



Working
Paper

362

CEQEF - Nº19
Working Paper Series
05 de maio de 2014



Prêmio por controle no mercado brasileiro

Vitor Frango de Souza
Marcelo Fernandes

Os artigos dos *Textos para Discussão da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas* são de inteira responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a opinião da FGV-EESP. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos, desde que creditada a fonte.

Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas FGV-EESP
www.eesp.fgv.br

PRÊMIO POR CONTROLE NO MERCADO BRASILEIRO

Vitor Frango de Souza
Credit Suisse

Marcelo Fernandes
Sao Paulo School of Economics, FGV

RESUMO

Este trabalho visa estimar o prêmio por controle no mercado acionário brasileiro, com base no diferencial de preços entre espécies de ações com direitos diferenciados de voto. Mostramos primeiro que, entre 01/07/2003 e 28/06/2013, o prêmio médio por controle é positivo, contrariando resultados anteriores da literatura. Investigamos então os determinantes da diferença entre os preços das ações ordinárias e preferenciais. Em particular, analisamos a relação do prêmio por controle com a liquidez relativa, o diferencial de dividendos, a extensão ou não do direito de *tag along* para ações preferenciais, a emissão ou não de ADR na Bolsa de Valores de Nova Iorque, o nível de governança corporativa, a composição acionária e, em especial, a participação acionária do governo nas empresas.

ABSTRACT

This study aims to estimate the control premium in the Brazilian stock market, based on the dual-class price differential. We first show that the average control premium is positive from July 01, 2003 to June 28, 2013. This is in contrast with the extant findings in the literature indicating the presence of a negative voting premium. We then investigate the determinants of the price difference in common and preferred shares. In particular, we examine how the voting premium relates to the relative liquidity, the difference in dividends, the extension of tag along rights to non-voting shares, the issuance of ADR in the New York Stock Exchange, the level of corporate governance, the shareholders' composition, and the government as a large shareholder.

1. INTRODUÇÃO

O jornal Valor Econômico publicou em 28 de outubro de 2011 um artigo com a seguinte pergunta: “Entre ações que possuem direito a voto e ações que não possuem direito a voto, o investidor deve escolher sempre as que possuem direito a voto?”. O artigo conclui que a decisão de investimento sobre em qual classe de ações o investidor dever escolher não pode ser baseada apenas em operações de alienação de controle ou em eventos de reestruturação societária. Liquidez, lastro em ADRs e dividendos também devem ser levados em conta. Além disso, é preciso ter em mente que algumas companhias não podem emitir ações com direito a voto na BM&FBovespa devido a restrições legais.

As ações ordinárias (ON) possuem direito de voto nas assembleias e na eleição do conselho das empresas. As ações preferenciais (PN) oferecem no máximo direito a voto nas assembleias dos acionistas (no caso da Vale, por exemplo), mas nunca na eleição do conselho de diretores. Em compensação, dão prioridade no recebimento de resultados ou no reembolso do capital em caso de liquidação da companhia. Hoje, na BM&FBovespa, há 67 empresas com duas classes de ações. Este artigo contribui para a literatura estudando os determinantes do diferencial de preços entre ações ordinárias e preferenciais. Em particular, testamos se o prêmio de voto é função de diversas medidas de controle, propriedade e governança corporativa, além de características das espécies de ações.

Nas últimas décadas, uma vasta literatura em finanças corporativas mostra a existência do prêmio por controle. Zingales (1994) mostra que na Itália o prêmio de voto entre 1987 a 1990 era de 82%. Já para a Bolsa de Valores de Nova Iorque entre 1984 e 1990, Zingales (1995) encontra um prêmio médio de 10% para ações com direito a voto. Nenova (2001) demonstra que o prêmio por voto varia de 0% na Dinamarca até 50% no México. Barclay e Holderness (1989) e Megginson (1990) evidenciam um prêmio médio entre 5% e 13% para ações com direito a voto no Reino Unido, enquanto que Horner (1998) encontra um prêmio médio de 20% para a Suíça. Neumann (2002) e Ørdegaard (2007) mostram que há descontos por controle nos mercados dinamarqueses e noruegueses, respectivamente.

Para uma amostra de 48 empresas no mercado brasileiro, no período de 01 de julho de 2003 a 28 de junho de 2013, observamos um prêmio médio por controle de

11,2%. Esse valor difere dos resultados apresentados pela literatura para o mercado brasileiro. Saito (2003) registra um desconto das ações com direito a voto de -22,1% a -5% entre 1995 e 2002, resultado semelhante ao obtido por Silva e Subrahmanyam (2008) para o período entre 1994 e 2004. Saito (2003), Silva e Subrahmanyam (2008) e Saito e Silveira (2010) justificam esse desconto no mercado brasileiro através das diferenças de liquidez e de dividendos entre as classes de ações. No mais, argumentam que o diferencial de preços das ações no mercado secundário não leva em conta o prêmio pelo voto implícito detido pelos controladores.

Até outubro de 2001, o mercado brasileiro permitia que as empresas emitissem até dois terços de suas ações sem direito de voto (i.e., ações PN). Isso explica a maior liquidez histórica das ações preferencias na BM&FBovespa. A partir da entrada em vigor da lei nº 10.303 em 2001, as ações sem direito a voto passaram a ser limitadas a um máximo de 50% do total de ações emitidas por empresas que estivessem abrindo capital na BM&FBovespa. Não houve alteração para as empresas que já tinham suas ações negociadas na bolsa de valores. O artigo 254-A da Lei das S.A. de 2001 introduziu ainda, a figura do *tag along*, assegurando mais direitos aos acionistas minoritários. Em particular, a alienação direta ou indireta do controle acionário de uma companhia somente ocorre sob a condição de que o acionista adquirente faça uma oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias. No mais, exige-se uma oferta mínima de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Algumas companhias estendem voluntariamente o direito de *tag along* também aos detentores de ações preferenciais e/ou asseguram aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80%.

