



**DETERMINANTES DO PRÊMIO PELO DIREITO DE VOTO  
NO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO**

**DETERMINANTS OF THE PREMIUM FOR VOTING RIGHTS  
IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET**

**DETERMINANTES DE LA PRIMA POR DERECHOS DE VOTO  
EN EL MERCADO DE VALORES BRASILEÑO**

**Taynara Cardoso Ribeiro Jesus**

<https://orcid.org/0000-0002-7662-5934>

Bacharel em Administração pelo Instituto Federal de Minas Gerais  
(IFMG) - Campus Formiga  
E-mail: [crtaynara@gmail.com](mailto:crtaynara@gmail.com)

**Lélis Pedro de Andrade**

<https://orcid.org/0000-0001-6269-6048>

Professor do Programa de Pós-graduação em Administração (IFMG - Campus Formiga)  
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG  
E-mail: [lelis.pedro@ifmg.edu.br](mailto:lelis.pedro@ifmg.edu.br)

**Washington Santos da Silva**

<https://orcid.org/0000-0003-2396-3507>

Professor do Programa de Pós-graduação em Administração (IFMG - Campus Formiga)  
Doutor em Estatística e Experimentação Agropecuária pela Universidade Federal de Lavras -  
UFLA  
E-mail: [washington.silva@ifmg.edu.br](mailto:washington.silva@ifmg.edu.br)

**Bruno César de Melo Moreira**

<https://orcid.org/0000-0003-2265-7217>

Professor do Programa de Pós-graduação em Administração (IFMG - Campus Formiga)  
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Santa Catarina - UFSC  
E-mail: [bruno.melo@ifmg.edu.br](mailto:bruno.melo@ifmg.edu.br)

**Daniel Fonseca Costa**

<https://orcid.org/0000-0001-6322-5280>

Professor do Programa de Pós-graduação em Administração (IFMG - Campus Formiga)  
Doutor em Administração pela Universidade Federal de Lavras - UFLA  
E-mail: [daniel.costa@ifmg.edu.br](mailto:daniel.costa@ifmg.edu.br)

**RESUMO**

Este trabalho objetiva identificar os fatores determinantes do prêmio pelo direito de voto no mercado brasileiro. Para tanto, foi construída uma amostra composta por 253 empresas listadas

na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), o que totalizou 2.223 observações no período de 2000 a 2015, tendo sido empregado o método de dados em painel por efeitos fixos. Identificou-se que o prêmio médio encontrado para o período foi 18,07%, porém, esse valor ficou próximo a 40% em anos considerados de crise sistêmica, como ocorridos em 2008 e em 2015. Além da influência positiva dos anos de queda no mercado de ações no valor do prêmio, foi encontrado que i) o aumento de liquidez das ações com voto afeta negativamente o valor do prêmio pelo controle; ii) o nível de passivos exigíveis em relação aos ativos possui o formato de U invertido na relação com o prêmio pelo voto. O estudo contribui com a literatura ao verificar que a estrutura de duas classes de ações permite que seja acentuado o valor do prêmio pelo direito de voto em períodos de crise sistemáticas.

**Palavras-chave:** Prêmio pelo direito de voto. *Dual class premium*. Risco de expropriação.

## ABSTRACT

This study aims identify the determinants of premium for voting rights in the Brazilian market. To this end, we developed a dataset consisted of 383 companies listed on the Brasil, Bolsa, Balcão (B3) from 2000 to 2015, to use the fixed effects regressions with panel data models. We identified that the average of the premium found for the period is 18.07%, however, this value is close to 40.00% in years considered of systemic crisis, as occurred in 2008 and 2015. In addition to the positive influence of the years of decline in the stock market in the value of the premium, the results showed that i) the increase in liquidity of shares with voting rights negatively affect the value of the premium for control; and ii) the level of liabilities payable in relation to assets has an inverted U-shape in relation to the voting premium. The study contributes to the literature by verifying that a structure of two classes of shares allows the accentuation of the premium for voting rights in periods of systematic crisis.

**Keywords:** Voting rights's premium. Dual class premium. Expropriation risk.

## RESUMEN

Este trabajo pretende identificar los factores determinantes de la prima por derechos de voto en el mercado brasileño. Para ello, se construyó una muestra de 253 empresas clasificadas en Brasil, Bolsa, Balcão (B3), que totalizaron 2.223 observaciones en el período 2000-2015, utilizando el método de datos de panel com efeitos fixos. Se identificó que la prima promedio encontrada para el período fue de 18.07%, sin embargo, este valor fue cercano al 40% en años considerados de crisis sistémica, como ocurrió en 2008 y 2015. Además de la influencia positiva de los años de caída de la bolsa sobre el valor de la prima, se encontró que i) la mayor liquidez de las acciones con derecho a voto afectan negativamente el valor de la prima por control; y ii) el nivel de pasivos por pagar en relación con los activos tiene una forma de U invertida en relación con la prima de voto. El estudio contribuye a la literatura al verificar que una estructura de dos clases de acciones permite acentuar la prima por derechos de voto en períodos de crisis sistemática.

**Palabras clave:** Prima por derechos de voto. Dual class premium. Riesgo de expropiación.

## 1. INTRODUÇÃO

A emissão de duas classes de ações, sendo uma delas sem direito a voto, possibilita que o acionista controle a organização sem necessariamente obter a maioria das ações emitidas pela empresa, isto poderia gerar conflitos de interesse entre os acionistas controladores e minoritários (ADAMS; FERREIRA, 2008; MAURY; PAJUSTE, 2011). É considerado longo o debate a respeito de vantagens e desvantagens da existência de classes de ativos sem direito ou com restrições a voto, mesmo em mercados considerados desenvolvidos, como o dos EUA

(CAO et al., 2020; CHENG; MPUNDU; WAN, 2020; DEMIGUEL et al., 2005; GAO; ZHANG, 2019). Conforme destacou Howell (2017), após estudo realizado no mercado norte americano, a emissão de classes sem direito a voto é uma prática que, apesar dos desafios externos de órgãos legislativos, grupos de direitos dos acionistas e investidores institucionais, a mesma sobreviveu nos EUA como um meio alternativo de levantar capital para fundadores e/ou acionistas controladores. Por exemplo, a emissão de ações com restrições de voto são emitidas tanto por companhias em IPOs, quanto por grandes companhias de tecnologia e maduras, tais como Ford Motors, Berkshire Hathaway, Alibaba e Facebook, o que aumenta a relevância deste debate, conforme mencionado por Cao et al. (2020) e Howell (2017).

Para Cao et al. (2020), a prática de emitir ações sem direito a voto é tradicionalmente considerada prejudicial à qualidade da governança corporativa. Por exemplo, os acionistas controladores podem obter benefícios privados por meio da utilização de recursos da empresa, sendo que os demais acionistas estariam arcando parcialmente com estes custos (ADAMS; FERREIRA, 2008; CAPRIO; CROCI, 2008; DYCK; ZINGALES, 2004; NENOVA, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; ZINGALES, 1995), (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014). Já Govindarajan et al. (2018) defendem uma estrutura flexível em relação a prática de emissão de ações sem direito a voto, que permitisse a maioria dos acionistas o direito de decidirem continuar a estrutura de classe dupla ou de converterem suas ações para terem o direito a voto.

Diante destas evidências convergentes, verifica-se que a emissão de duas classes de ações contraria o princípio “*uma ação, um voto*”, porém, considera-se que ainda há uma carência de pesquisas que analisam as causas do prêmio pelo controle nas empresas brasileiras. Segundo Adams e Ferreira (2008) Adams e Ferreira (2008) Adams e Ferreira (2008), apesar de diferentes estudos apresentarem resultados divergentes, há um apoio na literatura de que desviar-se do princípio “*uma ação, um voto*” pode gerar um impacto negativo no valor da empresa. Para os autores, isto pode gerar ineficiências por duas razões: i) pode indicar a extração de benefícios privados por acionistas controladores; ii) o custo de capital pode se tornar maior, o que dificulta a aprovação de novos projetos de investimentos. Além disso, há indícios de que a emissão de duas classes de ações pode gerar um efeito negativo no desempenho financeiro das empresas (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014).

