

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

DIOGO ANUNCIAÇÃO REIS

DETERMINANTES DO DIFERENCIAL DE PREÇO ENTRE CLASSES DE AÇÕES:
EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2002 A 2014

SÃO PAULO
2015

DIOGO ANUNCIÇÃO REIS

DETERMINANTES DO DIFERENCIAL DE PREÇO ENTRE CLASSES DE AÇÕES:
EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2002 A 2014

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia

Campo de conhecimento:
Finanças

Orientador: Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman

SÃO PAULO
2015

Reis, Diogo Anunciação.

Determinantes do diferencial de preço entre classes de ações: Evidências do mercado brasileiro no período de 2002 a 2014 / Diogo Anunciação Reis - 2015.

52 f.

Orientador: Ricardo Ratner Rochman

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Mercado financeiro - Brasil. 2. Finanças. 3. Ações (Finanças) – Preços.
I. Rochman, Ricardo Ratner. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 336.763(81)

DIOGO ANUNCIACAO REIS

DETERMINANTES DO DIFERENCIAL DE PREÇO ENTRE CLASSES DE AÇÕES:
EVIDÊNCIAS DO MERCADO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2002 A 2014

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia

Campo de conhecimento:
Finanças

Data de aprovação:

__/__/__

Banca examinadora:

Prof. Dr. Ricardo Ratner Rochman
(orientador)
FGV-EESP

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng
FGV-EESP

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

DEDICATÓRIA

À minha mãe, Regina, pelo exemplo diário
de perseverança, determinação e ética.

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Ricardo Rochman, meu orientador, pelo constante incentivo e pelo aprendizado nas disciplinas do Mestrado e pela amizade e paciência durante todo o curso. Além, da sua dedicação ao desenvolvimento do campo de finanças corporativas no Brasil.

Ao Prof. Dr. Hsia Hua Sheng, membro da banca, pelas oportunidades oferecidas para o meu desenvolvimento acadêmico e profissional. Além do exemplo contínuo de foco e objetividade no estudo de finanças corporativas.

Ao Prof. Dr. Wilson Nakamura, membro da banca, pelo aceite do convite para participação da banca.

À Prof. Dra. Mayra Ivanoff Lora e ao Prof. Wagner Oliveira Monteiro, pela disposição e acessibilidade permitindo o aprimoramento do presente trabalho no que tange aos procedimentos econométricos.

Ao Prof. Carlos Kawall Leal Ferreira, pelo exemplo de conduta na vida profissional e acadêmica. Além, do comprometimento e rigor durante as disciplinas ministradas.

Aos meus amigos, pela compreensão, aprendizado, apoio e motivação durante todo o curso.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo contribuir para a discussão acerca do diferencial relativo de preços entre duas classes de ações - ordinárias nominativas (ON) e preferenciais nominativas (PN) - no Brasil e os seus determinantes no período compreendido entre 2002 e 2014. Considerando-se a disseminada utilização de duas classes de ações (com e sem direito de voto) por empresas listadas na BMFBovespa – permitindo a separação entre controle e propriedade - e a elevada concentração do controle, este trabalho contribui para o entendimento dos potenciais conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários. Utilizou-se o método de mínimos quadrados ordinários (MQO) e os procedimentos de efeitos fixos (EF) e aleatórios (EA) para um painel formado por 46 companhias listadas resultando em 1.653 observações. Foram encontradas evidências de que as ações ON (com direito a voto) são negociadas com prêmio em relação às PN (sem direito a voto) e de que o prêmio (pelo voto) apresenta leve tendência de alta durante o período. Por fim, em relação aos determinantes, foram encontradas evidências de que o maior grau de proteção aos acionistas minoritários, o tamanho da empresa e a maior proporção de ativos tangíveis (imobilizados) estão negativamente associados ao prêmio pelo voto.

Palavras-chave: finanças, diferencial de preços entre classes de ações, ações com e sem direito de voto, prêmio de voto, benefícios privados do controle.

ABSTRACT

This paper aims to contribute to the discussion about dual-class premium (voting and non-voting shares) and its determinants in Brazil from 2002 to 2014. Considering the disseminated issuance of voting and non-voting shares by Brazilian listed firms – allowing the separation of ownership and control – and concentrated ownership, this paper contributes to the understanding of potential conflicts of interest between majority and minority shareholders. This paper applies the ordinary least square (OLS) method and the procedures of fixed (FE) and random effects (RE) for a panel of 46 listed companies resulting in 1.653 observations. We found evidence that supports a premium of voting shares over non-voting shares (voting Premium). Furthermore, this premium presented a slight upward trend during the period. Finally, regarding the determinants, we found evidence that higher protection levels of minority shareholders rights, firm's size and higher proportion of tangible assets are negatively associated to voting premium.

Key-words: corporate finance, dual class premium, voting and non-voting shares, voting premium, private benefits of control.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	8
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	11
2.1	Governança corporativa e conflito de interesses	11
2.2	Prêmio de voto e benefícios privados do controle no mundo	13
2.3	Prêmio de voto e benefícios privados do controle no Brasil	18
3	DADOS E METODOLOGIA	23
3.1	Amostragem e coleta de dados	23
3.2	Metodologia	24
<i>3.2.1</i>	<i>Nível de qualidade e transparência nas informações contábeis</i>	<i>24</i>
<i>3.2.2</i>	<i>Modelo Econométrico</i>	<i>25</i>
4	RESULTADOS	33
4.1	Estatísticas descritivas	33
4.2	Determinantes do prêmio de voto	35
5	COMENTÁRIOS FINAIS	46
	REFERÊNCIAS	49

1 INTRODUÇÃO

Damodaran (2005) afirma que o preço de um ativo é determinado pelo valor presente dos seus respectivos fluxos de caixa esperados futuros. Desta forma, seria ¹natural que duas classes¹ de ações de uma mesma companhia, as quais diferissem apenas quanto aos seus direitos de voto, apresentassem o mesmo preço.

Porém, nos mercados de capitais de diversos países, nos quais companhias podem emitir mais de uma classe de ação, não são encontradas evidências desse fenômeno, ou seja, da igualdade de preço entre as classes. De fato, em geral, observa-se que as classes de ações com direito a voto apresentam um prêmio em relação àquelas que não possuem o mesmo direito. No Brasil em especial, a emissão de duas classes de ações acarreta no distanciamento em relação ao princípio de governança de “uma ação, um voto”, pois apenas uma das classes tem direito ao voto.

De acordo com Adam e Ferreira (2008), o princípio de “uma ação, um voto” pode ser considerado como a visão dominante na literatura no sentido de melhores práticas de governança corporativa. Isso porque a emissão de ações sem direito a voto implicaria na separação entre propriedade e controle. Assim, numa companhia com duas classes de ações - sendo uma delas com direito apenas sobre os fluxos de caixa futuros e outra acumulando, além dos mesmos, também o direito de voto sobre as decisões corporativas mais relevantes, o acionista majoritário (controlador) poderia exercer o controle mesmo sem ter a maioria do total de ações. A concentração do controle poderia acarretar conflitos de interesse entre minoritários e majoritários.

¹ No Brasil, as ações podem ser de dois tipos: ordinárias (com direito a voto) ou preferenciais (sem direito a voto) nominativas. Além da classificação quanto ao tipo de ação, as preferenciais ainda podem apresentar diversas classes indicando as características definidas pela própria companhia. Porém, na literatura internacional, o estudo do diferencial de preço entre os tipos de ação é denominado *dual class premium*. Assim, no presente trabalho, emprega-se o termo “classe” como sinônimo de “tipo” de ação com o objetivo de distinguir as ações quanto ao seu direito de voto e, simultaneamente, manter o termo próximo daquele utilizado na literatura internacional.

Em relação à estrutura de propriedade, observam-se, basicamente, dois tipos de conflitos: (i) entre acionistas e executivos, nos casos em que a estrutura de propriedade é pulverizada e (ii) entre acionistas minoritários e majoritários, o caso de estrutura de propriedade concentrada. No Brasil, muitas das discussões sobre o tema repousam sobre o segundo caso, uma vez que, segundo Silveira (2010), o mercado brasileiro é fortemente influenciado pela presença de conglomerados familiares ou por empresas privadas (muitas das quais eram antigas estatais) com controle acionário bem definido, ou seja, com alta concentração de ações com direito de voto nas mãos de poucos acionistas devido ao histórico econômico e processo de formação do ambiente empresarial brasileiro.

Silveira (2010) ainda sugere que a presença de controle poderia acarretar efeitos tanto positivos quanto negativos para a companhia. Assim, por um lado, é esperado que o fato de um acionista (ou grupo de acionistas) que tenha uma parcela significativa da companhia, controle, tenha um incentivo maior em monitorar o desempenho do seu corpo executivo e que consiga realizar tal tarefa de modo mais eficaz. Por outro lado, o mesmo controlador poderia obter benefícios privados derivados da sua posição de majoritário.

Coffee (2005) menciona que as transações com partes relacionadas seriam exemplos de benefícios privados potencialmente existentes em empresas com estrutura de propriedade concentrada. O autor ainda avalia a estrutura de incentivos que circunda as partes interessadas (auditores, agências de *ratings* e analistas financeiros), bem como ressalta a importância do seu papel. Isso porque esses são intermediários que empenham seu capital reputacional com o objetivo de avaliar o desempenho das companhias.

Assim, na existência de benefícios privados decorrentes do controle, seria esperado um prêmio pela posse desse controle sobre a companhia.

Apesar da dificuldade inerente em se quantificar o prêmio por controle, Dyck e Zingales (2002) discutem duas formas: (i) no primeiro caso, o prêmio seria mensurado por meio das operações privadas de transferência do controle de empresas de capital aberto, observando-se a diferença entre o preço pago nas

ações negociadas no mercado e aquelas pertencentes ao bloco, e (ii) no segundo caso, a mensuração se daria a partir do diferencial de preço de ações da mesma empresa, mas com características diferentes em relação ao direito de voto.

Portanto, neste trabalho, tem-se por objetivo verificar a existência do prêmio de voto estimado pelo diferencial de preço entre ações ordinárias - com direito a voto - e ações preferenciais - sem direito de voto - negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BMFBovespa) entre janeiro de 2002 e junho de 2014. Além disso, na existência de prêmio, explorar-se-ão os seus principais fatores determinantes.

O estudo dos determinantes do diferencial de preço entre as duas classes de ações visa contribuir para a discussão acerca dos conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários e dessa forma fornecer subsídios para reguladores e formuladores de políticas relacionadas ao mercado de capitais e demais agentes que operam no mercado financeiro brasileiro.

