentação (REG), a estrutura de capital (ESCAP) e o país de origem da empresa (NAÇÃO) também exercem papel relevante como determinantes da concentração da propriedade das companhias observadas.

As empresas de aviação e finanças (REG), *players* de setores com alto grau de regulamentação, apresentaram efeitos positivos sobre a concentração da propriedade, ao contrário do que seria esperado. Segundo Demsetz e Lehn, à medida que a definição de regras de atuação reduz a instabilidade do mercado, os setores com maior grau de regulação devem apresentar menor grau de concentração do controle acionário. O resultado alcançado a partir da amostra de companhias brasileiras pode ser justificado em parte pela elevada participação de famílias no controle acionário das empresas consideradas.

A estrutura de capital das empresas apresentou efeito positivo sobre a concentração da propriedade, indicando que, quanto maior os investimentos específicos em plantas de grandes escalas, maior deverá ser a concentração do controle acionário das empresas da amostra.

Este resultado foi oposto ao encontrado por Thomsen e Pedersen, que identificaram um efeito negativo da estrutura de capital sobre a concentração do controle acionário, confirmando a hipótese apresentada em seu estudo, isto é: quanto maior os investimentos específicos em plantas de grandes escalas, menor deverá ser a concentração do controle acionário.

A introdução da variável NAÇÃO permitiu a diferenciação entre as companhias de proprietários brasileiros e as subsidiárias de companhias estrangeiras. O efeito negativo apresentado por essa variável indica que o aumento do número de companhias brasileiras na amostra é acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas, ou seja, as subsidiárias de grupos estrangeiros tendem a apresentar maior concentração do controle acionário do que as companhias brasileiras.

A instabilidade da rentabilidade, medida pelo desvio-padrão da rentabilidade patrimonial, apresentou um coeficiente sem significância estatística nos dois modelos considerados. A principal conclusão a partir de tal resultado é que, no caso das companhias observadas, a incerteza quanto à lucratividade ou à maior ou menor volatilidade da rentabilidade ainda não representa um impacto importante sobre o grau de concentração da propriedade.

Pode-se dizer até mesmo que o conflito de interesses entre acionistas e administradores, com base na amostra de companhias brasileiras observadas, não sofre influência da instabilidade do mercado (seja de preços, tecnologia ou *market-share*), isto é, pode-se dizer que o grau de concentração do controle acionário e, em última instância, a liberdade de monitoramento dos administradores não são impactados pela instabilidade do mercado.

Os trabalhos de Demsetz e Lehn (1985) e Thomsen e Pedersen (1997), ao contrário, identificaram correlação positiva entre a instabilidade da rentabilidade e a concentração da propriedade, ou seja, que o aumento da instabilidade da rentabilidade gerava aumento da concentração do controle da propriedade.

Nos Modelos 3 e 4 foi considerada a concentração da propriedade medida pela participação do maior acionista nas ações com direito a voto, CON2. O  $R^2$  e o Teste  $F$  foram baixos, com os resultados sendo piores do que os alcançados pelos Modelos 1 e 2.

A Tabela 4 apresenta as medidas de tendência central e de dispersão das variáveis consideradas nesta seção. Observa-se que a concentração da propriedade é maior quando se leva em conta a participação do maior

acionista nas ações com direito a voto. Foram consideradas 26 companhias de serviços públicos e 19 de aviação e finanças. As controladas por brasileiros representaram 247 empresas da amostra.

### Matriz de Correlação 2

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7
1 CON2	1						
2 UTIL	0,10	1					
3 REG	-0,02	-0,09	1				
4 DIMEN	-0,08	0,18	0,42	1			
5 INCERT	0,07	-0,04	-0,04	-0,05	1		
6 ESCAP	0,02	0,18	-0,29	-0,10	-0,18	1	
7 NAÇÃO	-0,09	0,11	0,05	0,09	0,03	-0,03	1

VARIÁVEIS	MODELO 3			MODELO 4		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
CON2						
Interseção	59,24	1,71	34,72	65,99	5,34	12,35
UTIL	11,10	5,35	2,07	12,00	5,45	2,20
REG	3,77	6,67	0,57	4,27	6,90	0,62
DIMEN	0,00	0,00	-1,68	0,00	0,00	-1,61
INCERT	0,00	0,00	1,13	0,00	0,00	1,19
ESCAP				0,00	0,06	0,05
NAÇÃO				-7,97	4,82	-1,65
Nº	278			278		
R <sup>2</sup>	0,03			0,04		
F	1,79			1,65		