Conforme destacado por Camargos, Salvato e Camargos (2012), o valor de um ativo é determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa futuros descontando-se o custo de capital da empresa, sendo assim, as classes de ações de uma mesma empresa deveriam apresentar o mesmo valor. No entanto, isto não tem sido observado nas negociações do mercado, e a magnitude do prêmio pelo direito de voto, também denominado neste trabalho como *Dual Class Premium* (DCP), pode ser usada como um indicativo de que os acionistas estão obtendo benefícios decorrentes do seu poder de controle. Se o controle for valioso, devido à obtenção de benefícios privados, as ações com direito a voto seriam negociadas com prêmio em relação às demais (ADAMS; FERREIRA, 2008). Por exemplo, estudos têm encontrado que as ações com direito a voto foram negociadas com prêmio em relação às que não oferecem este direito (DYCK; ZINGALES, 2004; ZINGALES, 1995). De forma contrária, Ødegaard (2007) e Saito (2003) encontraram o valor negativo para o prêmio pelo voto.

Assim, o termo DCP representa a diferença de valores entre os preços de ações com direito a voto e de ações sem direito a voto, o que indica o prêmio pelo controle (CARVALHAL DA SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007). Neste sentido, há na literatura trabalhos que visam encontrar os fatores determinantes do DCP (CARVALHAL DA SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007; DYCK; ZINGALES, 2004; ØDEGAARD, 2007; SAITO, 2003; TERRA; LEMGRUBER; BECKER, 1994; ZINGALES, 1995), (SAITO; DA SILVEIRA,

2010). Diante disso, esse trabalho tem como objetivo identificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* (DCP) no mercado de ações brasileiro.

Diante do exposto, considera-se que este trabalho apresenta uma contribuição distinta à literatura relacionada, pois o mesmo baseou-se em um período relativamente maior na amostra dos dados, compreendido entre 2000 a 2015. Nesse sentido, considera-se que os resultados desse trabalho permitem expandir a compreensão a respeito dos fatores que determinam a diferença de preços entre duas classes de ações, denominado como DCP, no mercado brasileiro. Especificamente, essa base de dados permitiu documentar que em anos considerados de crise financeira na bolsa de valores, como observados em 2008 e em 2015, o valor do DCP tende ser o dobro da sua média observada em anos sem crise sistêmica no mercado de ações e que há um efeito em forma de U invertido do valor do DCP em relação à alavancagem financeira da empresa, indicando que elevados níveis de monitoramento dos credores contribuem para a diminuição de prêmio pelo controle de ações com direito a voto.

## 2. LITERATURA RELACIONADA

### 2.1 MERCADO BRASILEIRO E AMBIENTE LEGAL

O mercado brasileiro passou por alterações no ambiente legal e institucional no início da década de 2000, Ou seja, em 2001 o país reformulou a Lei das sociedades anônimas 6.404/76 por meio da Lei 10.303/01 e criou níveis diferenciados de governança corporativa, tais como o nível 1, o nível 2, e o novo mercado, o qual permite a emissão somente de ações com direito a voto, que são incentivados pela (Brasil, Bolsa, Balcão (B3), 2021).

Os impactos das mudanças no ambiente institucional brasileiro, sobre a qualidade da governança corporativa praticadas nas empresas e sobre o valor de mercado destas companhias, são positivos (BLACK; DE CARVALHO; SAMPAIO, 2014). No entanto, Gorga (2004) destaca que apesar da Lei 10.303/01 ter reduzido o limite de emissão de ações preferenciais de 2/3, de acordo com a legislação anterior a 2001, para até 50% do capital total da empresa, a alteração é aplicada apenas nas empresas que decidirem abrir o capital após vigência da Lei em 2001.

Conforme destacam Carvalhal da Silva e Subrahmanyam (2007), a Lei 10.303/01 estabelece que as companhias têm que garantir pelo menos um dos seguintes direitos para as ações sem direito a voto, para que as mesmas possam ser negociadas no mercado de ações: i) prioridade de pagamento mínimo de dividendo de 3% do valor contábil da ação; ii) pagamento de dividendos de pelo menos 10% superior em relação às ações com direito a voto, e; iii) oferta obrigatória por pelo menos 80% do preço do bloco de controle.

### 2.2 VALOR DO CONTROLE

Para Adams e Ferreira (2008), existem duas abordagens para mensurar o valor do controle de uma companhia. A primeira refere-se à diferença de valor entre as classes de ações com voto e sem voto, e é a abordagem mais utilizada na literatura. O valor positivo indica que ações com direito a voto foram negociadas com valor superior ao das ações sem este direito, e isto indica o maior risco de obtenção de benefícios privados decorrentes do poder de controle. A segunda abordagem, que foi desenvolvida por Barclay e Holderness (1989), refere-se ao valor superior da negociação das ações do bloco de controle.

Trabalhos como os de Nenova (2003) e Dyck e Zingales (2004) apresentam o valor médio do controle em diferentes países. Nenova (2003) apresenta os resultados a partir da média do valor do bloco de controle para empresas com duas classes de ações em 1997. Já Dyck e Zingales (2004) representam o prêmio pelo controle em transações ocorridas no período de 1990 a 2000. Verifica-se, a partir desses trabalhos, que o valor do prêmio pode sofrer variações

consideráveis entre diferentes mercados. Diferenças na metodologia e na amostra dos estudos também podem ser determinantes das diferenças nos valores. Destaca-se que o Brasil foi o país que apresentou maior prêmio de controle (65%) (DYCK; ZINGALES, 2004). Adams e Ferreira (2008) também acrescentam que as evidências sobre o valor do prêmio de controle apoiam fortemente a hipótese de que existem benefícios privados consideráveis e que os acionistas controladores estão dispostos a pagar por esses benefícios privados.

O valor do controle representado pelo diferencial de preços entre classes de ações, também conhecido como *Dual Class Premium*, pode ser calculado por meio da Equação 1 (CAMARGOS; SALVATO; CAMARGOS, 2012; CARVALHAL DA SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007; SAITO; DA SILVEIRA, 2010):

$$DCP = \frac{P_{ON} - P_{PN}}{P_{PN}} \quad (1)$$

sendo que,  $P_{ON}$  e  $P_{PN}$  representam o preço da ação ordinária, ou com direito a voto, e preferencial, ou sem direito a voto, respectivamente.

Camargos, Salvato e Camargos (2012) afirmam que o fato de ações ordinárias serem negociadas com prêmio em relação a ações preferenciais pode indicar que ações com direito a voto apresentam benefícios maiores, sendo que estes benefícios podem ser decorrentes dos fluxos de caixa gerados pela empresa que seriam aproveitados por acionistas controladores.

### 2.3 DETERMINANTES DO DUAL CLASS PREMIUM

A literatura apresenta trabalhos realizados com intuito de contribuir para discussão a respeito do diferencial de preços entre classes de ações, com e sem direito a voto.

Na literatura internacional, verifica-se há um volume crescente de pesquisas realizadas (CAPRIO; CROCI, 2008; CHENG; MPUNDU; WAN, 2020; GAO; ZHANG, 2019; HOWELL, 2017; NEUMANN, 2003; ZINGALES, 1995). O trabalho de Zingales (1995) analisa o valor do voto em 94 empresas dos Estados Unidos, encontrando evidências de que o prêmio pelo voto é determinado pela expectativa que os controladores têm em receber pagamentos adicionais quando houver competição pelo controle. Por outro lado, Neumann (2003) observou, por meio de pesquisa realizada com 34 empresas no período de 1992 a 1999, que na Dinamarca o prêmio foi negativo para muitas empresas durante longos períodos e que a liquidez exerce influência sobre a diferença de preços entre classes de ações.