Por fim, este trabalho quanto à sua estrutura está dividido em cinco capítulos. No capítulo dois, é apresentada a fundamentação teórica bem como os principais achados sobre o tema. A metodologia e a descrição da seleção da amostra utilizada são apresentadas no capítulo três. No capítulo quatro, são discutidos os resultados e, por fim, os comentários finais são discutidos no capítulo cinco.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Governança corporativa e conflito de interesses

A discussão acerca da emissão de mais de uma classe de ação com diferenças em relação ao direito de voto repousa sobre o tema governança corporativa. Esse mecanismo permite que estruturas de propriedade e controle sejam apartadas, uma vez que o acionista pode manter o controle sem obter necessariamente a maioria da totalidade de ações emitidas pela companhia. Isso implicaria em consequências para a estrutura de incentivos dos controladores e seus potenciais conflitos de interesse com minoritários.

Dyck e Zingales (2004), a partir da definição de governança corporativa, exploraram a questão dos benefícios privados advindos do controle. Segundo os autores, governança pode ser definida como a forma pela qual os provedores de recursos se asseguram que terão o retorno sobre seus investimentos na firma. Assim, de acordo com a estrutura de propriedade da empresa, uma medida de deficiência de um sistema de governança seria a proporção do valor da empresa que não retorna para os investidores (sejam eles acionistas ou credores), a qual seria redirecionada para acionistas controladores e/ou gestores da companhia. Então, esses seriam os chamados benefícios privados do controle.

Os autores ainda argumentam que o efetivo controle representaria uma oportunidade de não apenas melhorar o desempenho e, conseqüentemente, o valor da empresa, mas também de se apropriar de parte do retorno de outros acionistas (minoritários), bem como do de outros grupos.

Portanto, na existência de benefícios privados decorrentes do controle sobre a empresa, seria esperado um prêmio pela posse do controle acionário.

Apesar da dificuldade inerente de se quantificar tal prêmio, Dyck e Zingales (2002) discutem duas formas: (i) no primeiro caso, a mensuração do prêmio por controle

seria avaliada a partir das operações privadas de transferência do controle de empresas de capital aberto e (ii) no segundo caso, a mensuração se daria a partir do diferencial de preço de ações da mesma empresa, mas com características diferentes em relação ao direito de voto.

Em conformidade com a segunda abordagem, as ações com direito a voto teriam um prêmio em relação às demais, o prêmio de voto. Nenova (2003) explica que a lógica seria que, num momento de disputa pelo controle, o acionista majoritário estaria disposto a pagar um valor adicional àquele esperado pelo minoritário devido ao valor atribuído ao controle. A autora ainda argumenta que as hipóteses restritivas relacionadas ao argumento podem suscitar dúvidas quanto à relação entre benefício privado do controle e prêmio de voto. Mesmo nestes casos, porém, a autora argumenta que o prêmio de voto deve identificar um patamar mínimo para o nível de benefício privado do controle existente.

No Brasil, a disponibilidade de acesso a informações referentes às operações privadas de transferência de controle se apresenta como uma barreira para o desenvolvimento de trabalhos pela primeira abordagem - prêmio pago em transações privadas de transferência de controle -, apesar de existirem poucos trabalhos com esta abordagem os quais indicam a existência de prêmio pelo controle.

Paralelamente, IBGC (2009), assumindo a hipótese de que os gestores da empresa teriam informações superiores e maior clareza em relação ao desempenho da companhia, reforça a importância da divulgação voluntária de informações como um dos princípios de governança corporativa. Pois, quanto maior a transparência e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado pela companhia, menor deveria ser a assimetria de informação entre acionistas minoritários e majoritários – uma vez que estes, normalmente, tem participação mais relevante nas tomadas de decisões referentes à companhia.

Além disso, Alencar e Lopes (2010) ressaltam que a contabilidade poderia ser relevante na administração de conflitos de interesse e na redução da assimetria informacional devido ao seu papel de prover informações sobre a companhia.

Assim, diversos trabalhos se propuseram a estudar os benefícios privados oriundos do controle utilizando abordagens diversas. Com o objetivo de embasar e direcionar este trabalho, nesta seção, são, brevemente, apresentados os principais estudos, tanto nacionais quanto internacionais, sobre o tema os quais empregaram as abordagens mais compatíveis com a utilizada nesta pesquisa.

2.2 Prêmio de voto e benefícios privados do controle no mundo

O trabalho de Barclay e Holderness (1989) é um dos primeiros a estudar os benefícios privado do controle. No período de 1978 a 1982, os autores analisam 63 transações de transferência de blocos de controle de companhias norte-americanas com ações negociadas na NYSE (*New York Stock Exchange*) e Amex (*American Stock Exchange*).

Os autores argumentam que apesar de a teoria enfatizar a pulverização da propriedade de companhias de capital aberto, há evidências da existência de concentração de propriedade de companhias abertas nas mãos de um acionista ou de um grupo pequeno de acionistas. Sugerindo, assim, que a concentração de controle estaria associada a benefícios desproporcionais em relação à participação detida na companhia. Os autores evidenciam prêmio médio de 20% nas transações de transferência de controle e associam tal prêmio ao poder de voto do bloco.

Seguindo outra abordagem, mas ainda explorando o prêmio de voto, Zingales (1994) estuda 64 companhias listadas na bolsa de Milão na Itália no período de 1987 a 1990 as quais possuíam duas classes de ações com distintos direitos de voto. Nas companhias analisadas, observou-se um prêmio médio de 82% o qual o autor associa ao valor atribuído ao controle, ou seja, o benefício relacionado ao controle acionário de companhias no mercado italiano, o qual estaria associado ao grau de proteção aos acionistas minoritários. Além disso, o autor ainda ressalta a importância da concentração do controle dada sua relevância para tomada de

decisões relacionadas ao nível de alavancagem financeira, estrutura de propriedade e abertura de capital.

Zingales (1995) estuda os determinantes do prêmio de voto em 94 empresas norte-americanas no período de 1984 a 1990 a partir do diferencial de preço entre classes de ações com poderes distintos de voto. Assim, observa-se um prêmio médio de 10% o qual estaria associado à expectativa de valor adicional que os detentores dos votos receberiam na existência de uma disputa pelo controle. Desta forma, a magnitude do prêmio pelas ações com direito a voto seria dado pela probabilidade de ocorrência de uma disputa pelo controle e a magnitude dos benefícios privados a serem obtidos pelo controlador.

O autor ainda sugere que, nos Estados Unidos, potenciais mitigadores da magnitude do prêmio de voto seriam exigências regulatórias mais elevadas bem como de maiores níveis de transparência nas informações divulgadas pelas companhias e maior proteção legal aos minoritários.

No mercado dinamarquês, Neumann (2003) analisou 34 companhias listadas, continuamente, na bolsa de Copenhague no período de 1992 a 1999 com duas classes de ações, observando um prêmio médio de 12% o qual seria fortemente impactado pelo nível de liquidez das ações.

No entanto, o autor ressalta a existência, durante longos períodos, de “prêmio negativo”, ou seja, desconto, para as ações com direito a voto. Indicando, portanto, que na ausência de um mercado ativo de controle acionário, no qual o direito de voto fosse crucial para a transferência de controle, o diferencial de preço entre as classes de ações com diferenças em relação ao direito de voto estaria mais associado ao risco de liquidez avaliado pelo investidor.

Damodaran (2005) apresenta um modelo para estimar o prêmio para as ações com direito a voto a partir das ações sem o mesmo direito. O autor sustenta a tese de que o prêmio existente seria uma função da expectativa de valor do controle. Tal expectativa seria composta pela probabilidade de mudança na gestão da empresa e o valor resultante da efetiva mudança da administração. Assim, o autor chega às

seguintes conclusões: (a) *ceteris paribus*, quanto menor o número de ações com voto em relação às sem voto, maior o prêmio pelas ações com voto, (b) o diferencial de preço entre as duas classes de ações (com e sem direito de voto) deve tender a zero caso não haja possibilidade de mudança da gestão ou do controle.

A partir da hipótese de que a principal razão para a existência de prêmio de voto seria a existência de valor na posse do controle, o autor também argumenta da seguinte forma:

- a diferença de preço entre ações com e sem direito de voto tenderia a zero se não houvesse possibilidade de mudança na administração ou de transferência do controle;
- as ações com direito de voto deveriam ser negociadas com prêmio maior em relação às sem direito de voto nos casos de companhias com má gestão do que nos casos de companhias com boa gestão;
- quanto menor o número de ações com voto em relação às sem voto, maior deveria ser o prêmio de voto;
- quanto maior o percentual de ações com direito de voto disponíveis para negociação, maior deveria ser o prêmio de voto; e,
- qualquer evento que afete o poder de voto de ações com direito de voto pode afetar também o prêmio pelo qual todas as ações são negociadas.

Dyck e Zingales (2004) analisam 412 operações de transferência de controle em 39 países durante o período de 1990 a 2000. Os autores encontram que em média o controle é avaliado em 14% do valor de mercado da companhia, sendo o Brasil o país com o maior prêmio, 65%. No trabalho, o benefício do controle é mensurado pelo diferencial de preço pago por ação do bloco de controle e o preço de ação na bolsa dois dias após o anúncio da transação.

Os autores encontram evidências de que padrões mais elevados nas informações contábeis, maior proteção legal aos minoritários, padrões mais elevados de aplicação da lei (*enforcement*) bem como uma maior competição no mercado de produto estão associados a menores níveis de benefícios privados de controle.

Além disso, ainda é evidenciado que a magnitude do prêmio de controle está associada a países cuja estrutura de propriedade é mais concentrada e nos quais privatizações e abertura de capital são menos prováveis de acontecerem. Países cujos mercados de capitais são menos desenvolvidos tendem a maior benefício privado do controle.

Nenova (2003), ao analisar 661 empresas de 18 países distintos no ano de 1997, encontra evidências de que o prêmio de voto, especificamente do bloco de controle, apresenta grande variabilidade entre os países, porém é positivo em 90% dos casos.

Como resultado, a autora ressalta que o valor do bloco de controle pode representar até metade do valor de mercado da companhia. Além disso, é revelado que aspectos legais e regulatórios são responsáveis por explicar até 68% do valor do bloco de controle. Revelando-se, assim, a importância do arcabouço institucional legal como forma de coibir a extração de tais benefícios de controle e garantir proteção aos minoritários mitigando potenciais impactos negativos sobre o desenvolvimento nos mercados financeiro e de capitais.