TABELA 4

### Medidas de Tendência Central e de Dispersão

VARIÁVEIS	MÉDIA	DESVIO-PADRÃO	TOTAL	MÍNIMO	MÁXIMO
CON1 (%)	39,39	23,34		3,22	99,84
CON2 (%)	59,66	25,23		9,62	100,00
UTIL (nº)			26	0	1
REG (nº)			19	0	1
DIMEN (US\$ Milhões)	1.574,06	3.939,83		7,80	31.619,21
INCERT (%)	90,89	586		0,38	9.091,76
ESCAP (%)	46,71	28,74		-188,77	98,12
NAÇÃO (nº)			247	0	1

Nota: Amostra constituída por 278 companhias.

## 5. Concentração da Propriedade e Desempenho Econômico-Financeiro das Empresas

Nesta seção são analisados os efeitos da concentração do controle acionário sobre a *performance* econômico-financeira das empresas. Foram realizados testes com base nos modelos propostos por Demsetz e Lehn (1985), Zeckhouser e Pound (1990) e Thomsen e Pedersen (1997), nos quais a *performance* é uma função da regulamentação, da dimensão das empresas, da intensidade tecnológica, da estrutura de capital e do crescimento. Além disso, foram introduzidas outras variáveis não consideradas por eles, tais como IMPORTADOS (*proxy* de setores que sofreram maior competição de produtos importados) e CPV (média 1994/96 dos custos dos produtos vendidos).

O Modelo 5 a seguir, resultante da realização de testes com todas as variáveis consideradas neste trabalho, foi proposto inicialmente por Demsetz e Lehn e posteriormente repetido por Thomsen e Pedersen. A concentração da propriedade considerada neste modelo, CON1, é medida pela participação do maior acionista no total das ações.

De acordo com o modelo, pode-se concluir que a concentração da propriedade não apresenta efeito com significância estatística sobre o desempenho financeiro das empresas. Este resultado coincidiu com as conclusões de Demsetz e Lehn e Thomsen e Pedersen, para as companhias norte-americanas e européias, em que a concentração do controle acionário não apresentou efeito sobre a *performance* financeira das empresas.

As variáveis que apresentaram resultados com relevância estatística foram UTIL, INDÚSTRIA, INTCAP e CPV, todas com efeito positivo sobre a *performance*, sendo que as duas últimas mostraram-se com um efeito fraco.

### Matriz de Correlação 3

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7	8
1 PERF	1							
2 UTIL	0,25	1						
3 INDÚSTRIA	-0,08	-0,43	1					
4 TECN	-0,08	-0,18	0,30	1				
5 INCERT	-0,11	-0,03	0,01	-0,05	1			
6 INTCAP	0,29	0,33	-0,25	-0,12	-0,09	1		
7 CPV	0,49	0,00	-0,15	-0,13	-0,04	0,16	1	
8 CON1	0,03	0,33	-0,13	-0,09	-0,03	0,00	-0,11	1

VARIÁVEIS	MODELO 5		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
PERF			
Interseção	-33,29	11,20	-2,97
UTIL	72,56	18,70	3,88
INDÚSTRIA	21,13	9,09	2,33
TECN	1,07	6,61	0,16
INCERT	-0,01	0,00	-1,16
INTCAP	0,06	0,02	2,84
CPV	0,06	0,01	8,74
CON1	0,04	0,14	0,28
Nº	239		
R <sup>2</sup>	0,34		
F	17,17		

Variáveis como TECN (participação dos gastos em tecnologia), INCERT (instabilidade da lucratividade), DIMEN (tamanho da firma) e IMPORTADOS (variável *dummy* em que 1 = empresas de setores impactados pela maior competição de produtos importados) não apresentaram significância nos ajustamentos realizados.

O estudo de Thonsem e Pedersen identificou um efeito positivo da dimensão sobre a *performance*. O efeito da intensidade de capital sobre o desempenho econômico-financeiro das empresas não foi significativo.

No que se refere às empresas de serviços de utilidade pública, o estudo dos autores identificou um efeito negativo. As empresas de serviços públicos consideradas por eles eram privadas em sua maioria e atuavam em mercados com regulamentações que favoreciam a competição, tornando mais transparente o desempenho econômico-financeiro das empresas.