No mercado norueguês, Ødegaard (2007) observou que o prêmio pelo controle foi negativo em parte do período de análise, o que poderia ser explicado pelas restrições à propriedade estrangeira. Ademais, no período que não havia restrições regulamentares, o autor inferiu que o prêmio foi positivo, quando relacionado com a liquidez e com a governança corporativa. Na Itália, Caprio e Croci (2008), em um estudo que contemplou um período entre 1974 e 2003, observaram um prêmio positivo, e encontraram evidências de que o prêmio tende a ser maior quando a empresa é controlada por uma família, isto porque estas empresas são mais propensas a expropriar acionistas sem direito a voto.

No Brasil, também são encontrados trabalhos investigando fatores determinantes do diferencial de preços entre classes de ações. Terra, Lemgruber e Becker (1994) realizaram sua pesquisa com informações de quatro empresas no período de 1979 a 1988, e evidenciaram que a liquidez e a proximidade das datas das assembleias gerais dos acionistas podem explicar a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais. Saito (2003) observou que o diferencial de preços entre classes de ações foi negativo para diversas companhias entre os anos 1994 e 2002. O estudo também evidenciou que a liquidez, alterações na legislação brasileira e a estrutura de posse, influenciam a diferença de preços entre classes de ações.

Por outro lado, Carvalhal da Silva e Subrahmanyam (2007) analisaram os determinantes do DCP utilizando informações de 141 empresas no período de 1994 a 2004, constatando que empresas controladas pelo governo possuem menor prêmio. Além disso, os autores também verificaram que as práticas de governança corporativa e a regulamentação da proteção dos acionistas podem influenciar o prêmio. Por meio de um estudo realizado com dados de 87 empresas, referentes ao período 1995 a 2006, Saito e Silveira (2010) encontraram evidências de que o controle pela família, de que as diferenças na liquidez, de que a distribuição de dividendos entre as classes de ações e que as alterações na legislação podem afetar o valor do *Dual Class Premium*.

Além disso, Camargos, Salvato e Camargos (2012) investigaram os fatores determinantes do DCP utilizando informações de 51 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2005 a 2012 e constataram que o valor médio do prêmio foi positivo, apresentando leve tendência de queda, encontrando evidências de que empresas que concedem voluntariamente *tag along* para ações ordinárias e preferenciais, com controle estatal, governança diferenciada e percentual elevado do total de ações detido por acionistas controladores, apresentaram menor DCP. Além disso, os autores demonstraram que empresas com controle familiar, liquidez e distribuição de dividendos superior para ações ordinárias em relação a preferenciais, pertencentes a setores com maior probabilidade de fusões e aquisições, apresentaram maior DCP.

O trabalho de Fernandes e Souza (2014), o qual utilizou uma amostra composta por 48 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período entre 2003 e 2013, demonstrou um prêmio médio de controle positivo, evidenciando que empresas as quais um acionista detém mais de 50% das ações com direito a voto ou que o estado detém mais de 20% das ações ordinárias tendem a ter menor prêmio por controle. Os resultados da pesquisa de Fernandes e Souza (2014) também demonstraram que outros fatores tais como o nível de governança corporativa e o direito de *tag along* influenciaram o valor do prêmio. Por fim, Rochman e Dornaus (2014), em pesquisa realizada com informações referentes ao período de 2002 a 2013 e com amostra composta por 44 empresas, encontrou evidências de que o nível de governança corporativa, a proteção aos acionistas minoritários, tamanho da empresa e a proporção de ações com direito a voto na estrutura de capital, diminuem o valor do prêmio decorrente do diferencial de preços entre classes de ações.

### 3. METODOLOGIA

A amostra considerou as informações das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) correspondente a um período de 16 anos, compreendido entre os anos 2000 a 2015. As empresas pertencentes ao setor financeiro foram excluídas da amostra, pois estas empresas possuem contas diferenciadas em seus demonstrativos, que impedem a comparação destas empresas com aquelas do setor não financeiro. Também foram excluídas da amostra as empresas que não apresentaram dados suficientes para atender ao propósito da pesquisa. Cabe ressaltar que esse período contempla as crises financeiras na bolsa brasileira referentes aos anos de 2008 e de 2015, anos esses em que o índice IBOVESPA registrou quedas históricas.

Em relação aos casos de empresas que possuíam mais de um tipo de ação preferencial, foram selecionadas as ações com maior quantidade de fechamentos e com maior participação no capital total da empresa, além de ter selecionado as ações com maior liquidez em bolsa. Para minimizar os efeitos dos *outliers*, adotou-se a técnica de *winsorização* ao nível de 2,54%. Após estas exclusões, a amostra resultante considerou 253 empresas que possuíam duas classes de ações, com um total de 2.223 observações durante o período de 2000 a 2015.

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

A base de dados de cada empresa corresponde às informações disponíveis no dia 31 de dezembro de cada ano do período de análise ou a última informação disponível. Além disso, as informações foram corrigidas pela inflação. Em relação a fonte para coleta de dados, foi utilizada a base de dados da Economatica e o site da Brasil, Bolsa, Balcão (B3), o qual disponibilizou informações relativas ao segmento de governança das empresas em cada ano do período analisado.

O modelo para verificar os fatores determinantes do DCP consiste em uma regressão com dados em painel. O conjunto de dados em painel tem dimensões de um corte transversal e de uma série temporal, assim são obtidas informações de um grupo de indivíduos ao longo de vários períodos de tempo (WOOLDRIDGE, 2010).

O modelo de regressão para identificar os fatores determinantes do DCP foi baseado nos trabalhos relacionados (SAITO, 2003; SAITO; DA SILVEIRA, 2010). A Equação 2 apresenta o modelo proposto nesta pesquisa. Foram realizadas várias regressões a partir de combinações das variáveis presentes na Equação 2.

$$\begin{aligned}
 DCP_{it} = & B_0 + B_1 Dividendos_{it} + B_2 Liquidez_{it} + B_3 Tangibilidade_{it} + B_4 Tamanho_{it} \\
 & + B_5 GC_{it} + B_6 Alavancagem\_Financeira_{it} \\
 & + B_7 Alavancagem\_Financeira2_{it} + B_8 ProporçãoAçõesON_{it} \\
 & + B_9 ParticipaçãoMajoritários_{it} + B_{10} Setor_{it} + B_{11} Ano_t + a_i + u_{it},
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

$$i = 1, \dots, N \text{ e } t = 1, \dots, T$$

em que,  $DCP_{it}$  é o DCP da empresa  $i$  no período  $t$ ,  $a_i$  é o efeito não observado da empresa  $i$  e,  $u_{it}$  é o erro de variação temporal da empresa  $i$  no período  $t$ . As demais variáveis incluídas no modelo estão descritas no Quadro 1. As hipóteses e sinais esperados para este modelo empírico estão apresentadas no Quadro 2.

**Quadro 1** – Descrição das variáveis

Definição	Variável	Descrição <sup>(*)</sup>
Dual Class Premium	<i>DCP</i>	(Preço das ações ON – Preço das ações PN) / Preço das ações PN
Dividendos	<i>Div_diferencial</i>	(Dividendos das ações ON – Dividendos das ações PN) / Dividendos das ações PN
	<i>Div_binário</i>	Variável binária igual a (1) se os dividendos das ações ON forem maiores ou iguais aos dividendos das ações PN e (0), caso contrário
Liquidez	<i>Liq_VolFin</i>	ln (volume financeiro das ações ON / volume financeiro das ações PN)
	<i>Liq_Negoc</i>	ln (índice de negociabilidade das ações ON / índice de negociabilidade das ações PN)
	<i>Liq_Bolsa</i>	ln (liquidez em bolsa das ações ON / liquidez em bolsa ações PN)
Tangibilidade do ativo	<i>Tangibilidade</i>	Ativo Imobilizado / Ativo Total
Tamanho da empresa	<i>Tamanho</i>	Logaritmo natural do total de ativos.
GC	<i>Gov_nln2</i>	Variável binária igual a (1) se a empresa possui governança diferenciada (nível 1 ou nível 2) e (0), caso contrário.
	<i>Gov_Nível1</i> <i>Gov_Nível2</i>	Dois variáveis binárias. Cada uma delas assumirá valor (1) se a empresa pertencer ao segmento de governança nível 1 ou nível 2 e (0), caso contrário
Alavancagem Financeira	<i>Alav_Fin(Pas)</i>	(Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total
	<i>Alav_Fin(Pas)<sup>2</sup></i>	[(Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total] <sup>2</sup>
	<i>Alav_Fin(Div)</i>	Dívida Bruta / Ativo Total
	<i>Alav_Fin(Div)<sup>2</sup></i>	(Dívida Bruta / Ativo Total) <sup>2</sup>