No Brasil, com o objetivo de aumentar os direitos dos acionistas minoritários a BM&FBovespa criou em 2000 cinco diferentes níveis de listagem para o mercado de capitais local. “Novo Mercado” e “Bovespa Mais” concentram 68,9% das empresas listadas e exigem 100% das ações com direito a voto e *tag along* de 100%. O “nível 2” de governança corporativa da BM&FBovespa garantia o *tag along* de 100% para ações ordinárias e 80% para ações preferenciais até 09 de setembro de 2011, Desde então, o *tag along* passou a ser de 100% para ordinárias e preferenciais. O “nível 1” e o “tradicional” garantem 80% de *tag along* para ações ordinárias conforme a legislação. Além do critério de *tag along*, a classificação do nível na BM&FBovespa

leva em consideração outros aspectos de governança corporativa da empresa listada.

Novaes (2013) explica que leis e mecanismos de governança corporativa não são os únicos determinantes do valor da firma. Em época de crise, governos tendem a aumentar o nível de emprego e a atividade econômica de diversas maneiras, por vezes intervindo no mercado de capitais e em algumas empresas de capital aberto. Daí a importância de considerar a participação acionária do governo como um determinante do prêmio de voto. Afinal, o governo pode exercer muito mais pressão política em firmas em que é um grande acionista do que em firma que detem pouca ou nenhuma participação acionária. O uso de pressão política para resolver disputas reduz o prêmio de voto, pois uma solução via assembleia de acionistas semostrar menos provável. Novaes (2013) demonstra que intervenções do governo explicam um pouco mais da metade da queda de 20,3% para 5,7% do prêmio de voto da Vale entre 2010 e 2013.

O restante do trabalho está estruturado da seguinte forma. A seção 2 faz uma revisão da literatura e discute o referencial teórico utilizado. A seção 3 descreve os procedimentos de coleta e seleção dos dados. A seção 4 faz a análise dos principais resultados obtidos, enquanto que a seção 5 conclui.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Zingales (1994) argumenta que o prêmio de voto é determinado por uma expectativa de briga pelo controle da empresa, o que levaria a uma disputa pelos votos dos acionistas minoritários. A expectativa de disputa por votos aumenta o preço das ações com direito a voto mesmo antes da briga pelo controle ocorrer, criando assim um prêmio de voto. Zingales (1995) mostra que a compra de um grande bloco não é a única maneira de adquirir o controle de uma empresa. Ações negociadas na bolsa de valores que têm poder de voto podem ser adquiridas em pequenos lotes até se formar um grande bloco de controle. Como resultado, o prêmio de voto permanece enquanto houver competição por esse bloco de controle as ações com direito a voto. Se uma companhia tem duas classes de ações diferenciadas apenas pelo direito ao voto, o prêmio pelo controle determinará o preço relativo das ações.

Nenova (2003) explica que o sistema legal é relevante na discussão do prêmio de voto, pois restringe o quanto os controladores podem extrair de benefícios privados da empresa. Países com um sistema legal que provém maior proteção aos acionistas minoritários permitem um menor benefício privado para os controladores. De fato, Nenova demonstra que, em média, o prêmio de voto é muito menor em países com mais proteção ao investidor não minoritário. Vide, por exemplo, Zingales (1994) e Caprio e Croci (2008) para análises do prêmio de voto na Itália; Neumann (2002) e Ørdegaard (2007) para os mercados escandinavos; e Dyck e Zingales (2004) para uma outra comparação internacional.

Damodaran (2005) argumenta que o valor do voto depende da probabilidade de uma mudança no controle e na gestão da companhia. Esta probabilidade está embutida nos preços de todas as companhias publicamente negociadas em bolsa e assim permite uma ferramenta para medir os ganhos de boas práticas de governança corporativa. Logo, o autor conclui que ter uma melhor visão sobre o valor do controle permite uma explicação melhor do diferencial de preço entre as classes de ações com e sem direito a voto e o desconto de acionistas minoritários em companhias privadas.

No mercado brasileiro, Saito (2003) encontra que o diferencial de preço entre as ações que possui direito a voto para as ações que não possui direito a voto variou de -5% em 1995 para -22,1% em 1999 e para -6,7% em 2002. Saito destaca entre os fatores que determinam o diferencial de preço ser negativo a maior liquidez das ações preferenciais e algumas mudanças na legislação brasileira. A Lei 9.457 aprovada em 1997 revogou os direitos de venda conjunta dos minoritários com o controlador. Isso causou um impacto negativo no prêmio de voto, que foi revertido apenas após o reestabelecimento desses direitos com a Lei 10.303 em 2001. Nenova (2001) encontra resultados semelhantes no que concerne as mudanças de legislação. Ela demonstra ainda que, apesar do grupo controlador deter, em média, apenas um sexto do direito do fluxo de caixa, costuma extrair 37,5% do valor da empresa.

Na mesma linha de estudo do diferencial de preço entre as ações de duas classes para determinar o prêmio por controle no mercado brasileiro, Silva e Subrahmanyam (2007) também encontram desconto em vez de prêmio de voto. Os autores mostram que, entre 1994 e 2004, a mediana do diferencial de preço das ações ordinárias e

preferenciais é negativa em 8 dos 11 anos. Saito e Silveira (2010) mostram que o desconto no mercado brasileiro aparece porque (i) nenhum estudo considera o prêmio por voto implícito que está nas mãos dos controladores; (ii) as ações que não tem direito a voto são mais líquidez; (iii) ações PN tipicamente pagam 10% mais de dividendos que ações ON. Concluem, portanto, que o diferencial de preço das ações disponíveis no mercado para negociação refletem não apenas o prêmio por controle, mas também outras diferenças entre as duas classes de ações.