Doidge (2003) estuda o efeito da listagem cruzada de empresas no mercado norte-americano. Assim, ao analisar uma amostra com 745 companhias com duas classes de ações negociadas no período de 1994 e 2001, o autor evidencia que a emissão de ADRs no mercado americano atua como redutor do nível de benefícios privados de controle, mensurado pelo diferencial de preço entre as duas classes de ações.

Segundo o autor, o efeito redutor seria derivado de a listagem cruzada garantir maior grau de proteção aos minoritários. Além disso, ele ainda estaria associado ao ambiente legal do país de origem da companhia, assim, empresas oriundas de países com menor proteção aos minoritários experimentaríamos reduções de magnitude maior no diferencial de preço entre suas classes de ações.

Linciano (2003) estuda o impacto das mudanças legais relacionadas aos benefícios privados de controle, mensurados pelo diferencial de preço entre classes de ações, na Itália entre os anos de 1989 e 2000 envolvendo uma amostra de 80 empresas. A autora conclui que o prêmio de voto é fortemente influenciado pelas alterações no ambiente legal do país e, mais especificamente, às regras relacionadas à proteção de direitos aos minoritários, evidenciando-se maior proteção aos acionistas a partir de 1998.

Sobre o mercado norueguês, Odegaard (2006) também analisa o comportamento e os fatores determinantes do diferencial de preço entre classes de ações com direitos de voto distintos no período de 1988 a 2005. Nota-se que, até 1995, as ações com direitos limitados de voto eram negociadas com prêmio em relação àquelas com plenos direitos de voto, ou seja, prêmio de voto “negativo” e que, a partir do mesmo ano, o prêmio de voto passa a ser positivo, em linha com o observado na maior parte dos estudos sobre o tema.

O autor mostra que o prêmio “negativo” era reflexo de singularidades no mercado norueguês dada a restrição de acesso de estrangeiros às ações com direito à voto previamente a 1995. Em seu trabalho, ainda são reconhecidas a relevância do nível de governança corporativa e do grau de liquidez como fatores determinantes do diferencial de preço entre as duas classes de ações.

Para a Itália, no período de 1974 a 2003, Caprio e Croci (2008) observam o prêmio de voto, diferencial de preço entre classes de ações, positivo variando entre 1% e 100%. Os autores ressaltam a importância da identidade do acionista controlador para explicar o prêmio de voto, evidenciando que empresas controladas por famílias ou grupos familiares apresentam maior prêmio de voto, especialmente se a família possuir parcela significativa do capital votante da empresa.

Argumenta-se que esse efeito se daria pelo fato de as famílias serem mais apegadas ao controle e de que também estariam mais inclinadas, do que outros tipos de controladores, a expropriar os minoritários não votantes.

Por fim, Guadalupe e Gonzalez (2010) estudam o efeito da competição no mercado de produtos e o seu impacto sobre os benefícios privados do controle para 16 países diferentes com uma amostra de 586 empresas no período compreendido entre 1990 e 2003. Concluí-se que o grau de competitividade no mercado de produto é uma variável explicativa relevante. Reforçando-se, assim, a tese de que o aumento no grau de competição neste mercado limitaria o escopo dos executivos e intensificaria os incentivos focados na melhoria de desempenho da companhia. Além disso, o feito seria ainda maior em empresas com padrões mais baixos de gestão e em países com fraco ambiente legal.

2.3 Prêmio de voto e benefícios privados do controle no Brasil

Leal e Saito (2003) argumentam que, no Brasil, o controle é concentrado e, frequentemente, tanto controle quanto administração, mesmo em grandes companhias de capital aberto, são exercidos pelas mesmas pessoas ou grupos. Ressalta-se, assim, o potencial conflito entre acionistas minoritários e controladores.

Valadares (1998), Valadares e Leal (2000) e Leal et al. (2002) corroboram as teses de que o mercado brasileiro é concentrado e de que há potencial para que os acionistas minoritários tenham seus direitos expropriados pelos controladores.

Acerca da existência de prêmio por controle, Valadares (2002), ao estudar o prêmio de voto pago em 20 operações de transferência de controle entre 1993 e 1997, encontra alto valor pago pelo controle das companhias principalmente nos casos em que os compradores são estrangeiros. A média de prêmio pelo voto observada é de 170%. A autora ainda argumenta que a disseminada utilização de ações sem direito de voto pelas empresas pode ser vista como uma forma de aumentar o capital sem diluir a participação do controlador. Assim, neste caso, o prêmio pelo controle é associado a uma característica institucional brasileira: a fraca proteção aos investidores minoritários.

De maneira semelhante, Nenova (2001) por meio de estudo de eventos também investiga o prêmio nas operações privadas de transferência de controle de empresas com duas classes de ações no Brasil no período de 1995 a 2000. Os resultados indicam que o prêmio pelo controle é fortemente influenciado pelo nível de proteção aos minoritários (medido, principalmente, pelas alterações introduzidas pelas leis nº 9.457/1997 e nº 10.303/2001 e a instrução CVM 299/1999), além de evidenciar a expropriação do referido grupo pelos majoritários. No entanto, a autora sugere que os controladores compartilham parte de seus benefícios com os minoritários possuidores de ações com voto.

A partir da observação de que o diferencial de preço entre as duas classes de ações (com direito a voto e sem direito a voto) era negativo para diversas companhias numa amostra de 53 companhias listadas na BMFBovespa no período de 1994 a 2002, de forma análoga a Neumann (2003), Saito (2003) investiga os determinantes do desconto observado para as ações com direito a voto. O diferencial relativo médio de preço entre as duas classes de ações foi de -1,3%.

Os resultados indicam que a liquidez é uma das variáveis com maior poder explicativo, além de confirmar a importância e o impacto das alterações legislativas sobre o diferencial de preço entre as duas classes de ações, em linha com os resultados obtidos por Nenova (2001).

Saito e Silveira (2010) avaliam o diferencial de preço de 87 empresas listadas na BMFBovespa com duas classes de ações no período de 1995 a 2006. Os autores concluem que, em ambientes como o Brasil, em que a estrutura de controle é concentrada, a regulação acerca dos direitos dos acionistas (refletida principalmente no mecanismo de *tag along*) e a identidade dos controladores são as duas principais variáveis explicativas do diferencial de preço entre classes de ações com direitos distintos de voto.

Silva e Subrahmanyam (2007), ao estudarem o mercado brasileiro por meio de uma amostra de 141 companhias de capital aberto emissoras de duas classes de ações no período de 1994 a 2004, também destacam o ambiente legal relacionado ao grau de proteção aos minoritários para explicar o prêmio de voto.

No entanto, os autores ainda encontram evidências de que (i) o prêmio de voto estaria inversamente relacionado ao nível de governança, ou seja, quanto maior a governança menor o prêmio entre as classes de ações e (ii) empresas com controle estatal apresentariam menor prêmio de voto, pois, as transferências de controle seriam menos prováveis nestas empresas.

Recentemente, Camargos et al (2012) analisaram 51 empresas brasileiras com duas classes de ações negociadas na BMFBovespa no período de 2005 a 2012 e evidenciam uma trajetória declinante no nível do prêmio de voto além de corroborarem a teoria geral sobre os determinantes do diferencial de preço entre as classes de ações.

Não obstante, os autores encontram resultados para algumas variáveis que se contrapõe à teoria. Assim, o maior diferencial de liquidez entre ações com direito a voto em relação àquelas sem direito a voto apresentou efeito negativo sobre o prêmio de voto e, a presença de ADR indicou efeito positivo sobre a mesma variável. Os autores não argumentam sobre a lógica ou sobre teoria a qual alicerçasse tais resultados distintos em relação aos apresentados pela literatura dominante.

Finalmente, Dornaus (2014) inova em estudar o diferencial de preço entre as classes de ações utilizando a abordagem de opções reais. Considerou-se amostra de 44 empresas com ações negociadas no período de 2002 a 2013 na BMFBovespa. O autor encontra evidências da existência de opção de venda perpétua, em posse do controlador, sobre os benefícios de controle da empresa e o efeito negativo que variações no preço da mesma opção exercem sobre o diferencial de preço entre as classes de ação. Adiciona-se aos achados do trabalho, a relação negativa entre governança e prêmio de voto.

Desta forma, a seguir são apresentadas as hipóteses pertinentes aos potenciais determinantes do diferencial de preço entre as classes de ações a serem investigadas para a amostra selecionada neste trabalho.

Hipótese 1: o maior nível de transparência e de qualidade das demonstrações contábeis tem impacto negativo no diferencial de preço entre as classes de ações. (Zingales (1995), Dick e Zingales (2004))

Hipótese 2: quanto maior a liquidez das ações ON em relação às ações PN, maior o diferencial de preço entre as classes de ações. (Neumann (2003), Saito (2003))

Hipótese 3: quanto maior o dividendo pago às ações PN em relação aos pagos às ações ON, menor o diferencial de preço entre as classes de ações. (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 4: quanto maior o tamanho da empresa, menor a probabilidade de que o voto de um acionista seja crucial para a transferência de controle, logo, menor será o diferencial de preço entre as classes de ações. (Zingales (1995), Saito (2003))

Hipótese 5: o controle acionário familiar tem impacto positivo sobre o diferencial de preço entre classes de ações uma vez que, de acordo com a literatura, nessas empresas, muitas vezes propriedade e gestão estão muito próximos facilitando, assim, a possibilidade de expropriação dos minoritários pelos majoritários – família. (Caprio e Croci (2008), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 6: o controle estatal possui impacto negativo sobre o diferencial de preço uma vez que o Estado não teria o incentivo de expropriar os minoritários e que empresas estatais têm menor probabilidade de serem adquiridas. (Silva e Subrahmanyam (2007), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 7: o controle acionário detido por empresa (ou grupo de empresas) sediada fora do Brasil estaria associado a menor diferencial de preço entre as classes de ações. Como, a empresa estaria sujeita a maiores questionamentos do controlador e seus reguladores do país de origem, seria menor a probabilidade de expropriação dos minoritários não votantes em relação aos votantes. (Doidge (2003))

Hipótese 8: a adesão da companhia ao programa de ADR (*American Depositary Receipts*) para negociação de ações na Bolsa de Nova Iorque tem impacto negativo sobre o diferencial de preço entre as classes de ações. Pois, os ADRs estariam associados a maiores exigências tanto dos reguladores norte-americanos quanto dos próprios investidores, bem como padrões contábeis mais elevados. (Doidge (2003))

Hipótese 9: a concessão voluntária de *tag along* para ambas as classes de ações (ou apenas para as ações PN) além dos níveis legalmente exigidos reduz o diferencial de preço entre as mesmas classes. (Linciano (2003), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 10: a maior proporção de ações ON (direito de controle) detidas pelos três maiores acionistas reduz o diferencial de preço entre as classes de ações, pois, diminuir-se-ia, também, a probabilidade de transferência de controle. (Damodaran (2005), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 11: a maior proporção do total de ações (direito de propriedade) detidas pelos três maiores acionistas reduz o diferencial de preço entre as classes de ações, considerando a associação a menores níveis de benefícios privados de controle. (Damodaran (2005), Saito e Silveira (2010))

Hipótese 12: quanto maior o grau de tangibilidade dos ativos da companhia menor deve ser o diferencial relativo de preço entre as classes de ações, uma que vez que, neste caso, seria mais fácil o monitoramento pelos acionistas dos investimentos feitos, reduzindo-se a probabilidade de expropriação dos minoritários. (Himmelberg (1999))

3 DADOS E METODOLOGIA

3.1 Amostragem e coleta de dados

A amostra final consiste em 46 companhias abertas não financeiras listadas na BMFBovespa com duas classes de ações as quais possuem características diferentes em relação aos direitos de voto.