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

Proporção de ações ON no capital total	<i>Proporção_ON</i>	Percentual de ações ON em relação à quantidade total de ações emitidas
Participação Majoritários	<i>3Maior_ONPN</i>	Percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações emitidas
	<i>3Maior_ON</i>	Percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações ordinárias
	<i>3Maior_ON50</i>	Variável binária igual a (1), se os três maiores acionistas possuírem mais de 50% das ações ordinárias e (0), caso contrário
	<i>1maior_ON50</i>	Variável binária igual a (1), se o maior acionista possuir mais de 50% das ações ordinárias e (0), caso contrário
Setor de atuação	<i>Setor</i>	Variáveis binárias indicando o setor de atuação da empresa, segundo o critério da econômica.
Ano	<i>Ano</i>	Variáveis binárias indicando o tempo.
PN – preferencias; ON - ordinárias (*)Algumas equações foram ajustadas a fim de minimizar a perda de informações relevantes. A variável “div_diferencial” foi ajustada para “0” quando os dividendos das ações ON e PN são iguais a zero. Isto porque, apesar de não ser possível realizar o cálculo quando o divisor é zero, o objetivo desta variável é verificar se existe diferença na distribuição de dividendos entre as classes de ações, sendo assim o valor retornado pela equação é zero quando os dividendos entre as classes de ações são iguais ( $(x-x)/x = 0/x = 0$ ). As variáveis “Liq_Negoc”, “Liq_VolFin” e “Liq_Bolsa” foram ajustadas para “0” quando a liquidez das ações ON e PN são iguais a zero. Do mesmo modo, apesar de o divisor ser zero, o objetivo da variável é capturar as diferenças na liquidez e, quando a liquidez das duas classes são iguais, o valor retornado é zero ( $\ln(x/x) = \ln(1) = 0$ ), indicando que não há diferença de liquidez entre as classes de ações.		

Fonte: Elaborada pelos autores da pesquisa.

No modelo de regressão utilizado para encontrar os fatores determinantes do DCP, expresso na equação 2, foram consideradas apenas as empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais. Portanto, foram excluídas desta amostra as empresas que possuem apenas ações ordinárias, pois, entende-se que elas não devem ser tratadas como as empresas que possuem DCP igual a zero, uma vez que as mesmas não possuem ações sem direito a voto.

Destaca-se que as variáveis “*Div\_diferencial*”, “*Alav\_Fin(Pas)*” e “*Alav\_Fin(Div)*” foram winsorizadas na tentativa de minimizar os efeitos dos *outliers*. A variável “*Div\_diferencial*” foi winsorizada a um nível de 2%, já as demais, foram winsorizadas a um nível de 2,5%.

Diferentes métodos têm sido utilizados para estimar os parâmetros do modelo. Saito (2003) utilizou um painel de dados com efeitos aleatórios. Caprio e Croci (2008), Rochman e Donaus (2014) e Saito e Silveira (2010) estimaram o modelo por meio do método de efeitos fixos. Também foi utilizada a estimação por meio do método MQO agrupado (*pooled*) por Saito e Silveira (2010) Saito e Silveira (2010) Saito e Silveira (2010).

Seguindo trabalhos anteriores, este estudo utilizará o teste de Hausman para identificar o ajuste dos modelos via estimação por efeitos fixos e por efeitos aleatórios. Para decidir qual dos dois métodos é mais eficiente, deve-se analisar a correlação entre os efeitos não observados ( $a_i$ ) e as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2010). Se os efeitos não observados forem não-correlacionados com as variáveis explicativas, então o método dos efeitos aleatórios será mais adequado, caso contrário, o método mais indicado será o de efeitos fixos.

As hipóteses com sinais esperados dos coeficientes são apresentados no quadro 2 e foram baseadas na literatura relacionada (FERNANDES; SOUZA, 2014; REIS, 2015; SAITO, 2003; SAITO; SILVEIRA, 2010).



## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

**Quadro 2** – Hipóteses de pesquisa e sinais esperados dos coeficientes

Definição	Variável	Sinal Esperado	Hipótese
Dividendos	<i>Div_diferencial</i> <i>Div_binário</i>	+	A distribuição de dividendos em quantidade superior para ações ON em relação às ações PN influencia positivamente o <i>DCP</i> .
Liquidez	<i>Liq_VolFin</i> <i>Liq_Negoc</i> <i>Liq_Bolsa</i>	+	Quanto maior a liquidez das ações ON em relação às ações PN, maior será o prêmio.
Tangibilidade do ativo	<i>Tangibilidade</i>	-	A tangibilidade do ativo e o <i>DCP</i> são inversamente proporcionais. Um maior grau de tangibilidade facilitaria o monitoramento pelos acionistas dos investimentos realizados o que reduziria a probabilidade de expropriação dos minoritários*.
Tamanho da empresa	<i>Tamanho</i>	-	Empresas maiores têm chances menores de transferir o controle, o que levaria a um prêmio menor.
GC	<i>Gov_nIn2</i> , <i>Gov_Nível1</i> , <i>Gov_Nível2</i>	-	Empresas com governança diferenciada têm menor <i>DCP</i> .
Alavancagem Financeira	<i>Alav_Fin(Pas)</i> <i>Alav_Fin(Div)</i> <i>Alav_Fin(Pas)<sup>2</sup></i> <i>Alav_Fin(Div)<sup>2</sup></i>	+ + - -	Baixos níveis de alavancagem financeira impactam o prêmio de forma positiva. No entanto, altos níveis de alavancagem geram um efeito negativo, pois o controle poderá ser transferido aos credores.
Proporção de ações ON	<i>Proporção_ON</i>	+/-	O uso de ações sem direito a voto permite ao acionista controlador alavancar recursos com acionistas preferenciais. Essa alavancagem implica em maiores benefícios privados de controle, levando a maiores prêmios. Por outro lado, o valor esperado do controle é dividido pelo número de ações com direito a voto, quanto menor esse número, maior o valor atribuído a cada ação.
Participação Majoritários	<i>3Maior_ONPN</i>	-	Uma maior concentração do total de ações pelos acionistas controladores estaria relacionada a baixos níveis de benefícios, resultando em menor prêmio.
	<i>3Maior_ON</i> <i>3Maior_ON50</i> <i>1maior_ON50</i>	(+/-)	Por um lado, a maior concentração de ações ordinárias pelos acionistas majoritários reduziria a probabilidade de haver uma disputa pelo controle devido à menor proporção de ações ordinárias em circulação, isso impactaria o prêmio de forma negativa. Por outro lado, uma maior proporção de ações ordinárias pelos controladores possibilitaria que estes acionistas obtivessem benefícios, isso impactaria o prêmio de forma positiva.

(\*) (HIMMELBERG; HUBBARD; PALIA, 1999)

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da literatura relacionada.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas do DCP que foram realizadas utilizando uma amostra composta por 253 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2000 a 2015. O prêmio médio encontrado a partir desta base de dados foi de 18,07%. Este valor é superior ao prêmio médio encontrado em períodos anteriores, tal como na pesquisa de Saito (2003) que encontrou um prêmio médio de -1,3% no período de 1994 a 2002. Já Rochman e Dornaus (2014) encontraram um prêmio médio de 9,24%.

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

Nota-se, também, que houve uma redução da amostra no decorrer do tempo. Isso se deve a unificação das duas classes de ações e, também, ao encerramento das atividades das empresas, sendo que as novas aberturas geralmente já são feitas com adesão ao Novo Mercado, que exige a emissão apenas de ações com direito a voto.