Neste trabalho, investigamos os determinantes do prêmio de controle com base na diferença relativa entre os preços das ações ON e PN. Naturalmente, estamos cientes das críticas levantadas por Saito e Silveira (2010) e, portanto, controlamos pelas diferentes características de cada classe de ação.

3. DADOS E METODOLOGIA

3.1 Seleção da Amostra

Avaliamos apenas empresas com pelo menos uma transação por dia em média. Excluímos também as empresas que durante esse período migraram para o “Novo Mercado”. Esses critérios resultaram em uma amostra de 48 empresas de um total de 67 empresas listadas na BMF&Bovespa que possuem ações ON e PN entre 01 de julho de 2003 e 28 de junho de 2013. Obtemos os preços das ações e o volume de negociação na base de dados disponibilizada pela BM&FBovespa. Para garantir a integridade dos dados, confrontamos cada valor com os dados da Bloomberg e da Economática, e ajustamos por quaisquer desdobramentos.

Os dados de dividendos são da Bloomberg. Utilizamos o valor calculado com base no dividendo pago nos últimos 12 meses pela empresa. Como buscamos a diferença de pagamento de dividendos por cada classe de ação, os valores relativos do dividendo pago pelas ações ON e PN se enquadram nesses parâmetros. Extraímos a composição acionária de cada empresa da Economática. Os dados são trimestrais com base no informativo das empresas à CVM, contemplando todos os acionistas que tenham mais de 5% de participação em uma das classes de ações ou participação total de 5% nas duas classes de ações somadas. Para determinar a participação do governo em cada empresa, classificamos cada acionista como público ou privado a partir da estrutura societária disponibilizada por cada empresa.

As informações que utilizamos para cada empresa sobre o direito de *tag along* são da BM&FBovespa. Ressaltamos que a mesma empresa pode ter níveis de *tag along* distintos para diferentes classes de ações. Encontramos também no site da BM&FBovespa tanto o nível de governança corporativa em que cada empresa está enquadrada, como se possuem ADR na Bolsa de Valores de Nova Iorque.

A seguir, descrevemos em detalhes como calculamos o prêmio por controle e cada regressor.

3.2 Prêmio por Controle

Para o cálculo do prêmio por controle, utilizamos os preços de fechamento diário das ações ON e PN:

$$PREMIO = \frac{P(ON) - P(PN)}{P(PN)},$$

em que $P(ON)$ é o preço de fechamento da ação ordinária e $P(PN)$ é o preço de fechamento da ação preferencial em cada dia da amostra.

3.3 Diferencial de Liquidez

Amihud e Mendelson (1988) apresentam evidência de que os preços de ativos são positivamente relacionados à liquidez e, portanto, a liquidez relativa pode explicar parte diferencial de preços ON e PN. Ações que tenham direito a voto tendem a ter um menor número de ações em circulação, e, portanto, menor liquidez. Zingales (1995) não detecta qualquer impacto da liquidez relativa para explicar o diferencial de preços no mercado acionário nos Estados Unidos. Porém, no mercado brasileiro, o fato de que ações com direito a voto tendem a ter muito menos liquidez do que ações sem direito a voto podem implicar um desconto significativo.

Para o cálculo de diferencial de liquidez, utilizamos o seguinte indicador

$$LIQUIDEZ = \frac{V(ON) - V(PN)}{V(PN)}$$

em que $V(ON)$ é o volume de negócios diário da ação ordinária e $V(PN)$ é o volume de negócios diário da ação preferencial. Esperamos, portanto, que o diferencial de preços seja proporcional à liquidez relativa, já que usamos as ações PN como referência. Naturalmente, esse efeito não se relaciona ao prêmio de voto, apenas ao

diferencial de preços. Para checar a robustez dos resultados, usamos também uma medida alternativa de liquidez relativa:

$$LIQUIDEZ2 = \ln \sqrt{\frac{N(ON)}{N(PN)} + \frac{V(ON)}{V(PN)}}$$

em que $N(ON)$ é a quantidade de negócios diário da ação ordinária e $N(PN)$ é a quantidade de negócios diário da ação preferencial.

3.4 Diferencial de Dividendos

No Brasil, é comum algumas empresas darem tratamento preferencial de dividendos para ações PN como um “direito de propriedade” compensatório pela restrição de voto. Desde a Lei nº 9.457 seguida pela Lei nº 10.303, os detentores de ações preferencias têm direito a uma distribuição de dividendos 10% maior do que os detentores de ações ordinárias, salvo alguma exceção no estatuto social. Para o cálculo do diferencial de dividendos, utilizamos

$$DIVIDENDOS = \frac{D(ON) - D(PN)}{D(PN)},$$

em que $D(ON)$ e $D(PN)$ são os dividendos pagos pela empresa nos últimos 12 meses para ações ordinárias e preferenciais, respectivamente. Esperamos, portanto, que o diferencial de preços seja proporcional ao diferencial de dividendos, já que usamos as ações PN como base. Semelhante ao caso da liquidez relativa, o diferencial de dividendos explica apenas o diferencial de preços, não sendo relacionado ao prêmio de voto em si.

3.5 Composição Acionária

O uso de ações preferenciais no capital acionário da empresa propicia ao acionista majoritário alavancar recursos sem perder o seu poder de controle. Conforme sugerido por Harris e Raviv (1988), Grossman e Hart (1988), e confirmado empiricamente por Zingales (1994, 1995), o uso desta alavancagem acionária implica um benefício privado maior, e conseqüentemente, um maior prêmio pelo voto. Iremos nesse estudo verificar o impacto da concentração do controle das empresas nas mãos de um pequeno grupo de acionistas.