O período selecionado compreende do 1º trimestre de 2002 ao 2º trimestre de 2014. Optou-se o período posterior a 2001 com o objetivo de mitigar os efeitos da Lei nº 10.303/2001 a qual visava restaurar os direitos de *tag along* das ações com direito a voto os quais haviam sido extintos pela Lei 9.457/1997 utilizada para viabilizar o processo de privatização de companhias brasileiras.

Do total de 147 empresas com registro de apenas duas classes de ações na BMFBovespa em junho de 2014, foram excluídas da amostra as empresas: do setor financeiro (20), que apresentavam patrimônio líquido negativo (25), cujas ações apresentavam liquidez média inferior a 0,01% durante o período (56). Após a aplicação dos critérios apresentados, restaram 46 empresas na amostra. As empresas com número de classes de ações superior a dois também não compuseram a amostra.

Vale ressaltar que o ponto de corte para a aplicação do filtro de liquidez mínima e arbitrário uma vez que não há padrão consensualmente aceito na literatura.

As informações foram compiladas trimestralmente e coletadas na base de dados do Economática®, do *website* da BMFBovespa, do sistema de informações Empresas.Net da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), do *website* da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuarias e Financeiras (FIPECAFI) e do *website* da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC).

Após a consolidação dos dados das 46 companhias, para cada trimestre, foram excluídas as observações que apresentaram incompletude nos dados relacionados às variáveis de interesse do presente trabalho.

3.2 Metodologia

3.2.1 Nível de qualidade e transparência nas informações contábeis

No presente trabalho, com o objetivo de estudar o efeito da qualidade das informações contábeis sobre o prêmio de voto, criou-se uma variável binária com base no Prêmio Transparência da Associação Nacional de Executivo de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC).

O prêmio ANEFAC é concedido anualmente desde 1997 e destaca as empresas cujas demonstrações contábeis foram consideradas mais completas e detalhadas. A análise é feita em duas fases: na primeira fase, alunos do curso de Mestrado em Controladoria e Contabilidade da FEA/USP, orientados por um coordenador do corpo técnico da FIPECAFI, analisam as demonstrações contábeis à luz de quesitos técnicos preestabelecidos para que tais demonstrações contábeis sejam consideradas transparentes. O grupo de triagem examina não só a existência ou não de determinado tópico, como também se o grau de profundidade adotado é satisfatório. Cada demonstração contábil é objeto da análise de vários alunos e apenas segue para a fase seguinte se aprovada por unanimidade.

Na segunda fase uma comissão composta por especialista da FIPECAFI e a ANEFAC seleciona as empresas classificadas, e dentre elas a vencedora.

Portanto, a variável construída, *d_prem_cont*, corresponde à indicação da empresa como finalista do Prêmio Transparência no respectivo ano.

3.2.2 Modelo Econométrico

Assim, dado o problema principal o qual este trabalho se propõe explorar, ou seja, estudar a relação entre a qualidade das informações contábeis das companhias brasileiras de capital aberto e o diferencial de preço entre classes de ações com direitos distintos de voto das mesmas companhias, as técnicas econométricas empregadas foram regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e análise de dados em painel com efeitos fixos e aleatórios.

Baseando-se na fundamentação teórica adotada, a definição operacional das variáveis pode ser observada na tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis e definições operacionais

Sigla	Variável	Definição Operacional
dcp	Diferencial de preço entre ações ON e PN	(Preço trimestral médio da ação ON - Preço trimestral médio da ação PN) / Preço trimestral médio da ação PN
liq_vol	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de negociabilidade)	In (índice trimestral de negociabilidade das ações ON / índice trimestral de negociabilidade de ações PN) (Neumann (2003), Saito e Silveira (2010))
liq_neg	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de liquidez da BMFBovespa)	In (índice trimestral de liquidez das ações ON / índice trimestral de liquidez de ações PN) (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))
on_conc	Percentual de ações ON detido pelos três maiores acionistas	Soma da quantidade total de ações ON detida pelos três maiores acionistas dividido pelo total de ações ON emitidas (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))
onpn_conc	Percentual do total de ações detido pelos três maiores acionistas	Soma da quantidade total de ações (ON e PN) detida pelos três maiores acionistas dividido pelo total de ações (ON e PN) emitidas (Saito e Silveira (2010), Camargos et al (2012))
proporc_on	Percentual de ações ON em relação ao total de ações da companhia	Número de ações ON emitidas dividido pelo número total de ações emitidas (ON e PN) (Saito e Silveira (2010), Camargos et al (2012))
dif_div	Diferencial de dividendos pagos entre ações ON e PN	(Dividendos pagos no trimestre às ações ON - Dividendos pagos no trimestre às ações PN) / Dividendos pagos no trimestre às ações PN (Saito e Silveira (2010), Camargos et al (2012))
d_div	Dummy dividendos (indica se pagamento de dividendos às ações ON é igual ao das PN)	Assume o valor 1, se os dividendos trimestrais pagos às ações ON foram superiores ou iguais àqueles pagos às PN. Caso contrário, assume valor zero. (Saito e Silveira (2010), Camargos et al (2012))

Tabela 1 - Variáveis e definições operacionais (continuação)

Sigla	Variável	Definição Operacional
ln_ta	Tamanho da companhia	ln (ativo total) (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))
alavanc	Alavancagem	Passivo Total / Ativo Total (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))
alavanc_sqr	Alavancagem	(Passivo Total / Ativo Total) ² (Saito (2003), Saito e Silveira (2010))
setor	Variáveis dummy para o setor de atividade da companhia	Conjunto de quinze variáveis binárias para indicação do setor de atividade (Econômica) da companhia (Saito e Silveira (2010), Camargos et al (2012))
tag_pn	Dummy para direitos adicionais de tag along voluntariamente concedidos apenas para as ações PN	Assume o valor 1, se a companhia oferece tag along adicional apenas para ações PN e nenhum além dos 80% obrigatórios por lei para as ações ON. Caso contrário, assume valor zero. (Saito e Silveira (2010))
tag_onpn	Dummy para direitos adicionais de tag along de forma voluntária tanto para ações ON quanto PN	Assume o valor 1, se a companhia oferece tag along adicional tanto para as ações ON quanto para as ações PN. Caso contrário, assume valor zero. (Saito e Silveira (2010))
tag_along	Dummy para qualquer direito adicional de tag along oferecido de forma voluntária pela companhia	Assume o valor 1, se tag_pn = 1 ou tag_onpn = 1. Caso contrário, assume valor zero. (Saito e Silveira (2010))
d_prem_cont	Dummy prêmio de qualidade das informações contábeis	Assume o valor 1, se a companhia foi indicada como finalista para o prêmio Transparência oferecido pela FIECAFI. Caso contrário, assume valor zero. (Alencar e Lopes (2010))
tang	Grau de tangibilidade do ativo da companhia	Ativo Imobilizado dividido pelo Ativo Total (Himmelberg et al (1999), Barros (2010))
n2	Dummy segmento de listagem (Nível 2)	Assume o valor 1, se a companhia encontra-se no segmento Nível 2 da BMFBovespa. Caso contrário, assume valor zero. (Camargos et al (2012))
n1	Dummy segmento de listagem (Nível 1)	Assume o valor 1, se a companhia encontra-se no segmento Nível 1 da BMFBovespa. Caso contrário, assume valor zero. (Camargos et al (2012))
adr	Dummy para emissão de ADR na NYSE	Assume o valor 1, se a companhia tem programa de ADR na bolsa de Nova Iorque. Caso contrário, assume valor zero. (Doidge (2003), Silva e Subrahmanyam (2007))
d_familiar	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada por uma estrutura familiar)	Assume o valor 1, se o controlador é uma família (ou grupo de famílias unido por acordo de acionistas). Caso contrário, assume valor zero. (Caprio e Croci (2008), Saito e Silveira (2010))
d_estatal	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada pelo Governo)	Assume o valor 1, se o controlador é o Governo Brasileiro (Estadual ou Federal). Caso contrário, assume valor zero. (Silva e Subrahmanyam (2007))
d_estrangeiro	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada por grupo estrangeiro)	Assume o valor 1, se o controlador é agente econômico domiciliado em outro país. Caso contrário, assume valor zero. (Barros (2010))

Portanto, os modelos econométricos utilizados foram os seguintes:

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_vol_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_along_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 1})$$

Na equação 1, testam-se as relações do dcp com as variáveis: diferencial relativo de liquidez entre as classes de ações (liq_vol), estrutura de propriedade e controle (on_conc, onpn_conc, proporc_on), diferencial relativo de dividendos (dif_div), tamanho (ln_ta), alavancagem (alavanc, alavanc_sqr), grau de proteção aos minoritários (tag_along) e grau de tangibilidade dos ativos (tang).

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_vol_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_pn_{it} + \beta_{11} tag_onpn_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 2})$$

Na equação 2, o grau de proteção aos minoritários é medido pelas variáveis tag_pn e tag_onpn ao invés da *dummy* utilizada na equação anterior.

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_vol_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_onpn_{it} + \beta_{11} n2_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 3})$$

Na equação 3, o grau de proteção aos minoritários é medido apenas pela variável tag_onpn. E, acrescentam-se às variáveis explicativas: o segmento de listagem (n2), a emissão de ADR (adr) e a *dummy* de identificação de controle familiar.