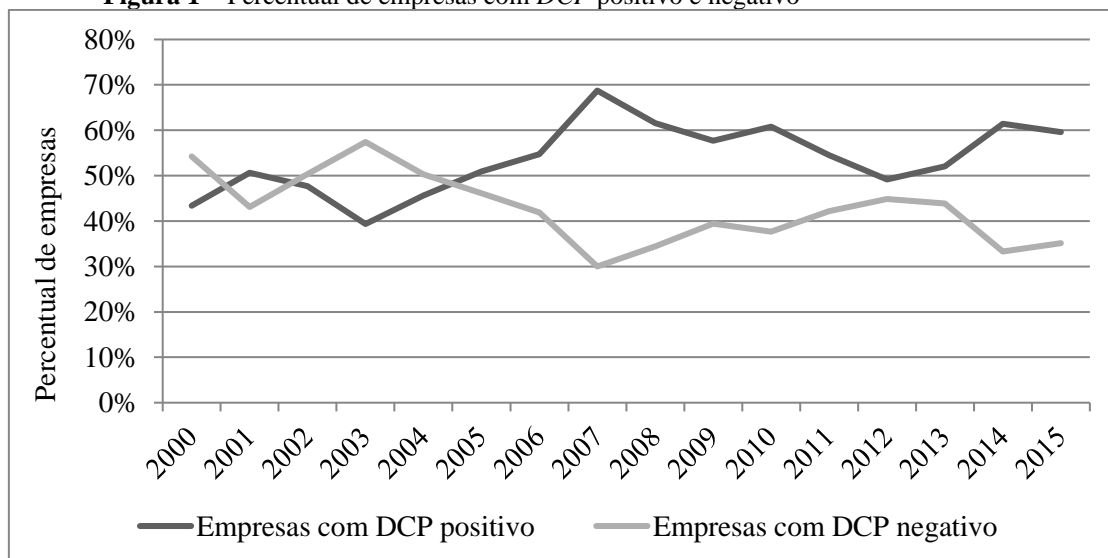
**Tabela 1** – Estatísticas descritivas para a variável *Dual Class Premium*

Ano	<i>Dual Class Premium</i>						N
	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Coefficiente de Variação	Desvio Padrão	
2000	8,57%	-0,75%	-51,81%	302,77%	6,060	51,94%	166
2001	15,01%	0,003%	-43,53%	237,88%	3,153	47,32%	160
2002	14,66%	-1,08%	-50,00%	309,96%	3,469	50,87%	151
2003	4,29%	-3,22%	-49,02%	246,65%	9,565	41,05%	155
2004	12,05%	-0,57%	-43,06%	335,70%	4,428	53,37%	173
2005	9,47%	0,36%	-51,86%	227,18%	4,213	39,88%	167
2006	16,13%	2,14%	-47,26%	336,71%	2,988	48,19%	148
2007	32,38%	10,30%	-53,19%	330,35%	1,944	62,95%	160
2008	39,49%	7,20%	-50,22%	373,52%	2,095	82,75%	151
2009	20,50%	1,99%	-53,18%	337,84%	2,735	56,07%	137
2010	14,63%	3,53%	-50,30%	249,41%	2,576	37,68%	130
2011	22,11%	1,94%	-34,52%	331,67%	2,522	55,74%	121
2012	17,01%	0,00%	-44,21%	344,93%	3,425	58,26%	116
2013	12,18%	0,58%	-52,83%	174,10%	3,056	37,23%	98
2014	21,44%	4,72%	-52,11%	316,67%	2,561	54,90%	96
2015	38,83%	11,41%	-45,95%	359,24%	2,166	84,12%	94
<b>2000 - 2015</b>	<b>18,07%</b>	<b>0,93%</b>	<b>-53,19%</b>	<b>373,52%</b>	<b>3,078</b>	<b>55,61%</b>	<b>2223</b>

Fonte: Elaborada pelos autores com os dados da pesquisa

A Figura 1 apresenta o percentual de empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo em cada período. Nota-se que a partir de 2005, a maioria das empresas possuía prêmio positivo, já nos períodos anteriores, este fato aconteceu apenas em 2001. Isso pode ter contribuído para que Saito (2003) e Carvalho da Silva e Subrahmanyam (2007) encontrassem um prêmio negativo em parte do período de análise. No entanto, ainda assim, o prêmio encontrado nesta pesquisa foi positivo em todos os períodos. Destaca-se, ainda, que a mediana foi negativa nos anos 2000, 2002, 2003 e 2004.

**Figura 1** – Percentual de empresas com *DCP* positivo e negativo



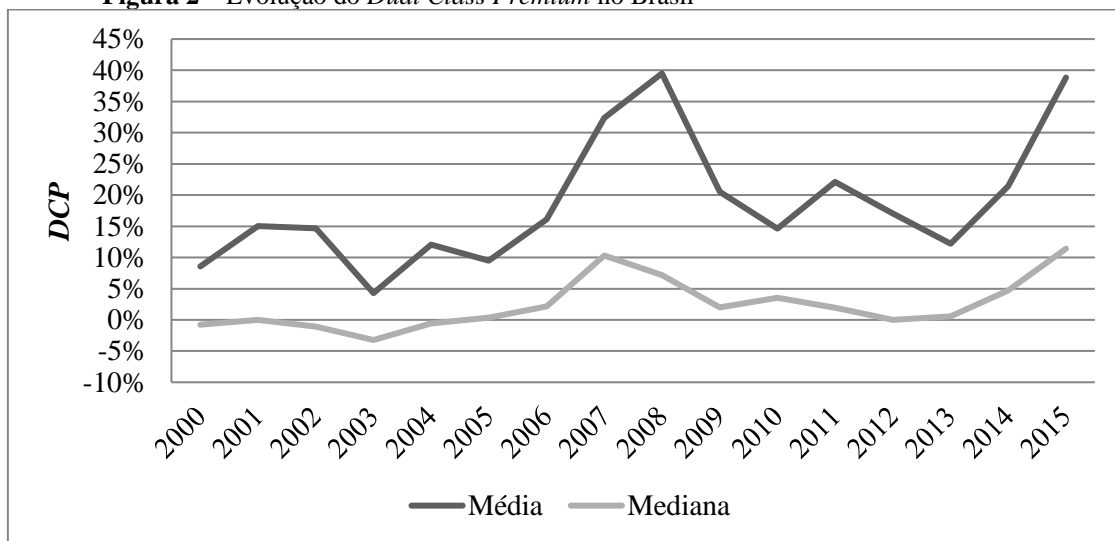
Fonte: Elaborada pelos autores com dados da pesquisa.

A Figura 2 apresenta a evolução do DCP no Brasil no período de 2000 a 2015, utilizando o prêmio médio e a mediana. Apesar de apresentar a mesma tendência, a mediana é menor que

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

o prêmio médio em todos os períodos. Destaca-se que houve um aumento significativo do DCP no ano de 2008 e 2015. Rochman e Dornaus (2014) e Fernandes e Souza (2014) também destacaram o aumento do *DCP* em 2008. Rochman e Dornaus (2014) afirmam que este acontecimento poderia estar relacionado à crise *sub-prime* nos Estados Unidos, que provocou quedas nos índices acionários globais no ano de 2008. Também, cabe destacar que o Ibovespa, considerado o principal índice da bolsa brasileira, sofreu uma queda significativa no ano de 2008, e que, depois deste ano, atingiu seu menor valor no final de 2015. Esses resultados sugerem que, em períodos de crise sistêmicas no mercado acionário brasileiro, como ocorreram nos anos de 2008 e 2015, os valores elevados do DCP indicam maior risco de expropriação aos acionistas minoritários, levando a uma subprecificação de ações preferenciais ou a uma sobreprecificação de ações ordinárias, ou até um efeito combinado entre essas duas possibilidades.