No Modelo 6 a concentração da propriedade, CON2, foi medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto. Os principais resultados são apresentados a seguir, podendo-se verificar que a concentração da propriedade, em termos da participação do maior acionista no capital votante, também não apresentou efeito com significância estatística sobre a *performance* das empresas, tal como no Modelo 5. As variáveis UTIL, INDÚSTRIA, INTCAP e CPV apresentaram coeficientes com significância estatística.

**Matriz de Correlação 4**

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5	6	7	8
1 PERF	1							
2 UTIL	0,25	1						
3 INDÚSTRIA	-0,08	-0,43	1					
4 TECN	-0,08	-0,18	0,30	1				
5 INCERT	-0,11	-0,03	0,01	-0,05	1			
6 INTECP	0,29	0,33	-0,25	-0,12	-0,09	1		
7 CPV	0,49	0,00	-0,15	-0,13	-0,04	0,16	1	
8 CON2	-0,09	0,15	-0,01	-0,01	0,07	-0,06	-0,20	1

VARIÁVEIS	MODELO 6		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
PERF			
Interseção	-29,16	12,21	-2,39
UTIL	75,16	18,07	4,16
INDÚSTRIA	21,19	9,09	2,33
TECN	0,95	6,60	0,14
INCERT	-0,01	0,00	-1,15
INTCAP	0,06	0,02	2,79
CPV	0,00	0,00	8,57
CON2	-0,04	0,12	-0,32
Nº	239		
R <sup>2</sup>	0,34		
F	17,17		

As empresas de serviços de utilidade pública e as de setores industriais apresentaram efeitos positivos sobre a *performance*. A intensidade do capital foi relevante e também apresentou efeito positivo, mesmo que fraco, sobre a *performance*, indicando que, quanto mais capital intensivas forem as empresas, melhores serão seus respectivos desempenhos econômico-financeiros.

### **Performance Econômico-Financeira, Intensidade Tecnológica e Concentração da Propriedade**

Os Modelos 7 e 8 são baseados na relação da *performance* econômico-financeira com a intensidade tecnológica e o grau de concentração do controle acionário, proposto inicialmente por Zeckhouser e Pound (1990) e repetido por Thomsen e Pedersen (1997). Os resultados de ambos os estudos para



empresas de setores pouco intensivos em tecnologia apresentaram significância estatística, porém não foram coincidentes, sendo que o primeiro encontrou uma correlação positiva, enquanto o segundo identificou um efeito negativo.

Ao contrário dos estudos mencionados, os resultados obtidos pelos Modelos 7.1, 7.2 e 7.3, a seguir, não alcançaram significância estatística (a tabela apresenta apenas o sinal dos coeficientes quando se considera a concentração da propriedade medida pela participação do maior acionista no total das ações).

VARIÁVEIS	MODELO 7.1	MODELO 7.2 (TECN Pouco Intensivo)	MODELO 7.2 (TECN Muito Intensivo)
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
PERF			
Interseção	+	+	+
TECN	-		
CON1	-	-	-
Nº	244	141	103

Nota: Os resultados não apresentaram significância estatística.

A análise dos Modelos 8.1, 8.2 e 8.3, que relaciona *performance* com intensidade tecnológica e participação do principal acionista no capital votante, também não apresentou resultados significativos.

VARIÁVEIS	MODELO 8.1	MODELO 8.2 (TECN Pouco Intensivo)	MODELO 8.3 (TECN Muito Intensivo)		
	Coeficientes	Coeficientes	Coeficientes	Erro-Padrão	Estatística t
PERF					
Interseção	+	+	29,28	13,62	2,15
TECN	-				
CON2	-	-	-0,32	0,21	-1,50
Nº	239	136	103		
R <sup>2</sup>	0,01	0,00	0,02		
F	1,62	0,00	2,26		

Nota: Os resultados não apresentaram significância estatística.

Caso fosse possível encontrar um resultado significativo para o Modelo 8.3, poder-se-ia concluir que, em setores intensivos em tecnologia, a concentração do controle acionário manteria uma relação inversa com o desempenho econômico-financeiro das companhias, ou seja, a menor concentração do controle, em companhias intensivas em tecnologia, seria acompanhada por uma melhor *performance* econômico-financeira, e vice-versa.