Para medir a concentração, utilizamos três variáveis binárias. A primeira variável MAIOR_ACIONISTA verifica se o maior acionista controlador possui mais de 50% das ações com direito a voto, retornando valor 1 em caso positivo ou 0 caso contrário. A segunda variável binária MAIORES_ACIONISTAS indica se os três maiores acionistas controladores possuem mais de 50% das ações com direito a voto. Usamos apenas para verificar a robustez dos resultados que obtemos para MAIOR_ACIONISTA. Por último, a variável binária GOVERNO verifica se o estado possui uma participação de pelo menos 20% nas ações com direito a voto. Vide Novaes (2013) para uma justificativa detalhada para a escolha do ponto de corte em 20%. Esperamos que o prêmio por controle seja proporcional às variáveis binárias de concentração do(s) maior(es) acionista(s) ON e inversamente proporcional à participação acionária do governo.

3.6 Tag Along

Neumann (2002) e Hoffman-Burchardi (1999) mostram respectivamente para os mercados dinamarquês e alemão que a extensão de direitos de *tag along* a ações preferenciais reduz o prêmio de voto. No mercado brasileiro, há algumas empresas que concedem tratamento diferenciado de *tag along* para as duas classes de ações. Utilizamos então a variável binária TAG_ALONG que retorna valor 1 quando ambas as classes possuem os mesmos direitos de *tag along* ou 0 quando diferem. Esperamos, portanto, que o prêmio por controle seja inversamente proporcional a variável binária de *tag along*.

3.6 ADR

As ações de empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque são negociadas através de ADRs (do inglês *American Depositary Receipts*). Além de seguirem as regras americanas de governança, as empresas brasileiras que emitem ADRs precisam divulgar seu balanço nos padrões contábeis americanos (USGAAP). As exigências relativas às práticas de governança são maiores que às aquelas requisitadas no nível 2 da BMF&Bovespa, implicando uma maior proteção para os acionistas minoritários. Esperamos, portanto, que empresas com ADR na Bolsa de Nova Iorque tenham um prêmio de voto menor que empresas sem ADR. Para testar essa hipótese, usamos uma variável binária que assume valor 1 caso a empresa tenha ADR, 0 caso contrário.

3.7 Governança Corporativa

La Porta et al. (1999) mostram que, nos países onde há baixa proteção ao acionista, as empresas são penalizadas com uma baixa avaliação no mercado. Utilizando como base os níveis de governança corporativa criado pela BMF&Bovespa em 2002, buscamos verificar se quanto maior for o nível de governança corporativa na BMF&Bovespa (e, portanto, maior a proteção aos acionistas minoritários), menor será o prêmio por controle.

Para controlar pelo nível de governança corporativa, utilizamos duas variáveis binárias NIVEL1 e NIVEL2, que verificam se a empresa está classificada no nível 1 ou 2 de governança corporativa da BM&FBovespa, respectivamente. Espera-se, naturalmente, que o prêmio por controle diminua com o nível de governança corporativa.

4. DETERMINANTES DO PRÊMIO DE VOTO NO BRASIL

O modelo básico de regressão que empregamos para investigar o prêmio por controle segue a seguinte especificação

$$\begin{aligned} \text{PREMIO} = & C + C1 \times \text{LIQUIDEZ} + C2 \times \text{DIVIDENDOS} + C3 \times \text{MAIOR_ACIONISTA} + C4 \\ & \times \text{GOVERNO} + C5 \times \text{TAG_ALONG} + C6 \times \text{ADR} + C7 \times \text{NIVEL2} + C8 \\ & \times \text{NIVEL1} + \text{EFEITOS_FIXOS} + \text{ERRO}, \end{aligned}$$

em que EFEITOS_FIXOS agrega efeitos fixos de empresa e tempo e ERRO denota um termo de ruído branco. Antes de comentarmos os resultados da regressão, cabe dispensar atenção a algumas características interessantes da variável de interesse.

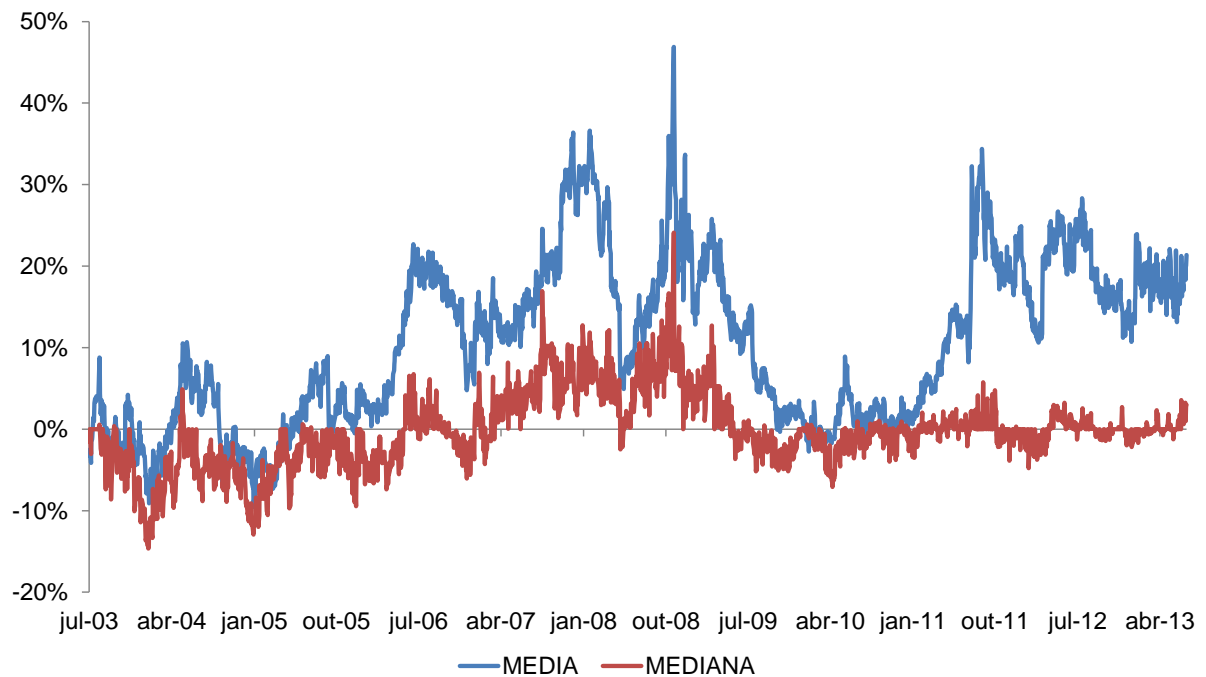
Tabela 1 - Estatísticas descritivas do prêmio de voto para cada ano