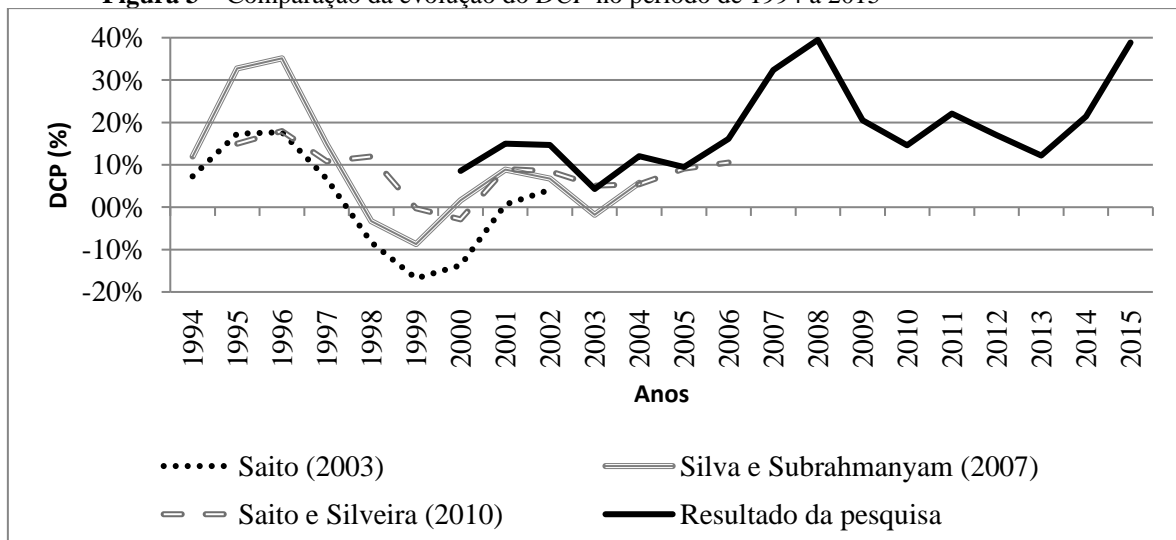
**Figura 2** – Evolução do *Dual Class Premium* no Brasil



Fonte: Elaborada pelos autores com dados da pesquisa.

A Figura 3 apresenta a evolução do *DCP* considerando diferentes metodologias. Verifica-se que a evolução do prêmio médio obtido em cada pesquisa apresenta tendências similares. Destaca-se que o *DCP* médio de 18,07% encontrado nesta pesquisa alcançou um valor maior, pois incluiu o ano de 2015, ano em que houve um aumento significativo do *DCP*. Além disso, abrange uma amostra maior do que as outras pesquisas.

**Figura 3** – Comparação da evolução do *DCP* no período de 1994 a 2015



## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

Fonte: Elaborada pelos autores com as referências citadas e com os dados da pesquisa.

As Tabelas 2 e 3 apresentam o resumo das estatísticas descritivas das demais variáveis utilizadas na pesquisa. Por meio destas tabelas é possível notar as características das empresas com duas classes de ações. Há uma baixa proporção de ações ordinárias em relação ao total de ações, visto que as empresas possuem, em média, 49,97% de ações ordinárias no capital total, além disso, a mediana é 43,58%. Também há um elevado grau de concentração de propriedade, isto porque, na maioria das observações, o acionista majoritário detém mais de 50% das ações com direito de voto. Verifica-se, ainda, que as ações preferenciais possuem maior liquidez que as ações ordinárias, possivelmente devido à Lei 10303/01, que estabelece deveres alternativos às empresas que emitem ações sem direito a voto, como prioridade de pagamento mínimo de dividendo, ou de pagamento de dividendos de pelo menos 10% superior em relação às ações com direito a voto.

**Tabela 2** – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	N
<i>Div_Diferencial</i>	-0,069	0	-0,916	0,308	0,190	2149
<i>Liq_VolFin</i>	-2,714	-2,460	-14,317	10,487	3,107	2223
<i>Liq_Negoc</i>	-2,604	-2,397	-13,449	9,135	2,756	2207
<i>Liq_Bolsa</i>	-3,678	-3,102	-19,267	13,991	4,108	2214
<i>Tangibilidade</i>	0,346	0,338	0	0,991	0,234	2126
<i>Tamanho</i>	21,405	21,441	13,601	27,666	2,144	2126
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	0,796	0,616	0,072	4,663	0,813	2126
<i>Alav_Fin(Pas)<sup>2</sup></i>	1,295	0,379	0,005	21,739	3,772	2126
<i>Alav_Fin(Div)</i>	0,281	0,245	0	1,259	0,252	2124
<i>Alav_Fin(Div)<sup>2</sup></i>	0,142	0,060	0	1,585	0,277	2124
<i>Proporção_ON</i>	49,97%	43,58%	33,33%	99,93%	18,738	2223
<i>3Maior_ONPN</i>	61,76%	61,89%	8,15%	100%	23,976	1841
<i>3Maior_ON</i>	81,18%	87,07%	17,38%	100%	17,924	1841

Fonte: Elaborada pelos autores com dados da pesquisa.

Destaca-se, em relação a Tabela 3, que 1.239 observações apresentaram distribuição de dividendos iguais para ações ordinárias e preferenciais, 837 apresentaram distribuição maior para ações preferencias e apenas 81 apresentaram distribuição maior para ações ordinárias. É devido a isso que, apesar da variável “*Div\_binário*” indicar que em 61,2% das observações a distribuição de dividendos para ações ordinárias foi maior ou igual à distribuição para as preferenciais, a média da variável “*Div\_Diferencial*” é negativa, indicando uma maior distribuição de dividendos para ações preferenciais, o que já era esperado, conforme exigências legais (Lei 10.303/01) de distribuição mandatória de dividendos a preferencialistas, conforme mencionada na seção 2.1.

**Tabela 3** – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas binárias

Variável binária	Quantidade de valores iguais a (0)	Quantidade de valores iguais a (1)	Coefficiente de Variação	Desvio Padrão	N
<i>Div_binário</i>	837	1320	0,796	0,487	2157
<i>gov_nln2</i>	1833	390	2,168	0,380	2223
<i>gov_n1</i>	1910	313	2,471	0,348	2223
<i>gov_n2</i>	2146	77	5,280	0,183	2223
<i>3Maior_ON50</i>	123	1718	0,268	0,250	1841
<i>1maior_ON50</i>	491	1350	0,603	0,442	1841

Fonte: Elaborada pelos autores com dados da pesquisa.

A Tabela 4 apresenta a comparação entre as características das empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo. Verifica-se que o grupo de empresas com *DCP* negativo apresenta maior média da tangibilidade, são maiores, possuem menor alavancagem financeira

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

e maior concentração acionária. Também, a distribuição de dividendos para ações preferenciais é maior nas empresas com *DCP* negativo.

**Tabela 4** – Comparação de médias e de medianas das características das empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo

Variável	Observações		Média		Teste média	Mediana		Teste mediana
	DCP-	DCP+	DCP-	DCP+	DCP- DCP+	DCP-	DCP+	DCP- DCP+
<i>Tangibilidade</i>	924	1136	0,363	0,336	<b>0,0085</b>	0,356	0,332	<b>0,0147</b>
<i>Tamanho</i>	924	1136	21,815	21,159	<b>0,0000</b>	22,020	21,023	<b>0,0000</b>
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	924	1136	0,698	0,875	<b>0,0000</b>	0,602	0,630	<b>0,0000</b>
<i>Alav_Fin(Div)</i>	924	1135	0,275	0,285	0,3394	0,248	0,244	0,4365
<i>Div_diferencial</i>	934	1144	-0,079	-0,059	<b>0,0166</b>	0,000	0,000	<b>0,0019</b>
<i>Liq_Negoc</i>	961	1176	-3,679	-3,874	0,2774	-3,170	-3,323	0,5409
<i>Liq_Bolsa</i>	960	1175	-2,708	-2,645	0,6007	-2,499	-2,423	0,3212
<i>Proporção_ON</i>	964	1181	50,428	49,446	0,2280	43,710	42,860	0,1375
<i>3Maior_ONPN</i>	816	965	62,912	59,888	<b>0,0078</b>	62,390	60,260	<b>0,0112</b>
<i>3Maior_ON</i>	816	965	82,933	79,555	<b>0,0001</b>	87,470	86,470	<b>0,0086</b>

Fonte: Elaboração Própria.