No caso brasileiro, a possível relação inversa mantida entre a concentração da propriedade e a *performance* poderia ser interpretada como resultante da forma encontrada pelas companhias para ampliar o acesso a novas tecnologias, superando, assim, uma restrição ao crescimento. Por exemplo, as companhias de setores intensivos em tecnologia podem realizar parcerias tecnológicas com empresas estrangeiras, visando melhorar o acesso à tecnologia. Estas associações poderiam ser por meio da venda de parte do capital para os novos sócios.

Thomsen e Pedersen encontraram uma relação inversa entre concentração da propriedade e *performance* para empresas pouco intensivas em tecnologia. Com base em dados de uma amostra de empresas européias, os autores identificaram que as companhias de setores não-intensivos em tecnologia tendem a apresentar melhores resultados à medida que apresentam maior dispersão do controle acionário. Vale lembrar, contudo, que estes resultados foram rejeitados pelos próprios autores quando foi considerada a variável NAÇÃO no ajustamento.

### **Performance Econômico-Financeira, Crescimento das Empresas e Concentração da Propriedade**

Os Modelos 9 e 10, apresentados a seguir, relacionam a *performance* econômico-financeira com o crescimento das empresas e a concentração da propriedade. Este modelo foi proposto inicialmente por Thomsen e Pedersen (1997).

O Modelo 9, que considera a concentração da propriedade medida pela participação do maior acionista no total das ações, CON1, não apresentou resultados com significância estatística.

Os resultados da aplicação do Modelo 9, de acordo com a categoria de concentração do controle acionário (disperso, dominante e majoritário), também não apresentaram resultados com significância. Ao contrário do modelo de Thomsen e Pedersen (1997), o crescimento não apresentou efeito significativo sobre a *performance* das companhias brasileiras em nenhuma

#### **Matriz de Correlação 5**

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5
1 PERF	1				
2 CRESC	-0,17	1			
3 CON1	0,00	-0,07	1		
4 INDÚSTRIA	-0,03	0,08	-0,14	1	
4 NAÇÃO	-0,10	-0,05	-0,19	-0,11	1

VARIÁVEIS	MODELO 9		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
PERF			
Interseção	51,50	18,03	2,86
CRESC	-0,20	0,07	-2,85
CON1	-0,11	0,17	-0,64
INDÚSTRIA	-5,68	9,28	-0,61
NAÇÃO	-25,07	13,11	-1,91
Nº	259		
R <sup>2</sup>	0,04		
F	2,90		

VARIÁVEIS	MODELO 9.1 (CON1 até 20%)			MODELO 9.2 (CON1 entre 20% e 50%)			MODELO 9.3 (CON1 acima de 50%)		
	Coeffi- cientes	Erro- Padrão	Esta- tística t	Coeffi- cientes	Erro- Padrão	Esta- tística t	Coeffi- cientes	Erro- Padrão	Esta- tística t
PERF									
Interseção	185,38	53,73	3,45	25,14	20,67	1,22	47,68	23,30	2,05
CRESC	-0,28	0,17	-1,70	-0,20	0,09	-2,26	-0,19	0,14	-1,36
NAÇÃO	-7,05	23,24	-0,30	11,50	12,50	0,92	-24,82	16,48	-1,51
INDÚSTRIA	-147,69	48,26	-3,06	-23,35	18,30	-1,28	-11,38	20,02	-0,57
Nº	56			125			78		
R <sup>2</sup>	0,17			0,06			0,05		
F	3,68			2,41			1,29		

Nota: Os resultados não apresentaram significância estatística.

das regressões consideradas. Estes autores concluíram que uma melhora da *performance* das empresas européias pode ser associada com a maior dispersão do controle acionário à medida que as empresas crescem.

O Modelo 10, que relaciona a *performance* com o crescimento das empresas e a concentração da propriedade (medida pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto, CON2), apresentou coeficientes significativos, porém o poder explicativo do conjunto das variáveis foi baixo, com o R<sup>2</sup> alcançando apenas 5%.

O crescimento da ROL apresentou um efeito negativo sobre a *performance* das empresas, embora tenha sido fraco. Este efeito pode ser interpretado como um *trade-off* entre a escolha, por parte das companhias, pelo maior crescimento e a manutenção de boa *performance* econômico-financeira, ou seja, à medida que elas crescem, tendem a abdicar de bons resultados.

Ao nível de 5% de significância, aceita-se a influência da concentração da propriedade sobre a *performance*, com o efeito negativo indicando que a diminuição do grau de concentração do controle acionário proporciona uma melhora da *performance* das companhias observadas.