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_vol_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_onpn_{it} + \beta_{11} n2_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \beta_{14} d_estatal_{it} + \beta_{15} d_estrangeiro_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 4})$$

Na equação 4, acrescentam-se as demais variáveis relacionadas à identidade do controlador: controle estatal (d_estatal) e controle estrangeiro (d_estrangeiro).

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_vol_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_onpn_{it} + \beta_{11} n2_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \beta_{14} d_prem_cont_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 5})$$

Na equação 5, em relação à identidade do controlador, mantêm-se apenas a variável de identificação de controle familiar. Também é testada a relação do dcp com o grau de qualidade e transparência das informações contábeis (d_prem_cont).

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_neg_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_onpn_{it} + \beta_{11} n2_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \beta_{14} d_prem_cont_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 6})$$

Na equação 6, testa-se outra variável para o diferencial relativo de liquidez, lig_neg, ao invés da variável liq_vol.

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_neg_{it} + \beta_2 d_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 alavanc_sqr_{it} + \beta_9 tang_{it} + \beta_{10} tag_onpn_{it} + \beta_{11} n2_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \beta_{14} d_prem_cont_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 7})$$

Na equação 7, testa-se a *dummy* para o diferencial de dividendos entre as classes de ações (d_div) ao invés da variável dif_div.

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_neg_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 tang_{it} + \beta_9 tag_onpn_{it} + \beta_{10} n2_{it} + \beta_{11} adr_{it} + \beta_{12} d_familiar_{it} + \beta_{13} d_prem_cont_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 8})$$

Na equação 8, o diferencial de dividendos volta é ser mensurado pela variável dif_div e para a dimensão alavancagem é considerada apenas a variável alavanc excluindo-se, assim, a variável alavanc_sqr.

$$dcp_{it} = \beta_0 + \beta_1 liq_neg_{it} + \beta_2 dif_div_{it} + \beta_3 on_conc_{it} + \beta_4 onpn_conc_{it} + \beta_5 proporc_on_{it} + \beta_6 ln_ta_{it} + \beta_7 alavanc_{it} + \beta_8 tang_{it} + \beta_9 tag_onpn_{it} + \beta_{10} n2_{it} + \beta_{11} n1_{it} + \beta_{12} adr_{it} + \beta_{13} d_familiar_{it} + \beta_{14} d_prem_cont_{it} + \sum_{j=1}^{15} \gamma_j setor_{jit} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (\text{equação 9})$$

Na equação 9, acrescenta-se às explicativas, a outra variável de segmento de listagem (n1).

Adicionalmente, o sinal esperado dos estimadores a serem obtidos nas regressões bem como a explicação em relação ao seu sinal pode ser observado na tabela 2.

Tabela 2 - Variáveis explicativas, sinais esperados e racional

Sigla	Variável	Sinal Esperado	Lógica / Racional
liq_vol	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de negociabilidade)	+	O maior volume de negociação das ações ON em relação às PN levaria a um aumento no diferencial de preço entre as classes (dcp) (Saito (2003))
liq_neg	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de liquidez da BMFBovespa)	+	Maior índice de liquidez das ações ON em relação ao das PN levaria a um aumento no diferencial de preço entre as classes (dcp) (Saito (2003))
on_conc	Percentual de ações ON detido pelos três maiores acionistas	-	Uma maior concentração da parcela das ações ON pelo controlador diminuiria a probabilidade de uma disputa por controle devido à menor proporção de ações ON em circulação no mercado, resultando em redução do dcp. (Saito e Silveira (2010))
onpn_conc	Percentual do total de ações detido pelos três maiores acionistas	-	Uma concentração maior do total de ações detidas pelo controlador estaria associado a menores níveis de benefícios privados de controle e, assim, reduziria o dcp. (Saito e Silveira (2010))

Tabela 2 - Variáveis explicativas, sinais esperados e racional (continuação)

Sigla	Variável	Sinal Esperado	Lógica / Racional
proporc_on	Percentual de ações ON em relação ao total de ações da companhia	+ / -	<p>Por um lado, o argumento para o efeito/sinal positivo seria de que uma menores parcelas de ações ON em relação ao capital total da companhia representaria possibilidade de o controlador garantir o controle da companhia mantendo uma parcela menor do capital total. Assim, essa alavancagem do controlador por meio de ações PN representaria maiores níveis de benefícios privados oriundos do controle e, maior dcp.</p> <p>Por outro lado, o efeito/sinal negativo se justificaria pois, como o benefício privado do controle é dividido pelo número de ações ON para se chegar ao prêmio, quanto menor o número de ações ON, maior seria o valor atribuído a cada ação.</p> <p>(Saito e Silveira (2010))</p>
dif_div	Diferencial de dividendos pagos entre ações ON e PN	+	<p>Quanto maiores os dividendos pagos às ações PN em relação aos pagos às ON, menor o dcp.</p> <p>(Saito (2003))</p>
d_div	Dummy dividendos (indica se pagamento de dividendos às ações ON é igual ao das PN)	+	<p>Como as ações PN sempre recebem dividendos superiores ou, no mínimo, iguais aos distribuídos às ON, a variável indica os casos em que há a menor diferença possível entre as ações, ou seja, aqueles em que as PN teriam menores vantagens em relação às ON. Assim, com efeito positivo sobre o dcp.</p> <p>(Saito e Silveira (2010))</p>
ln_ta	Tamanho da companhia	-	<p>Empresas maiores estariam associadas a uma menor probabilidade de transferência de controle, reduzindo, assim, o prêmio de voto das ações ON.</p> <p>(Zingales (1995))</p>
alavanc	Alavancagem	+	<p>Níveis baixos de alavancagem estariam associados a maior dcp. Porém, a partir de um determinado ponto, o efeito sobre o dcp seria negativo pois indicaria maior possibilidade de transferência do controle para os credores, reduzindo, assim, o prêmio de voto.</p> <p>(Saito e Silveira (2010))</p>
alavanc_sqr	Alavancagem	-	<p>(Saito e Silveira (2010))</p>

Tabela 2 - Variáveis explicativas, sinais esperados e racional (continuação)

Sigla	Variável	Sinal Esperado	Lógica / Racional
setor	Variáveis dummy para o setor de atividade da companhia	na	O setor da empresa poderia conter informações associadas à probabilidade de transferência de controle o que influenciaria o prêmio de voto. (Saito e Silveira (2010))
tag_pn	Dummy para direitos adicionais de tag along voluntariamente concedidos apenas para as ações PN	-	A concessão de tag along para ações PN diminuiria a vantagem relativa das ações ON, reduzindo, assim, o prêmio de voto. (Saito e Silveira (2010))
tag_onpn	Dummy para direitos adicionais de tag along de forma voluntária tanto para ações ON quanto PN	-	A concessão de tag along para ações ON e PN além daqueles definidos na lei implicaria que o ganho marginal de ações ON seria substancialmente menor que o ganho marginal das ações PN. (Saito e Silveira (2010))
tag_along	Dummy para qualquer direito adicional de tag along oferecido de forma voluntária pela companhia	-	A concessão voluntária de tag along adicional àqueles definidos por lei implicaria, em qualquer circunstância, menor prêmio de voto. (Saito e Silveira (2010))
d_prem_cont	Dummy prêmio de qualidade das informações contábeis	-	Como as informações contábeis regulam o nível de informação dos acionistas minoritários, quanto maiores a qualidade e transparência das informações, menor a probabilidade de expropriação dos minoritários pelos majoritários. Reduzindo-se, assim, o dcp. (Dyck e Zingales (2004))
tang	Grau de tangibilidade do ativo da companhia	-	Maior proporção de ativos imobilizados estaria associado à maior facilidade de monitoramento pelos acionistas, diminuindo assim a probabilidade de expropriação pelo controlador. Reduzindo, assim, o dcp. (Himmelberg et al (1999))
n2	Dummy segmento de listagem (Nível 2)	-	Maior nível de governança estaria associado à maior proteção aos acionistas minoritários, reduzindo-se, assim, o prêmio de voto.
n1	Dummy segmento de listagem (Nível 1)	-	(Silva e Subramanyan (2007))

Tabela 2 - Variáveis explicativas, sinais esperados e racional (continuação)

Sigla	Variável	Sinal Esperado	Lógica / Racional
adr	Dummy para emissão de ADR na bolsa de Nova Iorque	-	A presença de ADRs negociados na bolsa de Nova Iorque implicaria atendimento pela empresa a maiores níveis de disponibilidade de informações aos acionistas e a regras que garante maior proteção aos minoritários, reduzindo-se, assim, o dcp. (Doidge (2003))
d_familiar	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada por uma estrutura familiar)	+	Empresas cujo controle é familiar teriam maior probabilidade de expropriar os minoritários, levando a maiores níveis de dcp. (Caprio e Croci (2008))
d_estatal	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada pelo Governo)	-	Empresas com controle estatal teriam menor disposição em extrair benefícios privados do controle em detrimento dos minoritários, acarretando menores níveis de dcp. (Silva e Subramanyan (2007))
d_estrangeiro	Dummy tipo de controlador (indica se a companhia é controlada por grupo estrangeiro)	-	Empresas cujo controlador é estrangeiro deveriam apresentar efeito negativo uma vez que tais empresas estariam sujeitas a um escrutínio maior por investidores com perfis diferentes. (Doidge (2003))

4 RESULTADOS

4.1 Estatísticas descritivas

Na tabela 3, são apresentadas as estatísticas descritivas da variável dependente, diferencial de preço entre as classes de ações para o período de 2002 a 2014 (primeiro semestre). Observa-se que a média apresenta valores positivos para todos os anos. Apesar de também apresentar valores positivos para quase todo o período considerado, com exceção de 2014, a mediana encontra-se em patamar bem menor, 3%, que a média, 14,6%.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas do diferencial trimestral de preço entre ações ON e PN