ano	média	mediana	máximo	mínimo	desvio padrão
2003	-0,34%	-3,85%	154,45%	-50,00%	22,49%
2004	0,20%	-5,56%	140,00%	-69,51%	30,75%
2005	0,96%	-3,98%	334,78%	-69,14%	35,10%
2006	12,26%	-1,21%	300,00%	-59,68%	48,99%
2007	18,24%	4,03%	294,21%	-43,32%	41,14%
2008	20,33%	6,14%	708,11%	-80,98%	52,86%
2009	10,46%	0,00%	308,33%	-78,70%	42,02%
2010	0,16%	-3,97%	193,33%	-70,43%	28,59%
2011	15,60%	0,00%	800,00%	-50,00%	67,44%
2012	18,94%	0,00%	564,29%	-34,62%	72,19%
2013	18,04%	0,00%	670,00%	-50,00%	70,70%
2003 - 2013	11,41%	0,00%	800,00%	-80,98%	51,11%

Os dados de 2003 e 2013 são de 01/07/2003 a 30/12/2003 e 02/01/2013 a 28/06/2013, respectivamente.

A tabela 1 reporta algumas estatísticas descritivas, ano a ano, do prêmio por controle no período amostral. O prêmio por controle com base no diferencial de preços das ações de duas classes tem uma média de 11,41% no período amostral, valor significativamente maior do que o observado em Saito (2003) e Silva e Subrahmanyam (2007) para períodos anteriores. Observamos ainda que o prêmio médio aumenta até 2008, quando ocorre a crise financeira. O prêmio médio de voto então cai até 2010 atingindo seu menor valor. A partir de 2011, observa-se uma recuperação do prêmio ao patamar pré-crise. Interessantemente, apesar da enorme diferença entre os valores médios e medianos, o prêmio mediano por controle exibe um padrão bastante similar em sua evolução, conforme ilustrado na figura 1. A grande discrepância entre valores médios e medianos se deve claramente a presença de prêmios relativos aberrantes que chegam a exceder 800%.

Figura 1 - Evolução do prêmio de voto médio e mediano



A tabela 2 apresenta as estimativas dos coeficientes da especificação básica de regressão, com variáveis binárias de ano representando os efeitos fixos de tempo, mas sem efeitos fixos de empresa, para o período entre 01/07/2003 e 28/06/2013. Conforme esperado, encontramos um coeficiente significativamente positivo para LIQUIDEZ, implicando um prêmio por controle menor para empresas cujas ações preferenciais são relativamente mais líquidas que suas ações ordinárias. O coeficiente associado à variável DIVIDENDOS é também significativamente positivo. Isso significa que, quanto maior o dividendo pago ao acionista das ações preferenciais, menor será o prêmio por controle.

Tabela 2 – Estimativas do modelo de regressão sem efeitos fixos de empresa

	coeficiente	erro padrão	p-valor
CONSTANTE	0,2030050	0,0063510	0,0000000
LIQUIDEZ	0,0147030	0,0006970	0,0000000
DIVIDENDOS	0,0638780	0,0062540	0,0000000
MAIOR_ACIONISTA	0,1636520	0,0029030	0,0000000
GOVERNO	0,0057140	0,0044210	0,1962000
TAG_ALONG	-0,0440520	0,0033310	0,0000000
ADR	-0,1738240	0,0037040	0,0000000
NIVEL2	-0,1080320	0,0044450	0,0000000
NIVEL1	-0,0666320	0,0032650	0,0000000
2003	-0,1818120	0,0083240	0,0000000
2004	-0,1938920	0,0072780	0,0000000
2005	-0,1857600	0,0072500	0,0000000
2006	-0,1025160	0,0072340	0,0000000
2007	-0,0354190	0,0072270	0,0000000
2008	-0,0047910	0,0072100	0,5063000
2009	-0,0876870	0,0072120	0,0000000
2010	-0,1711010	0,0071920	0,0000000
2011	-0,0358370	0,0071920	0,0000000
2012	0,0079390	0,0071930	0,2697000

No mercado brasileiro, é comum existir empresas com um acionista detendo mais de 50% das ações com direito a voto. Isso representa menos poder nas decisões da empresa para os acionistas minoritários e, portanto, maior facilidade para o acionista majoritário extrair benefícios privados. O coeficiente estimado para a variável MAIOR_ACIONISTA mostra que, nesses casos, o prêmio por controle é, em média, 10,98% maior do que quando o maior acionista detem menos da metade das ações ordinárias.