Quando se considera o Modelo 10 por categoria de concentração da propriedade (dispersa, dominante e majoritária), verifica-se que os resultados não foram significativos.

### Matriz de Correlação 6

VARIÁVEIS	1	2	3	4	5
1 PERF	1				
2 CRESC	-0,17	1			
3 CON2	-0,09	-0,05	1		
4 INDÚSTRIA	-0,03	0,08	-0,01	1	
5 NAÇÃO	-0,10	-0,05	-0,08	-0,11	1

VARIÁVEIS	MODELO 10		
	Coefficientes	Erro-Padrão	Estatística t
PERF			
Interseção	63,16	17,89	3,53
CRESC	-0,21	0,07	-2,93
CON2	-0,27	0,15	-1,77
INDÚSTRIA	-4,95	9,11	-0,54
NAÇÃO	-25,25	12,80	-1,97
Nº	259		
R <sup>2</sup>	0,05		
F	3,61		

VARIÁVEIS	MODELO 10.1 (CON2 até 20%)			MODELO 10.2 (CON2 entre 20% E 50%)			MODELO 10.3 (CON2 acima de 50%)		
	Coefficiente	Erro- Padrão	Esta- tística t	Coefficiente	Erro- Padrão	Esta- tística t	Coefficiente	Erro- Padrão	Esta- tística t
PERF									
Interseção	203,17	88,68	2,29	15,09	37,43	0,40	86,80	47,10	1,84
CRESC	-0,43	0,40	-1,09	-0,32	0,12	-2,66	-0,55	0,25	-2,22
INDÚSTRIA	4,19	47,41	0,09	27,73	20,46	1,36	-55,73	30,35	-1,84
NAÇÃO	-166,21	73,72	-2,25	-15,61	31,90	-0,49	3,98	41,69	0,10
Nº	21			63			180		
R <sup>2</sup>	0,26			0,13			0,05		
F	1,98			2,82			3,05		

Nota: Os resultados não apresentaram significância estatística.

## 6. Considerações Finais

O estudo da concentração da propriedade permite concluir que fatores como regulamentação de mercados, tamanho da firma e estrutura de capital exercem influência sobre o grau de concentração do controle acionário das companhias brasileiras.

A elevada participação do Estado no controle das companhias de serviços de utilidade pública, muitas vezes como acionista majoritário, justifica o efeito positivo da regulamentação sobre a concentração da propriedade. Certamente, com a privatização, o grau de concentração do controle acionário destas empresas deverá tornar-se mais disperso.

Os outros setores com elevado grau de regulação, como aviação e finanças, considerados no estudo, também apresentaram efeitos positivos sobre a concentração da propriedade, ao contrário do que seria esperado. Este resultado é explicado pela elevada participação de famílias no controle acionário das companhias destes setores.

O efeito positivo do tamanho da firma sobre o grau de concentração da propriedade pode ser justificado pela forma de financiamentos das companhias brasileiras, baseados em empréstimos bancários ou lançamentos de títulos ao invés de lançamento de ações. Assim, o aumento de tamanho das companhias brasileiras, ao contrário das norte-americanas e européias, não proporciona uma desconcentração do controle acionário.

A estrutura de capital das empresas, medida pela relação patrimônio líquido/ativo total, apresentou um efeito positivo sobre a concentração da propriedade. Isto indica que maiores investimentos específicos em plantas de grandes escalas são acompanhados pelo aumento da concentração do controle acionário das empresas.

A introdução da variável NAÇÃO nos ajustamentos realizados permitiu observar que as subsidiárias de grupos estrangeiros tendem a apresentar maior concentração do controle acionário do que as companhias brasileiras.

No que se relaciona à instabilidade de mercado, verificou-se que o coeficiente da instabilidade da rentabilidade não foi significativo nos modelos considerados. Pode-se dizer, assim, que a instabilidade de mercado (provocada por mudanças de preços, tecnologia ou *market-share*) não apresenta um impacto significativo sobre o grau de concentração da propriedade das companhias brasileiras, podendo, inclusive, não apresentar qualquer rebatimento sobre o conflito de interesses entre acionistas e administradores.

A aplicação do modelo proposto por Thomsen e Pedersen, relacionando *performance* com crescimento e grau de concentração da propriedade, possibilitou um ajustamento, embora com um  $R^2$  muito baixo, a partir do qual foi identificado um efeito negativo da concentração da propriedade sobre a *performance*. Este resultado indica que a maior dispersão do controle acionário pode ser associada com a melhora do desempenho econômico-financeiro das companhias.