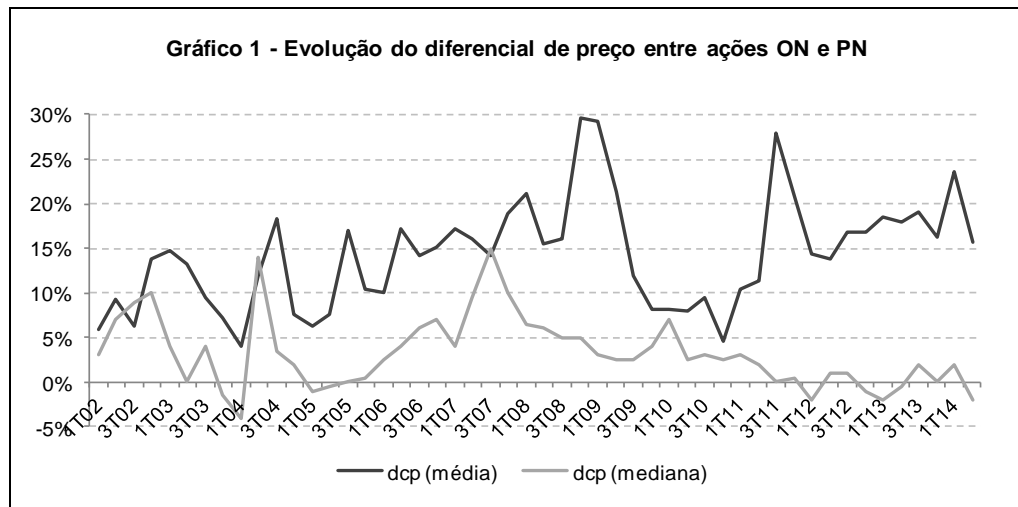
Ano	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Núm. de empresas
2002	9,1%	7,0%	-38,0%	94,0%	29,0%	30
2003	10,9%	3,0%	-38,0%	250,0%	39,6%	32
2004	10,5%	2,5%	-39,0%	305,0%	39,2%	33
2005	10,1%	0,0%	-36,0%	360,0%	45,5%	35
2006	14,2%	5,0%	-26,0%	194,0%	39,6%	39
2007	16,6%	9,0%	-40,0%	247,0%	40,7%	39
2008	20,7%	5,0%	-55,0%	303,0%	50,6%	39
2009	17,5%	3,0%	-32,0%	408,0%	60,9%	39
2010	7,6%	3,0%	-32,0%	74,0%	24,9%	40
2011	17,4%	1,5%	-28,0%	514,0%	68,9%	41
2012	15,5%	0,0%	-35,0%	404,0%	65,4%	40
2013	17,9%	0,0%	-34,0%	445,0%	68,8%	40
2014	19,6%	-1,0%	-31,0%	406,0%	63,9%	40
2002 - 2014	14,6%	3,0%	-55,0%	514,0%	51,7%	46

Os valores observados das estatísticas da presente amostra de companhias diferem daqueles obtidos por Saito (2000) e por Saito (2003) nos quais a diferença média entre os preços das ações ON e PN é negativa em, aproximadamente, 1,5%, Especificamente em Saito (2003), a média da variável é fortemente influenciada pelo período compreendido entre 1998 e 2000 - resultado das mencionadas alterações legais relacionadas ao nível de proteção aos minoritários (lei nº 9.457/1997).

As estatísticas da amostra utilizada neste trabalho se aproximam mais daquelas observadas em trabalhos mais recentes, como Carmagos et al (2012), Dournaus (2014) e Souza (2014).

Entre 2005 e 2012, Camargos et al (2012) encontra média de 11,7% com mediana de 2,9%. Dournaus (2014) e Souza (2014) também obtêm valores positivos para o diferencial de preço entre classes de ações, respectivamente, 9,2% para o período de 2002 a 2013 e 11,4% entre 2003 e 2013.

O gráfico 1 mostra o comportamento do diferencial de preço entre as classes de ações para o período de análise. Nota-se que, apesar de seguirem a mesma trajetória, a mediana é persistentemente menor que a média e apresenta, a partir 2011, deslocamento maior em relação à média, alinhado ao maior desvio padrão observado na tabela 3 para mesmo período.



Com o intuito de identificar as principais características das companhias que compõe a amostra, na tabela 4, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis relacionadas ao tamanho da empresa, nível de alavancagem, estrutura de propriedade e controle, diferencial de dividendos recebidos e de liquidez entre classes de ações.

Tabela 4 - Estatísticas descritivas de variáveis selecionadas

Variável	Unidade	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Núm. de observações
ativo_total	R\$ Milhões	22.218	2.400	46	800.000	76.263	1.653
tang	%	32,1	33,0	0,0	80,0	20,1	1.653
alavanc	%	56,2	59,0	0,0	99,0	21,7	1.653
on_conc	%	75,5	84,0	0,0	100,0	24,7	1.653
onpn_conc	%	53,5	49,0	0,0	99,0	26,3	1.653
proporc_on	%	46,7	41,0	33,3	91,0	15,1	1.653
dif_div	%	-2,4	0,0	-100,0	0,0	8,9	1.653
liq_vol	na	-3,3	-3,0	-12,3	4,0	2,8	1.653
liq_neg	na	-3,3	-2,9	-11,9	4,0	2,7	1.653

De acordo com a tabela 4, podemos confirmar que as ações PN apresentaram liquidez maior no período considerado, devido ao valor negativo das variáveis liq_vol e liq_neg. O diferencial de liquidez pode estar relacionado à alta concentração das ações ON. Observa-se que os três maiores acionistas detêm, em média, 76% das ações com direito a voto. A concentração do direito ao fluxo de capital, ou seja, a proporção do total de ações detidas pelos três maiores acionistas, também é alta, 54%, porém inferior à concentração do direito de propriedade.

Ainda em relação à estrutura de propriedade e controle, é evidenciada forte utilização de ações sem direito de voto para formação do capital das companhias uma vez que as ações ON representam apenas 47% do total de ações.

Outra característica importante é o maior volume de dividendos recebidos pelos acionistas sem direito a voto, observado pelo sinal da variável dif_div o qual é negativo ou no máximo zero, indicando que as ações ON recebem sempre dividendos iguais ou menores que os pagos às PN.

4.2 Determinantes do prêmio de voto

Com o objetivo de analisar os potenciais determinantes do prêmio de voto e confrontar a realidade das empresas aqui analisadas com a teoria previamente

Na tabela 5, são apresentados os principais resultados de acordo com o método de MQO. Nota-se que, em todas as especificações, a liquidez é estatisticamente significativa ao nível de 1%. Apesar de ser esperado que a liquidez tivesse efeito positivo sobre o regressor (*dcp*), encontrou-se, consistentemente, efeito negativo.

As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade também se apresentam relevantes para explicar o prêmio de voto e com resultados alinhados à teoria. Vale ressaltar, o efeito da proporção de ações ON no capital total da empresa, a significância estatística e a evidência de efeito negativo (sinal negativo) indica que a maior utilização de ações com direito a voto como proporção do total de ações representaria maior valor de controle e, conseqüentemente, maior diferencial de preço entre as classes de ações.

A política de dividendos não se demonstra significativa para explicar o prêmio de voto no mercado brasileiro, pois, a variável *dif_div* não é significativa em nenhuma das especificações. E a *dummy*, *d_div*, é apenas em 10%.

As demais variáveis relacionadas a tamanho, nível de alavancagem, proporção de ativos imobilizados no ativo total são significativas (quase todas ao nível de 1%) e seus efeitos apresentam a direção esperada sobre o prêmio de voto. A presença de ADR, quando significativa, também confirmou seu efeito negativo sobre o prêmio de voto.

Não obstante, o segmento nível 2 de listagem da empresa na BMFBovespa, apesar de ser significativa não apresentou o sinal esperado, indicando que empresas listadas no segmento mais elevado dentro do grupo analisado apresentam maior diferencial de preço entre suas classes de ações.

Grande parte dos artigos, anteriormente, discutidos enfatiza a relevância do arcabouço legal no sentido de garantir proteção aos acionistas minoritários e reduzir a possibilidade de uma eventual potencial expropriação deste grupo pelos controladores. As evidências aqui apresentadas, por meio das variáveis de *tag along*, confirmam a relevância para explicar o comportamento do prêmio de voto

devido à sua significância e seu efeito redutor sobre o diferencial de preço entre as classes de ações em todas as especificações apresentadas.

Com relação ao tipo de acionista controlador, as evidências também corroboram a teoria e reforçam a sua importância na determinação do prêmio de voto dada a significância das variáveis *d_familiar* e *d_estrangeiro*. Assim, com base na amostra utilizada, o controle familiar realmente indica efeito positivo em relação ao prêmio de voto – indicando uma eventual maior probabilidade de expropriação dos minoritários. Em sentido contrário, empresas com controle acionista registrado em outro país, logo estrangeiro, tendem a apresentar menores diferenças e preço entre suas classes de ações.

No entanto, a variável que indica o controle estatal não é estatisticamente significativa, não permitindo, portanto, conclusões sobre o seu efeito.

A variável-objeto central do presente trabalho mostrou-se estatisticamente significativa como determinante do diferencial de preço entre as classes de ações. Apesar de o resultado esperado ser de que a qualidade e transparência das informações contábeis apresentassem efeito negativo sobre o prêmio de voto, nota-se que o efeito da variável é positivo. Como a variável representa a indicação, como finalista, ao prêmio de transparência da FIPECAFI, as empresas indicadas tendem a apresentar maior diferencial de preço entre as classes de suas ações.

A avaliação do grau de qualidade e de transparência nas informações contábeis é, por definição, algo subjetivo. Além disso, como não foram encontrados outros trabalhos que tratem especificamente sobre o tema, não é revelada, na teoria, a razão da direção do efeito desta variável. Uma possível interpretação seria que o fato de as empresas apresentarem maior grau de informação nas suas demonstrações possibilitaria que os acionistas confirmassem eventual suspeita de potencial expropriação.

Assim, o acionista que não fosse o controlador poderia ajustar suas expectativas no preço da ação com um desconto maior para as ações sem direito a voto. Portanto,

se essa lógica explicar a realidade maior grau de transparência teria efeito positivo sobre o diferencial de preço entre as classes de ações.

Conforme ressaltado por Silveira et al (2004), o problema dos modelos que utilizam o método de MQO é o fato de desconsiderar fatores não observáveis que podem prejudicar a correta identificação do relacionamento entre as variáveis explicativas e o diferencial de preço entre as classes de ações. Esses fatores incluiriam quaisquer especificidades que diferenciassem uma empresa da outra e que não variassem ao longo dos anos e que não fossem bem capturados pelas variáveis utilizadas. Essas variáveis são chamadas de variáveis omitidas e se forem correlacionadas com os regressores utilizados, implicaria em inconsistência nos estimadores acarretando numa relação espúria entre variáveis explicada e explicativas. Nestes casos, seria indicada a utilização da técnica de efeitos fixos.

Entretanto, se as mesmas variáveis omitidas forem não-correlacionadas com cada variável explicativa em todos os períodos de tempo, Wooldridge (2006) indica a utilização da técnica de efeitos aleatórios.