#### 4.2 DETERMINANTES DO DUAL CLASS PREMIUM

Com intuito de analisar os possíveis determinantes do DCP foram realizadas diferentes regressões. A Tabela 5 apresenta os resultados das regressões as quais rejeitaram a hipótese nula do teste de Hausman em que os efeitos não observados são não-correlacionados com as variáveis explicativas, ou seja, a estimação por efeitos aleatórios gera regressores não consistentes e, portanto, a estimação mais adequada é por efeitos fixos. Destaca-se que em todas as regressões foram realizadas estimações robustas a fim de minimizar possíveis problemas de heterocedasticidade e autocorrelação. A variável dependente é o DCP que consiste na diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais dividido pelo preço das ações preferenciais.

**Tabela 5** – Regressões com dados em painel, estimadas por efeitos fixos.

	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4
<i>Intercepto</i>	128,47 (0,190)	140,51 (0,154)	127,98 (0,187)	131,64 (0,178)
<i>Div_Diferencial</i>		3,69 (0,616)		
<i>Div_binário</i>	5,01 (0,282)		6,05 (0,217)	5,45 (0,233)
<i>Liq_VolFin</i>			-3,48 (0,768)	
<i>Liq_Negoc</i>		-3,32 ( <b>0,023</b> )		
<i>Liq_Bolsa</i>	-2,56 ( <b>0,005</b> )			-2,47 ( <b>0,006</b> )
<i>Tangibilidade</i>	16,82 (0,233)	17,26 (0,231)	18,49 (0,192)	16,69 (0,237)
<i>Tamanho</i>	-7,05 (0,124)	-7,22 (0,110)	-5,11 (0,244)	-7,43 (0,103)
<i>gov_nln2</i>		1,88 (0,770)		4,07 (0,510)

## Determinantes do Prêmio pelo Direito de Voto no Mercado de Ações Brasileiro

		5,14		
<i>gov_n1</i>		(0,944)		
			3,99	
<i>gov_n2</i>			(0,680)	
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	65,01	65,44		64,75
	(0,000)	(0,000)		(0,000)
<i>Alav_Fin(Pas)<sup>2</sup></i>	-14,81	-15,03		-14,85
	(0,000)	(0,000)		(0,000)
<i>Alav_Fin(Div)</i>			53,15	
			(0,062)	
<i>Alav_Fin(Div)<sup>2</sup></i>			-37,87	
			(0,310)	
<i>Proporção_ON</i>	-0,25	-0,28	-0,55	-0,38
	(0,544)	(0,501)	(0,203)	(0,390)
<i>3Maior_ONPN</i>				0,13
				(0,436)
<i>3Maior_ON</i>		-0,09		
		(0,661)		
<i>3Maior_ON50</i>			-3,16	
			(0,773)	
<i>1maior_ON50</i>	-7,14			
	(0,346)			
<i>dummy Setor</i>	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
<i>dummy Ano</i>	SIM	SIM	SIM	SIM
Observações	1728	1719	1732	1728
Número de grupos	223	222	225	223
Teste de Hausman	0,0000	0,0000	0,0053	0,0000
Teste LM de Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,000	0,000	0,000	0,000
R-sq: within	0,0815	0,0760	0,0488	0,0811
R-sq: between	0,0995	0,0838	0,1451	0,0917
R-sq: overall	0,1064	0,0955	0,0849	0,0983
Prob F	0,0005	0,0011	0,0140	0,0007
AIC	1976,305	1980,421	2040,97	1977,101
BIC	2107,218	2111,209	2171,939	2106,014

Fonte: Elaborada pelos autores com os dados da pesquisa.

\* Foram positivos e estatisticamente significativos os parâmetros nos anos de 2007, 2008, 2014 e 2015, em todas as regressões analisadas. Somente na regressão 1 o ano de 2011 foi positivo e estatisticamente significativo, sendo os demais anos não estatisticamente significantes nas regressões analisadas.

Observa-se, por meio da tabela 5, que as variáveis relacionadas ao diferencial de liquidez, “*Liq\_Negoc*” e “*Liq\_Bolsa*”, possuem relação estatisticamente significativa a um nível de 5%. Já a variável “*Liq\_VolFin*” não foi considerada determinante do *DCP*. No entanto, destaca-se que o sinal encontrado contraria a hipótese. O diferencial de liquidez foi inversamente proporcional ao prêmio, portanto, quanto maior a liquidez das ações preferenciais em relação às ações ordinárias, maior o prêmio pelo controle de voto. O resultado que o diferencial de liquidez impacta negativamente o *DCP* está em linha com outros trabalhos

nacionais (CAMARGOS, SALVATO, CAMARGOS, 2012), (ROCHMAN e DORNAUS, 2014). Ressalta-se que Camargos, Salvato e Camargos (2012) sugerem uma explicação para este fato, ao argumentarem que a legislação do Brasil impõe a oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos acionistas minoritários, assegurando o valor mínimo de 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle. Isto onera o comprador e inibe as aquisições hostis, o que poderia fazer com que a maior liquidez das ações ordinárias não esteja associada a um maior prêmio pelo voto.

Em relação à alavancagem financeira, observa-se que embora as variáveis “*Alav\_Fin(Div)*” e “*Alav\_Fin(Div)<sup>2</sup>*” apresentaram coeficientes com os sinais esperados nas regressões, não possuem relação significativa com o prêmio. Já as variáveis “*Alav\_Fin(Pas)*” e “*Alav\_Fin(Pas)<sup>2</sup>*” possuem significância de 1% na nona regressão. Sendo assim, pode-se inferir que baixos níveis de alavancagem financeira impactam o prêmio de forma positiva, no entanto, altos níveis de alavancagem influenciam o prêmio negativamente, pois o controle poderá ser transferido aos credores devido à possibilidade de falência. Este resultado está de acordo com os resultados encontrados por Saito (2003).

Cabe também ressaltar que as evidências não confirmaram como determinantes do prêmio pelo voto as variáveis relacionadas: i) às diferenças na distribuição de dividendos entre as classes de ações (“*Div\_Diferencial*” e “*Div\_binário*”); ii) à tangibilidade; iii) ao tamanho das empresas; iv) aos níveis 1 e 2 de governança corporativa, contrariando resultados de Camargos, Salvato e Camargos (2012), Saito (2003), Saito e Silveira (2010) e Rochman e Dornaus (2014), e; v) composição acionária das empresas, definida pelas variáveis “*Proporção\_ON*”, “*3Maior\_ONPN*”, “*1Maior\_ON50*” e “*3Maior\_ON*”, o que diverge dos resultados encontrados por Saito e Silveira (2010). Diferenças metodológicas e no período amostral podem ter sido causas destas divergências de resultados.

## 5. CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi identificar os fatores determinantes *Dual Class Premium*, denominado como prêmio pelo direito do voto, no mercado de ações brasileiro. Destaca-se que o prêmio médio encontrado para o período de 2000 a 2015 foi de 18,07%, permanecendo positivo em todo o período, indicando que as ações com direito a voto possuem um prêmio positivo, sendo que esse valor foi elevado a cerca de 40%, aproximadamente duas vezes maior que a média do período, em anos considerados de crise financeira, como ocorrido em 2008, e em 2015 no Brasil.

Dentre as características das empresas brasileiras que possuem DCP positivo, identificou-se que esse grupo apresenta menor média de tangibilidade, menor tamanho, possui maior nível de passivos exigíveis, menor concentração acionária, e menor distribuição de dividendos para ações preferenciais, sem direito de voto, quando comparado com o grupo que apresenta DCP negativo.

Em relação aos determinantes, foram encontradas evidências que o diferencial de liquidez das ações com e sem direito a voto afetam negativamente o valor do prêmio pelo voto. Este resultado indica que quanto maior a liquidez das ações preferenciais em relação às ações ordinárias, maior o prêmio pelo controle de voto, resultado que contraria a hipótese levantada, mas que está em linha com resultados anteriores Camargos, Salvato e Camargos (2012) e Rochman e Dornaus (2014).