Por fim, pode-se dizer que a relação existente entre o grau de concentração do controle acionário e a *performance* econômico-financeira das empresas é melhor compreendida quando são consideradas na análise variáveis como intensidade tecnológica ou crescimento da firma. A maior dispersão do controle acionário das companhias pode ser realizada objetivando a superação de restrições ao acesso a novas tecnologias quanto à realização de novos investimentos por parte de companhias que demandam altas taxas de crescimento. Além disso, vale lembrar que, em última análise, a *performance* das empresas é influenciada pelo grau de competição existente nos respectivos mercados de atuação.

## Apêndice 1. Causas da Concentração da Propriedade

### Modelos de Demsetz e Lehn

MENSURAMENTO DA CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE	LA5	LA20	LAH	LA5	LA20	LAH
Intercepto	-2,10 (11,9)	-1,01 (6,0)	3,83 (13,5)	-1,92 (9,7)	-0,68 (4,0)	4,21 (13,8)
UTIL	-1,20 (10,0)	-1,44 (12,6)	-2,07 (10,8)	...	...	...
FIN	-0,47 (4,3)	-0,49 (4,7)	-0,78 (4,4)	...	...	...
MEDIA	0,70 (3,4)	0,75 (3,8)	0,94 (2,8)	0,68 (3,3)	0,72 (4,0)	0,91 (2,8)
EQUITY	-3,51 (2,7)	-2,98 (2,4)	-4,25 (2,0)	-3,90 (2,9)	-3,82 (3,3)	-5,09 (2,5)
SE	17,94 (5,9)	11,14 (3,9)	26,46 (5,4)	14,83 (4,4)	5,60 (1,9)	20,11 (3,9)
SE <sup>2</sup>	-39,38 (4,1)	-25,26 (2,8)	-59,70 (3,9)	-31,98 (3,2)	-12,14 (1,4)	-44,49 (2,9)
Nº	511	511	511	406	406	406
R <sup>2</sup>	0,33	0,36	0,33	0,12	0,09	0,09
F	41,5	46,5	41,2	13,4	9,3	10,0

Nota: LA5 = participação dos cinco maiores acionistas no total das ações; LA20 = participação dos 20 maiores acionistas no total das ações; LAH = índice Herfindahl de concentração da propriedade, calculado pela soma do quadrado das percentagens controladas por cada acionista; UTIL = empresas de serviços de utilidade pública; FIN = empresas do setor financeiro; MEDIA = empresas do setor de mídia; EQUITY = proxy da dimensão; e SE = erro-padrão da taxa de retorno. Estatística t entre parênteses.

## Modelos de Thomsen e Pedersen

VARIÁVEIS	MODELO 1 (Ownership Share – CON)	MODELO 2 (Ownership Share – CON)
Intercepto	36,08 (13,60)	36,32 (2,45)
UTIL	-13,11 (-1,30)	-11,09 (-1,11)
MEDIA	-1,62 (-0,16)	-1,85 (-0,18)
SIZE	-0,51 (-3,65)	-0,45 (-3,21)
STD	0,55 (2,43)	0,40 (1,75)
STD <sup>2</sup>	-0,006 (-1,78)	-0,005 (-1,65)
E/A	...	-25,65 (-2,49)
DUAL	...	6,28 (1,99)
Nº	388	387
R <sup>2</sup>	0,06	0,09
F	4,72	5,08

Nota: CON = participação do maior acionista no total de ações; UTIL = empresas de serviços de utilidade pública; MEDIA = empresas de mídia; SIZE = ativo total como proxy da dimensão; e STD = desvio-padrão da rentabilidade patrimonial. Estatística t entre parênteses.

## Apêndice 2. Conseqüências da Concentração da Propriedade

### Modelos de Demsetz e Lehn

VARIÁVEIS	MODELO 1 (Profit Rate)	MODELO 2 (Profit Rate)	MODELO 3 (Profit Rate)
Intercepto	0,24 (6,2)	0,27 (11,7)	0,35 (4,2)
UTIL	-0,13 (3,4)	-0,10 (2,4)	-0,13 (3,1)
FIN	-0,07 (3,6)	-0,06 (3,3)	-0,07 (3,5)
CAP	0,04 (0,7)	0,05 (0,8)	0,04 (0,7)
ADV	0,42 (1,9)	0,47 (2,3)	0,42 (1,9)
RD	-0,11 (0,4)	-0,07 (0,3)	-0,11 (0,4)
ASSET	5,70 (0,8)	8,14 (1,2)	5,97 (0,9)
SE	-0,29 (1,1)	-0,43 (2,0)	-0,29 (1,1)
LA5	-0,02 (0,9)	...	...
LA20	...	-0,004 (0,2)	...
LAH	...	...	-0,02 (0,9)
Nº	511	511	511
R <sup>2</sup>	0,10	0,10	0,10
F	7,2	7,2	7,1