Apesar de terem sido computados os resultados utilizando método de efeitos fixos (tabela 6), o teste de Hausman proposto por Wooldridge (2006) indica a utilização de efeitos aleatórios (EA). Portanto, na tabela 7, são apresentados os resultados das mesmas especificações utilizando-se o método de MQO da tabela 5, porém com utilizando-se o procedimento de EA.

Ainda com relação aos métodos econométricos, realizou-se o teste de Breusch Pegam com o intuito de identificar, dentre o método de MQO e o de efeitos aleatórios, qual seria o mais apropriado. Mais uma vez, foi confirmada a indicação pela técnica de efeitos aleatórios.

Em tempo, a heteroscedasticidade também foi analisada em todas as especificações do modelo. No entanto, os testes de robustez não indicaram o seu impacto nos resultados apresentados.

Tabela 7 - Modelos estimados com Regressões com Efeitos Aleatórios

O diferencial relativo de preço entre ações ON e PN (dcp) é a variável dependente. As definições operacionais de todos os regressores são apresentadas na tabela 1. As estatísticas t são apresentadas entre parênteses. ***, ** e * indicam significância estatística aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente. Os coeficientes foram estimados pelo método de painel com efeitos aleatórios.

Regressores	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
liq_vol	-0,033 *** (-4,56)	-0,033 *** (-4,54)	-0,033 *** (-4,46)	-0,033 *** (-4,51)	-0,03 *** (-4,11)				
liq_neg						-0,036 *** (-4,71)	-0,036 *** (-4,71)	-0,036 *** (-4,72)	-0,037 *** (-4,80)
on_conc	-0,089 (-0,79)	-0,090 (-0,79)	-0,089 (-0,78)	-0,096 (-0,84)	-0,087 (-0,77)	-0,102 (-0,90)	-0,100 (-0,88)	-0,103 (-0,92)	-0,098 (-0,87)
onpn_conc	0,102 (0,77)	0,098 (0,74)	0,090 (0,67)	0,104 (0,78)	0,081 (0,61)	0,095 (0,71)	0,090 (0,68)	0,097 (0,73)	0,091 (0,68)
proporc_on	0,550 (1,51)	0,575 (1,57)	0,661 *** (1,75)	0,595 (1,58)	0,427 (1,14)	0,419 (1,12)	0,420 (1,12)	0,413 (1,11)	0,383 (1,04)
dif_div	0,117 (1,08)	0,116 (1,08)	0,116 (1,08)	0,115 (1,06)	0,117 (1,09)	0,116 (1,08)		0,117 (1,09)	0,117 (1,09)
d_div							0,007 (0,22)		
ln_ta	-0,064 *** (-3,26)	-0,062 *** (-3,15)	-0,059 *** (-2,78)	-0,059 *** (-2,81)	-0,057 *** (-2,72)	-0,058 *** (-2,76)	-0,058 *** (-2,77)	-0,058 *** (-2,77)	-0,057 *** (-2,75)
alavanc	0,589 (1,33)	0,580 (1,31)	0,547 (1,22)	0,529 (1,18)	0,392 (0,88)	0,409 (0,92)	0,399 (0,89)	0,548 *** (5,15)	0,544 *** (5,11)
alavanc_sqr	-0,086 (-0,23)	-0,080 (-0,21)	-0,043 (-0,11)	-0,031 (-0,08)	0,131 (0,34)	0,122 (0,32)	0,134 (0,35)		
tag_pn		0,080 (0,23)							
tag_onpn		-0,212 (-1,23)	-0,357 (-1,47)	-0,401 * (-1,66)	-0,486 ** (-2,07)	-0,485 ** (-2,07)	-0,485 ** (-2,06)	-0,482 ** (-2,06)	-0,458 ** (-1,99)
tag_along	-0,175 (-1,06)								
d_prem_cont					0,319 *** (3,98)	0,313 *** (3,91)	0,313 *** (3,91)	0,310 *** (3,90)	0,311 *** (3,92)
tang	-0,137 (-1,46)	-0,142 (-1,51)	-0,146 (-1,53)	-0,145 (-1,52)	-0,171 * (-1,80)	-0,167 * (-1,77)	-0,165 * (-1,74)	-0,164 * (-1,74)	-0,166 * (-1,76)
n2			0,253 (0,85)	0,285 (0,97)	0,349 (1,23)	0,338 (1,19)	0,337 (1,18)	0,330 (1,17)	0,232 (0,77)
n1									-0,140 (-0,79)
adr			0,019 (0,09)	0,034 (0,17)	-0,127 (-0,63)	-0,126 (-0,63)	-0,123 (-0,61)	-0,131 (-0,66)	-0,073 (-0,35)
d_familiar			0,260 (1,22)	0,256 (1,23)	0,240 (1,18)	0,241 (1,19)	0,241 (1,18)	0,236 (1,17)	0,231 (1,17)
d_estatal				0,090 (0,35)					
d_estrangeiro				-0,161 (0,54)					
dummies setor	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
intercepto	0,786 (1,30)	0,746 (1,23)	0,625 (0,99)	0,665 (1,07)	0,615 (1,00)	0,63 (1,03)	0,624 (1,01)	0,604 (1,00)	0,695 (1,15)
R ²	0,034	0,034	0,034	0,034	0,042	0,045	0,044	0,045	0,045
Prob. (Chi2)	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001	<0.001
Observações	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653	1.653

Na tabela 7, é possível observar que muitas das variáveis estatisticamente significativas pelo método de MQO perderam significância com a utilização de efeitos aleatórios.

O diferencial de liquidez entre as classes mostrou-se significativo e em linhas com os resultados anteriormente apresentados.

Em relação à estrutura de propriedade, somente a variável *proporc_on* permaneceu significativa, porém seu sinal inverteu-se, sendo, agora, positivo. Desta forma, reforça-se a hipótese de Damodaran (2005) de que uma vez que o valor do controle é dividido pelo número de ações com direito a voto, o aumento da proporção do capital votante da empresa, teria efeito negativo sobre o prêmio de voto dado o menor valor esperado do controle para cada ação.

As outras variáveis de controle que permaneceram significativas, tamanho, tangibilidade e alavancagem, mantiveram também a direção do efeito sobre o regressor. Cabe ressaltar que a variável de alavancagem tornou-se significativa apenas quando analisada sem a sua forma exponencial, pois quando analisadas em conjunto, nenhuma delas é estatisticamente significativa para explicar o prêmio de voto.

Sobre o grau de proteção aos acionistas minoritários, podemos dizer que a concessão voluntária de *tag along* adicional para ações ON e PN está associada a menor nível de prêmio de voto, também, em linha com a argumentação nacional e internacional.

Por fim, a variável de interesse que identifica o grau de transparência e qualidade das informações contábeis manteve-se significativa ao nível de 1% porém ainda com efeito positivo sobre o diferencial de preço entre as classes de ações. Em tempo, apenas com a sua inclusão nas especificações apresentadas, o grau de tangibilidade das empresas torna-se significativa.

Desta forma, ressalta-se com os resultados obtidos espaço no campo acadêmico para a exploração do efeito das informações contábeis sobre o diferencial de preço ou, de forma mais abrangente, sobre o nível de benefícios privados de controle.

Em tempo, argumenta-se que grau de subjetividade da avaliação de tais aspectos traz complexidade a quaisquer conclusões e aplicações dos resultados

apresentados. Portanto, faz-se necessária a exploração de novas métricas que objetivem estimar a qualidade das informações contábeis disponibilizadas pelas empresas e a realização de testes em conjunto com os demais achados neste trabalho, para que possam ser encontradas evidências mais conclusivas.

Na tabela 8 são apresentados os principais resultados deste trabalho. Portanto, considerando-se os resultados obtidos pelas regressões utilizando os métodos de MQO e EA, observam-se os seguintes resultados alinhados com as hipóteses iniciais: (i) a proporção de ações ON em relação ao total de ON e PN tem efeito positivo sobre o dcp, (ii) o tamanho da empresa está associado negativamente ao dcp, (iii) o nível de alavancagem está positivamente associado ao dcp, (iv) maior grau de proteção aos acionistas, ou seja, garantia voluntária de *tag along* para ações ON e PN, além dos exigências legais, tem efeito negativo sobre o dcp, (v) o grau de tangibilidade da companhia também indica associação negativa sobre o dcp.

Além disso, ainda considerando os resultados obtidos pelos métodos de MQO e EA, (vi) o grau de qualidade e transparência das informações contábeis e (vii) o diferencial de liquidez entre as classes de ações também são estatisticamente significativos. No entanto, os resultados são intrigantes uma vez que os efeitos (sinais) são contrários àqueles esperados. Trabalhos mais recentes, Dornaus (2014) e Carmagos et al (2012), encontram relação negativa entre dcp o diferencial relativo de liquidez entre as ações ON e PN assim como os resultados apresentados neste trabalho. Em relação à qualidade e transparência das informações contábeis, não foram encontrados trabalhos nacionais que utilizassem a relação entre esta variável e o dcp ou sobre os benefícios privados do controle de forma ampla. Assim, a interpretação dos resultados é comprometida.

Deste modo, por um lado, nota-se que os resultados encontrados com a amostra utilizada neste trabalho suportam as seguintes hipóteses: H4 - quanto maior a empresa menor o diferencial de preço entre as classes, H9 – maior proteção aos minoritários tem negativo sobre o diferencial sobre o dcp e H12 – quanto maior a tangibilidade dos ativos da empresa, menor o dcp. E, contrapõem-se, às seguintes: H1: o grau de qualidade e transparência das informações contábeis tem efeito

negativo sobre o dcp e H2: maior liquidez relativa das ações ON tem efeito positivo sobre o dcp.