A variável GOVERNO é o único regressor que não apresenta efeito significativo no prêmio de voto, pelo menos no período amostral completo. De fato, Novaes (2013) argumenta que esse efeito tende a ser especialmente significativa apenas a partir de 2010, quando o governo passou a ser bem mais intervencionista. No período

analisado, observamos entretanto grandes mudanças nas condições de mercado. Houve uma forte valorização das empresas brasileiras entre 2003 e 2008, principalmente no setor de commodities. De 2009 a 2010, a crise do subprime gerou perda em praticamente todas as bolsas, inclusive no mercado brasileiro. Finalmente, de 2010 em diante, o governo brasileiro passou a intervir muito mais intensamente na economia, seja através de empréstimos de bancos públicos (BNDES inclusive), ou através de intervenções pontuais em empresas públicas (Eletrobrás e Petrobrás, por exemplo) e privadas (Vale, por exemplo). Para ilustrar esse ponto, as figuras 2 a 4 plotam os preços das ações ON e PN da Petrobrás e da Vale para cada subperíodo, respectivamente. As quebras nas tendências são patentes.

Figura 2 - Preços das ações da Petrobrás e da Vale entre 2003 e 2007

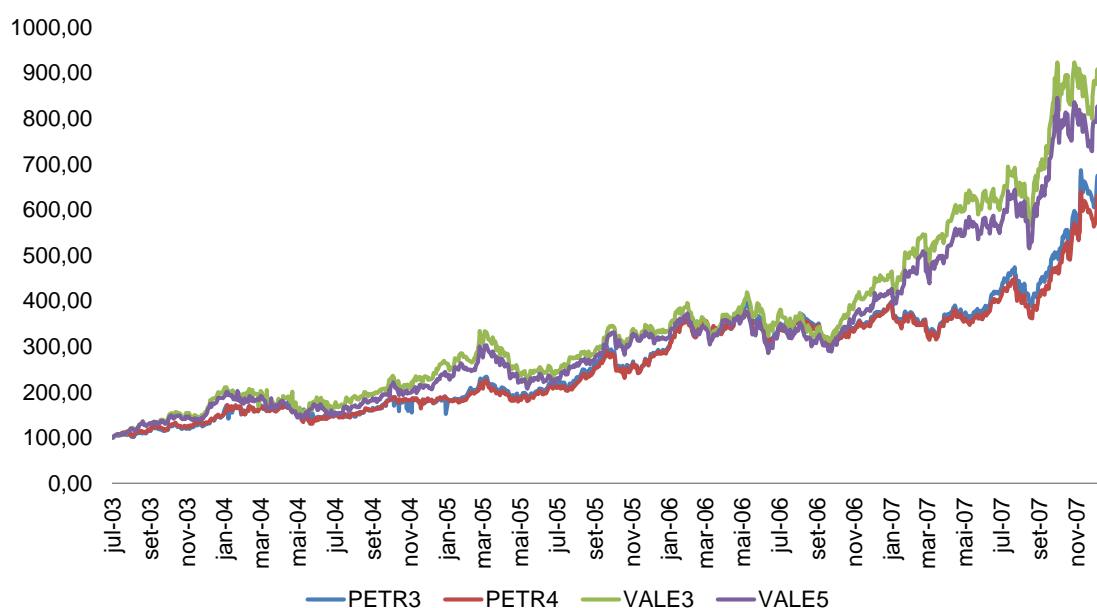


Figura 3 - Preços das ações da Petrobrás e da Vale entre 2008 e 2009

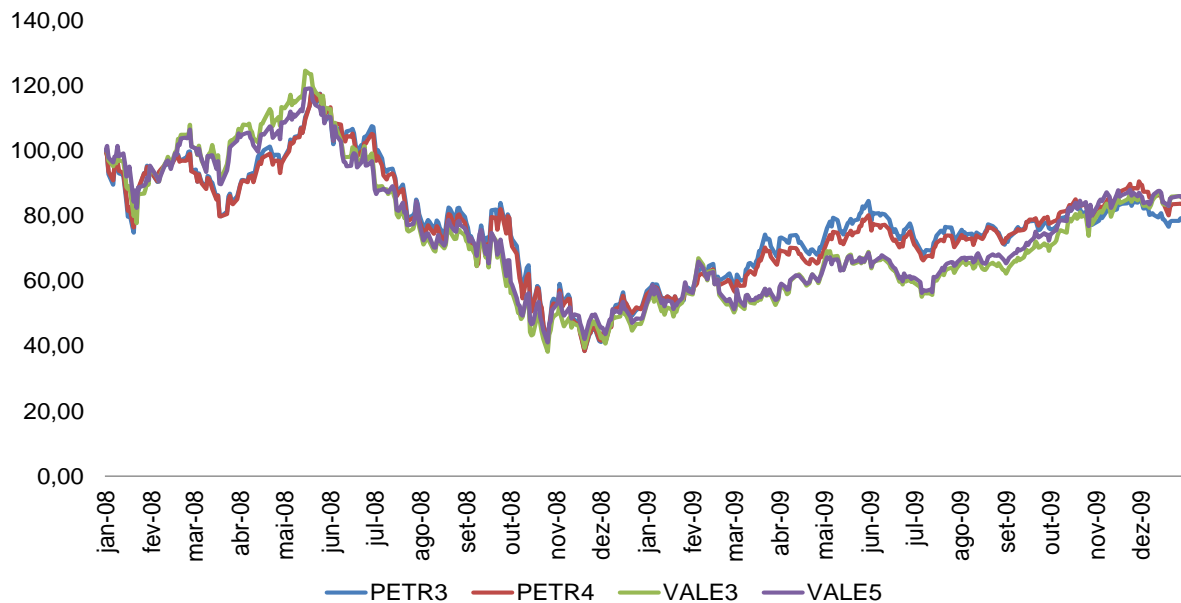
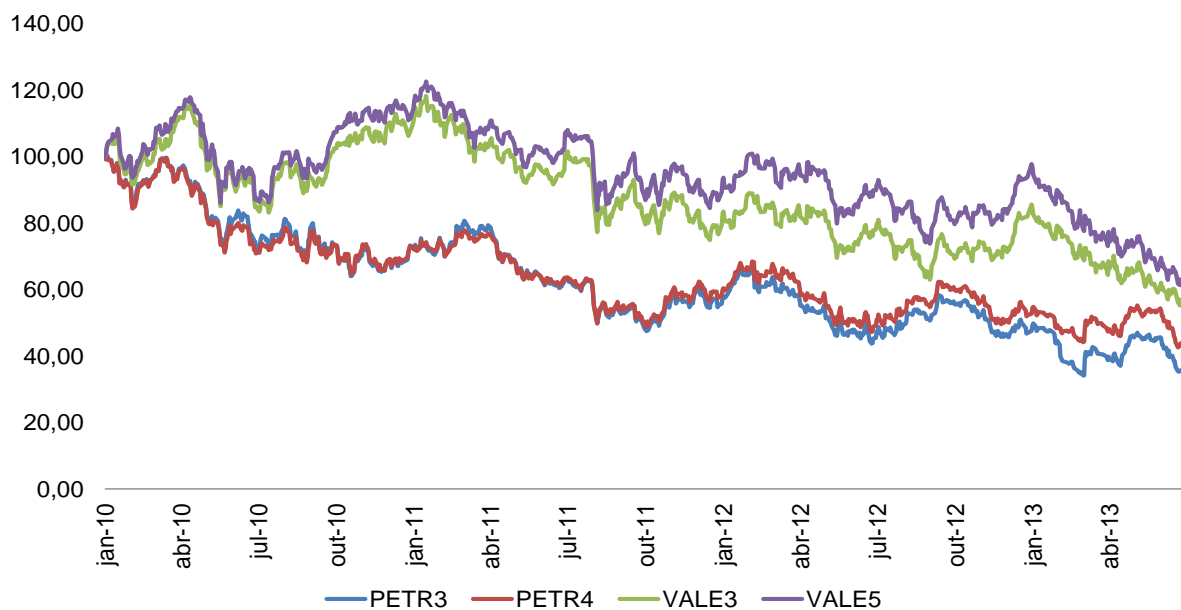