Nota: CAP = gastos de capital no total das vendas; ADV = participação dos gastos em publicidade nas vendas; RD = participação dos gastos em P&D no total das vendas; e ASSET = ativo total. Estatística t entre parênteses.



## Modelos de Thomsen e Pedersen

### MODELO ESTIMATIVAS

$$1 \quad ROE = 35,31 - 13,61UTIL + 29,08MEDIA - 1,24CAP + 0,22RD + 0,13SIZE - 0,14STD - 0,007COM$$

$$(-4,07) \quad (2,33) \quad (-0,93) \quad (0,12) \quad (3,05) \quad (-2,23) \quad (0,19)$$

$$R^2 = 0,09 \quad F = 5,30 \quad N^{\circ} = 388$$

$$2 \quad ROE = 17,29 - 1,18RD + 0,05CON + 0,14RD*CON \quad R^2 = 0,04 \quad F = 5,69 \quad N^{\circ} = 427$$

$$(-0,47) \quad (0,85) \quad (2,18)$$

$$\text{Indústrias com baixo R\&D: } ROE = 18,17 - 0,09COM$$

$$(-3,66)$$

$$\text{Indústrias com alto R\&D: } ROE = 17,29 + 0,05CON$$

$$(0,59)$$

$$3 \quad ROE = -5,21 + 0,69GROWTH + OWNER + GROWTH*OWNER + INDUSTRY + NATION$$

$$(9,91) \quad (9,03) \quad (9,19) \quad (3,23) \quad (6,24)$$

$$R^2 = 0,48 \quad F = 4,15 \quad N^{\circ} = 427$$

$$\text{Propriedade dispersa: } ROE = -5,21 + 0,69GROWTH + INDUSTRY + NATION$$

$$\text{Propriedade dominante: } ROE = 3,54 - 0,002GROWTH + INDUSTRY + NATION$$

$$(-4,26)^*$$

$$\text{Propriedade majoritária: } ROE = 0,87 + 0,13GROWTH + INDUSTRY + NATION$$

$$(-2,18)^{**}$$

\*(t para a diferença a partir da equação de propriedade dispersa)

\*\*\*(t para a diferença a partir da equação de propriedade dominante)

Nota: ROE = rentabilidade patrimonial, média 1990/93; CON = participação do maior acionista em 1990; CAP = ativo total/vendas, média 1990/93; UTIL = empresas de serviços públicos, indústria dummy 1 = serviços de utilidade pública; MEDIA = indústria dummy 1 = Indústria de mídia; RD = intensidade em P&D, indústria dummy 1 = participação dos gastos em P&D na receita > 1%; SIZE = ativo total, média 1990/93; STD = desvio-padrão da rentabilidade patrimonial, 1990/93; E/A = patrimônio líquido/ativo total; e NATION = uma categoria para cada uma das 12 nações consideradas. Estatística t entre parênteses.

## Referências Bibliográficas

BUZZACCHI, L., COLOMBO, M. Business groups and the determinants of corporate ownership. *Cambridge Journal of Economics*, v. 20, p. 31-51, 1996.

BRAZIL COMPANY HANDBOOK. Rio de Janeiro: IMF Editora Ltda., 1994 e 1997.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, v. 26, p. 375-390, 1983.

DEMSETZ, H., LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, p. 1.155-1.177, 1985.

- HOLDERNESS, C. G., SHEEHAN, D. P. The role of majority shareholders in publicly held-corporations. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 317-346, 1988.
- SHLEIFER, A., VISHY, R. W. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. *European ownership concentration: causes and consequences*. Institute of International Economics and Management/Copenhagen Business School, 1997.
- WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, v. 43, p. 567-591, 1988.
- ZECKHOUSER, R. J., POUND, J. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. In: HUBBARD, G. R. (ed.). *Asymmetric information, corporate finance and investment*. University of Chicago Press, 1990.