O nível de passivo exigível também foi considerado determinante do DCP, sendo que baixos níveis de exigibilidade em relação ao ativo total impactam o DCP de forma positiva, ao passo que níveis maiores de exigibilidade dos ativos influenciam negativamente o DCP devido à possibilidade de falência e/ou proteção aos acionistas minoritários via monitoramento dos

credores aos diretores. Esta relação em formato de U invertido é considerada um resultado ainda não verificado no mercado brasileiro, a qual sinaliza para aderência da teoria da agência na explicação do valor do prêmio pelo voto.

Cabe ressaltar que também foram encontradas evidências que variáveis não observáveis e invariantes no tempo são relevantes na identificação dos determinantes da magnitude do DCP no mercado brasileiro, conforme se comprovou pela maior aderência do modelo de efeitos fixos. Portanto, variáveis relacionadas à cultura da empresa, seu histórico e características individuais que não variam no tempo são relevantes em estudos que buscam explicar determinantes do prêmio pelo voto, e conseqüentemente o risco de expropriação aos acionistas minoritários.

Por fim, considera-se que esta pesquisa contribui com a literatura relacionada ao verificar que o valor do prêmio pelo direito de voto foi acentuado em períodos de crise no mercado de ações brasileiro. Especificamente, foi verificado aumento significativo no valor do DCP nos períodos de 2007-2008 e 2014-2015 que refletiram a crise imobiliária americana e incertezas sistêmicas ocorridas no mercado brasileiro, respectivamente. Interpreta-se que esta evidência implica em maior risco de expropriação aos acionistas minoritários em períodos de maior incerteza no mercado de ações brasileiro.

Considera-se como limitações deste estudo: i) a utilização de variáveis com frequência anual, o que impede de verificar oscilações em intervalos menores do valor do prêmio pelo direito de voto; ii) a não inclusão de mais variáveis relacionadas a estrutura de propriedade, como relacionadas a acordo de acionistas e presença de estrutura piramidais, que também são considerados mecanismos que violam o princípio “uma ação um voto”, conforme argumentam Adams e Ferreira (2008), e; iii) a adoção do método de dados em painel por efeitos fixos que embora considera a heterogeneidade não observável e invariante no tempo, o mesmo pode gerar resultados viesados se houver relação endógena entre as variáveis estudadas.

Como sugestões para futuros trabalhos, recomenda-se testar novas variáveis como possíveis determinantes do valor do prêmio pelo voto, por exemplo, incluir mecanismos específicos de governança corporativa, conforme verificado por Gao e Zhang (2019) e por Muravyev, Berezinets e Ilina (2014). Além disso, sugere-se que futuros estudos considerem diferentes métodos que busquem testar a hipótese do risco de expropriação aos acionistas minoritários, incluindo métodos considerados mais robustos em mitigar a possível relação endógena entre o prêmio pelo voto e seus possíveis determinantes; e em diferentes períodos amostrais, que levem em conta novos momentos de crise no mercado de ações brasileiro, como ocorrido durante o período de pandemia causada pelo COVID-19.

## REFERÊNCIAS

ADAMS, R.; FERREIRA, D. One share-one vote: The empirical evidence. **Review of Finance**, v. 12, n. 1, 2008.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Brazilian Review of Finance**, v. 12, n. 4, p. 555–595, 2014.

BARCLAY, M. J.; HOLDERNESS, C. G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, n. 2, 1989.

BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176–195, 2014.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976.



BRASIL. Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001.

**Brasil, Bolsa, Balcão (B3)**. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>. Acesso em: 4 out. 2021.

CAMARGOS, M. A. D.; SALVATO, M. A.; CAMARGOS, M. C. S. Determinantes do Dual-Class Premium de Companhias Brasileiras em Anos Recentes. **In. ENANPAD**, v. 36, n. Rio de Janeiro, 2012.

CAO, X. et al. The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms. **Economic Modelling**, v. 91, p. 347–357, 1 set. 2020.

CAPRIO, L.; CROCI, E. The determinants of the voting premium in Italy: The evidence from 1974 to 2003. **Journal of Banking and Finance**, v. 32, n. 11, p. 2433–2443, 2008.

CARVALHAL DA SILVA, A.; SUBRAHMANYAM, A. Dual-class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: Evidence from the Brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, n. 1, p. 1–24, 2007.

CHENG, X.; MPUNDU, H.; WAN, H. Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms. **Global Finance Journal**, v. 45, p. 100477, 1 ago. 2020.

DEMIGUEL, V. et al. Optimal Versus Naive Diversification: How Inefficient is the 1/N Portfolio Strategy? 2005.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537–600, 1 abr. 2004.

FERNANDES, M.; SOUZA, V. F. DE. Prêmio por Controle no Mercado Brasileiro. **Brazilian Review of Econometrics**, v. 34, n. 1, p. 79–96, 2014.

GAO, F.; ZHANG, I. X. The impact of the sarbanes-oxley act on the dual-class voting premium. **Journal of Law and Economics**, v. 62, n. 1, p. 181–214, 2019.

GORGA, É. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 309–326, 2004.

GOVINDARAJAN, V. et al. **Should Companies Be Allowed to Issue Stock with Unequal Voting Rights?** Harvard Business Review, 2018. Disponível em: <<https://hbr.org/2018/12/should-dual-class-shares-be-banned>>. Acesso em: 6 out. 2021

HIMMELBERG, C. P.; HUBBARD, R. G.; PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**, v. 53, n. 3, p. 353–384, 1999.

HOWELL, J. W. The survival of the U.S. dual class share structure. **Journal of Corporate Finance**, v. 44, p. 440–450, 1 jun. 2017.

MAURY, B.; PAJUSTE, A. Private Benefits of Control and Dual-Class Share Unifications. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n. 6, p. 355–369, 2011.

MURAVYEV, A.; BEREZINETS, I.; ILINA, Y. The structure of corporate boards and private benefits of control: Evidence from the Russian stock exchange. **International Review of Financial Analysis**, v. 34, p. 247–261, 1 jul. 2014.

NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 3, p. 325–351, 2003.

NEUMANN, R. Price differentials between dual-class stocks: Voting premium or liquidity discount? **European Financial Management**, v. 9, n. 3, p. 315–332, 2003.

ØDEGAARD, B. A. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? **Journal of Banking and Finance**, v. 31, n. 12, p. 3621–3645, 2007.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M. DA; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista RAC Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119–135, 2007.

REIS, D. A. **Determinantes do diferencial de preço entre classes de ações: evidências do mercado brasileiro no período de 2002 a 2014**, 26 jan. 2015. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13430>>. Acesso em: 4 out. 2021

ROCHMAN, R. R.; DORNAUS, R. P. S. **Majoritários vs. Minoritários: Uma Análise dos Benefícios de Controle e o Diferencial de Preços entre Classes de Ações no Brasil por Meio de uma Abordagem por Opções Reais**. XXXVIII EnANPAD. **Anais...**Rio de Janeiro: 2014. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/73/2014\\_EnANPAD\\_FIN809.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/73/2014_EnANPAD_FIN809.pdf)>. Acesso em: 4 out. 2021

SAITO, R. Determinants of the Differential Pricing between Voting and Non-Voting Shares in Brazil'. **Brazilian Review of Econometrics**, v. 23, n. 1, p. 77–109, 2003.

SAITO, R.; DA SILVEIRA, A. D. M. The relevance of tag along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: The brazilian case. **BAR - Brazilian Administration Review**, v. 7, n. 1, p. 1–21, 2010.

TERRA, P. R. S.; LEMGRUBER, E. F.; BECKER, J. L. Condicionantes do valor do direito de voto das ações. **RAUSP Management Journal**, v. 29, n. 1, p. 14–23, 1994.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria. Uma Abordagem Moderna** | **Amazon.com.br**. 1. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

ZINGALES, L. What Determines the Value of Corporate Votes? **Quarterly Journal of Economics**, v. 110, n. 4, p. 1047–1073, 1995.

Recebido em: 05/02/2020

Aceito em: 29/11/2021