Figura 4 - Preços das ações da Petrobrás e da Vale entre 2010 e 2013



Para controlar pela maior intervenção do estado a partir de 2010, rodamos a regressão para esse período apenas. Os resultados mostram que, para ter o governo como acionista, o acionista minoritário exige um prêmio de 18,01% para compensar o risco de ativismo do governo. Em outras palavras, o prêmio de voto é, em média, 18,01% maior quando o governo tem 20% ou mais das ações ordinárias. Isso vai de encontro aos resultados de Novaes (2013), que encontra uma

significativa redução no prêmio de voto para empresas com substancial participação acionária do governo. Há duas razões para esses resultados conflitantes. Primeiro, como Novaes (2013) considera uma especificação com efeitos fixos, os resultados da tabela 2 não são diretamente comparáveis. De fato, quando estimamos a regressão usando efeitos fixos como em Novaes (2013), obtemos o mesmo resultado dele (vide discussão da tabela 3 mais adiante). Segundo, a estratégia de identificação de Novaes (2013) é diferente, focando na diferença entre o prêmio de voto antes e depois de 2010, em vez de no nível do prêmio de voto.

Com a introdução da Lei das S.A., Artigo 254-A de 2001, os minoritários tem o direito de receber no mínimo 80% do valor pago pela ação do acionista majoritário. Porém há empresas que estendem esse direito de *tag along* voluntariamente para as ações preferenciais, o que deveria reduzir a diferença entre os preços de ações ON e PN. O resultado da regressão mostra reamente que empresas com o mesmo nível de *tag along* para as duas classes de ações apresentam um desconto médio de 4,4% no prêmio de voto.

Por último, testamos se empresas supostamente com melhor governança tem um prêmio por controle menor. Iniciamos com empresas que emitem ADR, pois o grau de governança corporativa exigido na Bolsa de Valores de Nova Iorque é maior que os níveis 1 e 2 da BM&FBovespa. O resultado da regressão aponta que ações ordinárias de empresas com ADRs têm um prêmio de voto 17,38% menor que empresas sem ADR. Na mesma linha, empresas no nível 1 ou 2 de governança corporativa da BMF&Bovespa deveriam ter um redutor no prêmio por controle. As estimativas mostram justamente isso, empresas que pertencem ao nível 2 da BM&FBovespa apresentam, em média, um prêmio por controle 10.8% menor que empresas no nível tradicional de governança. Conforme esperado, esta redução é menor para empresas no nível 1, sendo em torno de 6.7%. É interessante notar que as estimativas dos coeficientes associados às variáveis ADR, nível 2 e nível 1 são monotonicamente decrescentes em magnitude, espelhando nossa expectativa de que, quanto maior a governança exigida, maior a proteção ao acionista minoritário e, portanto, menor o prêmio de voto.

Na tabela 3, apresentamos os resultados da regressão quando incorporamos efeitos fixos para controlar qualquer tipo de característica da firma que não varia (substancialmente) no tempo. A seguir, discutimos apenas os resultados

qualitativamente diferentes àqueles obtidos a partir da estimação sem efeitos fixos. A mudança mais interessante é no sinal do coeficiente associado à variável GOVERNO, que passa a ser negativo, corroborando as evidências em Novaes (2013).