Tabela 8 - Variáveis significativas, sinais esperados, observados, hipóteses relacionadas

Sigla	Variável	Sinal Esperado	Sinal Observado (MQO)	Sinal Observado (EA)	Hipótese
proporc_on	Percentual de ações ON em relação ao total de ações da companhia	+ / -	-	+	Não aplicável
ln_ta	Tamanho da companhia	-	-	-	H₄ : quanto maior o tamanho da empresa, menor a probabilidade de que o voto de um acionista seja crucial para a transferência de controle, logo, menor será o diferencial de preço entre as classes de ações. (Zingales (1995), Saito (2003))
alavanc	Alavancagem	+	+	+	Não aplicável
tag_onpn	Dummy para direitos adicionais de tag along de forma voluntária tanto para ações ON quanto PN	-	-	-	H₉ : a concessão voluntária de tag along para ambas as classes de ações (ou apenas para as ações PN) além dos níveis legalmente exigidos reduz o diferencial de preço entre as mesmas classes. (Linciano (2003), Saito e Silveira (2010))
tang	Grau de tangibilidade do ativo da companhia	-	-	-	H₁₂ : quanto maior o grau de tangibilidade dos ativos da companhia menor deve ser o diferencial relativo de preço entre as classes de ações, uma que vez que, neste caso, seria mais fácil o monitoramento pelos acionistas dos investimentos feitos, reduzindo-se a probabilidade de expropriação dos minoritários. (Himmelberg (1999)).
d_prem_cont	Dummy prêmio de qualidade das informações contábeis	-	+	+	H₁ : o maior nível de transparência e qualidade das demonstrações contábeis tem impacto negativo no diferencial de preço entre as classes de ações. (Zingales (1995), Dick e Zingales (2004))
liq_vol	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de negociabilidade)	+	-	-	H₂ : quanto maior a liquidez das ações ON em relação às ações PN, maior o diferencial de preço entre as classes de ações. (Neumann (2003), Saito (2003))
liq_neg	Diferencial de liquidez entre ações ON e PN (medido pelo índice de liquidez da BMFBovespa)	+	-	-	

Contudo, por outro lado, os resultados apresentados, considerando-se os potenciais problemas econométricos da adoção do método de MQO, não são conclusivos em relação às hipóteses: H3 – maiores dividendos relativos para as ações PN diminuem o dcp, H5 – relação positiva entre controle familiar e dcp, H6 – relação negativa entre controle estatal e dcp, H7 – relação negativa entre controle estrangeiro e dcp, H8 – associação negativa entre emissão de ADR e dcp, H10 – associação negativa entre concentração de ações ON (direitos de controle) nas mãos dos três maiores acionistas e dcp, H11 - associação negativa entre concentração de ações ON e PN (direitos de propriedade sobre os fluxos de caixa futuros) nas mãos dos três maiores acionistas e dcp.

5 COMENTÁRIOS FINAIS

Este trabalho se propôs a investigar a evolução do diferencial relativo de preço entre as duas classes de ações (ON e PN) de companhias brasileiras no período compreendido entre 2002 e 2014, bem como seus determinantes durante o mesmo período, como forma de avaliar o potencial nível de benefícios privados oriundos do controle e as principais variáveis relacionadas a ele. O tema é relevante no mercado brasileiro devidas à alta concentração do controle e à ampla utilização de práticas que segregam estrutura de propriedade e controle ressaltando os potenciais conflitos de interesse entre majoritários e minoritários.

Nota-se que, na amostra considerada, o diferencial relativo de preço entre as classes de ações ON e PN é positivo durante todo o período apresentando leve tendência de alta.

No que tange aos determinantes da variável-objeto do trabalho, o diferencial relativo de preço, são três resultados principais encontrados a partir da utilização de regressões múltiplas pelos métodos de mínimos quadrados ordinários (MQO) e de procedimentos de efeitos aleatórios (EA). Em primeiro lugar, evidencia-se que companhias com maior grau de proteção aos minoritários, medidos pela adoção voluntária de *tag along* adicionais às ações ON e PN, de fato, tem efeito redutor sobre a variável-objeto. Desta forma, reduzir-se-ia a vantagem do bloco de controle em relação aos demais acionistas no caso de eventual alienação do mesmo bloco.

Em segundo lugar, o tamanho da empresa tem efeito negativo sobre o nível de benefícios privados do controle medidos pelo diferencial relativo de preço entre as ações. Pode-se argumentar que, nesse caso, empresas maiores estão sujeitas ao escrutínio de maior número de investidores, reduzindo-se a possibilidade de expropriação dos minoritários, ou mesmo que, nesses casos, os altos montantes financeiros relacionados a uma eventual alienação do controle funcionariam como um inibidor para a transação, diminuindo-se também as vantagens dos majoritários em relação aos demais acionistas.

Em terceiro lugar, o grau de tangibilidade do ativo da companhia, variável que a maior parte dos estudos realizados sobre o tema não considerou até o momento, demonstra efeito negativo sobre o diferencial de preço. Isso porque ativos tangíveis podem ser monitorados de maneira mais fácil (também pelos minoritários), dessa forma, reduz-se a margem para os majoritários expropriarem os minoritários, por exemplo, em transações com partes relacionadas.

Além dos resultados discutidos, outro aspecto relevante é a qualidade das informações contábeis, a qual, em teoria, deveria exercer efeito negativo sobre a variável-objeto deste trabalho. Pois companhias que apresentem demonstrações contábeis mais transparentes e com maior qualidade deveriam possibilitar a redução da assimetria de informação entre majoritários e minoritários. Neste trabalho, a utilização do prêmio transparência concedido pela ANEFAC em conjunto com a FEA/USP, intrigantemente, não apresentou os resultados esperados.

Diferentemente dos demais trabalhos nacionais sobre o tema, o papel da qualidade das demonstrações contábeis como mitigador da assimetria de informação potencialmente existente entre acionistas controladores e minoritários foi, neste trabalho, explicitamente explorado com o intuito de verificar possível latente função como redutor do nível de benefícios privados oriundos do controle.

Desta forma, a investigação da relação entre qualidade contábil e benefícios privados do controle demonstra-se como potencial tema a ser explorado em pesquisas futuras. Além disso, apresenta-se como potencial de pesquisa futura, o estudo da relação negativa entre diferencial relativo de liquidez e de preço entre as classes de ações, uma vez que os mesmos resultados foram encontrados também por Camargos et al (2012) e Dornaus (2014).

Como limitação deste trabalho, convém ressaltar que, sendo a amostragem não probabilística, os resultados da pesquisa devem ficar restritos à amostra. Porém, as conclusões são válidas por contribuir com as discussões sobre o tema.

Por fim, o presente trabalho visa enriquecer as discussões qualitativas e quantitativas sobre o conflito de interesse entre majoritários e minoritários no Brasil.

Assim, posteriores resultados que confirmem (ou contestem) os resultados aqui obtidos devem contribuir na formulação de políticas e diretrizes públicas que fortaleçam a proteção de minoritários, bem como, o desenvolvimento do mercado de capitais.

REFERÊNCIAS

ALENCAR, Roberta C.; LOPES, Alessandro B. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, v. 45, p. 443-464, 2010.

BARCLAY, Michael J., HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. *Journal of Financial Economics* v. 25, 371-395, 1989.

BARROS, Pedro H. Competição no mercado de produtos, governança corporativa e desempenho das companhias. São Paulo: USP, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, Dissertação de Mestrado, 2010.

CAMARGOS, Marcos A.; CAMARGOS, Mirela C. S.; SALVATO, Marcio, A. Determinantes do dual-class premium de companhias brasileiras em anos recentes. In: XXXVI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração, 2012, Rio de Janeiro. Anais do XXXVI EnANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD, 2012.

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.

COFFEE, John C. A Theory of Corporate Scandals: Why the U.S. and Europe Differ. Columbia Law and Economics Working Paper n° 274. Mar. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=694581>>. Acesso em: 20 nov. 2014.

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>>. Acesso em: 2 nov. 2014.

DOIDGE, Craig. US cross listing and the private benefits of control: evidence from dual class firms. *Journal of Financial Economics*, 72 (3), 519-553, 2003.

DORNAUS, Rafael P. da 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. São Paulo: FGV, Escola de Economia de São Paulo, Dissertação de Mestrado, 2014.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private Benefits of Control: An International Comparison, NBER working paper 8711. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2002.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Control premiums and the effectiveness of corporate governance systems, *Journal of Applied Corporate Finance*, 2004

GUADALUPE, Maria; PERES-GONZALEZ, Francisco. The impact of product market competition on private benefits of control. 2010. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol13/papers.cfm?abstract_id=890814>. Acesso em: 15 out. 2014.

HIMMELBERG, Charles. HUBBARD, Glenn, PALIA, D. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, p. 353-384, 1999.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. Código de melhores práticas de governança corporativa, IBGC, 4 ed, 2009.

LEAL, Ricardo P. C. L.; SAITO, Richard. Finanças Corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*. v. 2, n. 2, 2003. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/raeel/v2n2/v2n2a05>>. Acesso em: 10 set. 2014.

LEAL, Ricardo P. C.; CARVALHAL DA SILVA, André L.; VALADARES, Silvia M. , Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LINCIANO, Nadia. Non voting shares and the value of control: impact of corporate regulation in Italy. Working paper 7203. Social Science Research Network, New York, NY. 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=410191>>. Acesso em: 2 nov. 2014.

NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil, Harvard University, Cambridge, 2001. Não Publicado. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=294064>>. Acesso em: 29 set. 2014.

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

NEUMANN, Robert. Price differentials between dual-class stocks: voting premium or liquidity discount? *European Financial Management* v. 9, p. 315-332, 2003.

ODEGAARD, Bernt A. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? Working paper 908859. Social Science Research Network, New York, NY. 2006. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=908859>>. Acesso em: 21 out. 2014.

RIBEIRO DA SILVA, Antonio C. Metodologia da pesquisa aplicada à contabilidade: orientações de estudos, projetos, artigos, relatórios, monografias, dissertações, teses. São Paulo: Atlas, 2003.

SAITO, Richard. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil, *Brazilian Reviews of Econometrics*, v. 23, n. 1, p. 77-109, 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.

SILVEIRA, Alexandre Di M.; LANZANA, Ana P.; BARROS, Lucas A. B.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *RAUSP. Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n.4, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di M. Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática. Rio de Janeiro, Elsevier, 2010.

SOUZA, Vitor F. Prêmio por controle no mercado brasileiro. São Paulo: FGV, Escola de Economia de São Paulo, Dissertação de Mestrado, 2014.

VALADARES, Silvia M. Três Ensaio sobre Mercado por Controle no Brasil. Rio de Janeiro: PUC-Rio, Depto de Economia, Tese de Doutorado, 1998.

VALADARES, Silvia M. Estimativa de valor de controle no Brasil. In BONOMO, M. org., *Finanças Aplicadas ao Brasil*, Rio de Janeiro. FGV Editora, p. 299-312, 2002.

VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo P. C. Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Introdução à econometria: uma abordagem moderna*. São Paulo, Cengage learning, 2006.

ZINGALES, Luigi. The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience. *Review of Financial Studies*, v. 62, p. 125-148. 1994.

ZINGALES, Luigi. What determines the value of corporate votes? *Quaterly Journal of Economics*, v. 110, p. 1047-1073. 1995.

ZINGALES, Luigi. In search of new foundations. *Journal of Finance*, American Finance Association, v. 55, p. 1623-1653. 2000.