Tabela III - Resultado da amostra com efeito fixo

	Coeficiente	erro padrão	p-valor
CONSTANTE	0,1147640	0,0067840	0,0000000
LIQUIDEZ	0,0074640	0,0007260	0,0000000
DIVIDENDOS	0,0481510	0,0060390	0,0000000
MAIOR_ACIONISTA	0,0695530	0,0044970	0,0000000
GOVERNO	0,2048800	0,0099060	0,0000000
TAG_ALONG	0,0226040	0,0103210	0,0285000
ADR	-0,1388560	0,0119700	0,0000000
NIVEL2	0,0437160	0,0128170	0,0006000
NIVEL1	0,0394530	0,0096680	0,0000000
2003	-0,1398240	0,0073920	0,0000000
2004	-0,1534140	0,0064370	0,0000000
2005	-0,1503580	0,0063840	0,0000000
2006	-0,0720100	0,0063410	0,0000000
2007	-0,0138300	0,0063410	0,0283000
2008	0,0125590	0,0062840	0,0457000
2009	-0,0746110	0,0062830	0,0000000
2010	-0,1600720	0,0062610	0,0000000
2011	-0,0239910	0,0062630	0,0001000
2012	0,0099690	0,0062400	0,1101000

As estimativas para os coeficientes associados a TAG_ALONG, NIVEL2 e NIVEL1 passam a ser positivas, contrariando nossas expectativas. As variáveis que retratam a governança corporativa da empresa aparentam, portanto, ser bastante correlacionadas com o efeito fixo. De fato, o efeito fixo absorve qualquer aspecto de governança invariante no tempo. Surpreende mais o fato dessas estimativas serem significativas apesar dos efeitos fixos.

Para resumir a análise, comparamos na tabela 4 os resultados obtidos para as regressões incluindo e excluindo efeitos fixos, sempre tendo em vista o sinal esperado de cada coeficiente.

Tabela 4 - Resumo comparativo dos resultados (erros padrão em parênteses)

	sinal esperado	sem efeito fixo	com efeito fixo
CONSTANTE		0,2030050 (0,006351)	0,1147640 (0,006784)
LIQUIDEZ	+	0,0147030 (0,000697)	0,0074640 (0,000726)
DIVIDENDOS	+	0,0638780 (0,006254)	0,0481510 (0,006039)
MAIOR_ACIONISTA	+	0,1636520 (0,002930)	0,0695530 (0,004497)
GOVERNO	+	0,0057140 (0,004421)	0,2048800 (0,009906)
TAG_ALONG	-	-0,0440520 (0,003331)	0,0226040 (0,010321)
ADR	-	-0,1738240 (0,003704)	-0,1388560 (0,011970)
NIVEL2	-	-0,1080320 (0,004445)	0,0437160 (0,012817)
NIVEL1	-	-0,0666320 (-0,003265)	0,0394530 (-0,009668)
observações		118.848	118.848

Finalmente, verificamos a robustez dos resultados às variáveis de liquidez e concentração acionária usando medidas alternativas. Entretanto, encontramos resultados extremamente semelhantes para MAIORES_ACIONISTAS em vez de MAIOR_ACIONISTA, apenas marginalmente menos significantes. De forma similar, o uso de LIQUIDEZ2 em vez de LIQUIDEZ também não altera os resultados qualitativos, apenas afetando negativamente a significância do coeficiente estimado.

5 CONCLUSÃO

Em contraste com alguns trabalhos anteriores, verificamos que o prêmio cobrado por detentores de ações ordinárias é positivo durante todo o período de 2003 a 2013, corroborando os resultados em Novaes (2013). Entre os determinantes do diferencial de preços de ações ON e PN, destacamos a liquidez relativa, o diferencial de dividendos, a composição acionária, e as práticas de governança corporativa. Naturalmente, apenas estes dois últimos efeitos relacionam-se ao prêmio por controle da empresa.

Nossos resultados evidenciam um impacto negativo no prêmio de voto para empresas que o acionista majoritário detém mais de 50% das ações ordinárias e/ou que o estado controla mais de 20% das ações com direito a voto. Em contraste, o impacto é positivo para empresas que estenderam o direito de *tag along* para os acionistas detentores de ações preferencias. Além disso, o prêmio de voto aparenta ser inversamente proporcional ao nível de governança corporativa da empresa.

REFERÊNCIAS

- BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, v. 25, p. 371-395, 1989.
- CAPRIO, Lorenzo; CROCI, Ettore. The determinants of the voting premium in Italy: the evidence from 1974 to 2003, *Journal of Banking and Finance*, v. 32, p. 2433-2443, 2008.
- DAMODARAN, Aswath. The Value of Control: Implications for Control Premia, Minority Discounts and Voting Share Differentials, Stern School of Business, New York, NY, 2005. Trabalho não publicado. Disponível em <<http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/controlvalue.pdf>>.
- DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, v.59 n. 2, p. 537-600, 2004.
- ZINGALES, Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience, *The Review of Financial Studies*, v.7. n. 1, p. 125-148, 1994.
- ZINGALES, Luigi. What determines the value of corporate votes? *Quarterly Journal of Economics*, v.4 n. 110 p.1047 -1073, 1995.

- HORNER, Melchior R.. The Value of The Corporate Voting Right, *Journal of Banking and Finance*, v.12, p. 69-83, 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-518, 1999.
- MEGGINSON, William L.. Restricted Voting Stock Acquisition Premiums and the Market Value of Corporate Control, *Financial Review*, v. 25, p. 175-198, 1990.
- NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil, Harvard University, Cambridge, 2001. Não Publicado. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=294064>>.
- NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics* v. 68, p. 325-351, 2003.
- ØRDEGAART, Bernt A.. Price differences between equity classes: Corporate control, Foreign ownership or Liquidity?, *Journal of Banking and Finance*, v. 31: 3621-3645, 2007.
- SAITO, Richard. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil, *Brazilian Reviews of Econometrics*, v. 23, p. 77-111, 2003.
- SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre di M.. The Relevance of *Tag-along* Rights and Identity of Controlling Shareholders for the Price Spreads between Dual-Class Shares: the Brazilian Case, *Brazilian Administration Review* v.7, p. 1-21, 2010.
- SILVA, Andre C.; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from the Brazilian stock market. *Journal of Corporate Finance*, v. 13, p. 1-24, 2007.
- NOVAES, Walter. Intervenções Governamentais em Crises Econômicas: Impacto sobre o Prêmio do Voto da Vale. 2013.