

Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: Um Estudo com as Empresas Listadas no Nível Tradicional da BM&FBOVESPA

Risolene Alves de Macena Araújo (UFPB) - risolenee@hotmail.com

Livia Maria da Silva Santos (UFPB) - livia.marias@hotmail.com

Resumo:

No mercado de capitais brasileiro, as empresas são tradicionalmente de estrutura de propriedade concentrada, isto é, existe uma concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas. Essa característica ocasiona o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, onde cada um dos participantes do mercado tenta maximizar sua utilidade. Neste artigo, busca-se investigar os determinantes do grau de concentração acionária nas empresas de capital aberto listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA. Utilizou-se o modelo de efeitos aleatórios da Regressão Múltipla com dados em painel, para uma amostra de 92 empresas, no período de 2012 a 2014. Os resultados mostraram que todas as variáveis, ou seja, a instabilidade da rentabilidade, estrutura de capital e tamanho da empresa são negativamente correlacionadas com a concentração acionária. Constatou-se, também, que nenhuma das três variáveis independentes, usadas no estudo, é significativa estatisticamente, ou seja, não explica a concentração acionária.

Palavras-chave: *Estrutura de propriedade; Concentração acionária; Conflito de agência.*

Área temática: *Abordagens contemporâneas de custos*

Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: Um Estudo com as Empresas Listadas no Nível Tradicional da BM&FBOVESPA

RESUMO

No mercado de capitais brasileiro, as empresas são tradicionalmente de estrutura de propriedade concentrada, isto é, existe uma concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas. Essa característica ocasiona o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, onde cada um dos participantes do mercado tenta maximizar sua utilidade. Neste artigo, busca-se investigar os determinantes do grau de concentração acionária nas empresas de capital aberto listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA. Utilizou-se o modelo de efeitos aleatórios da Regressão Múltipla com dados em painel, para uma amostra de 92 empresas, no período de 2012 a 2014. Os resultados mostraram que todas as variáveis, ou seja, a instabilidade da rentabilidade, estrutura de capital e tamanho da empresa são negativamente correlacionadas com a concentração acionária. Constatou-se, também, que nenhuma das três variáveis independentes, usadas no estudo, é significativa estatisticamente, ou seja, não explica a concentração acionária.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade; Concentração acionária; Conflito de agência.

Área Temática: Abordagens Contemporâneas de Custos.

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência se baseia na relação contratual, na qual o principal encarrega o agente de prestar algum serviço em seu benefício, delegando certos poderes de decisão, segundo Jensen e Meckling (1976). Em outras palavras, tal teoria visa explicar as relações contratuais existentes entre o principal e agente, tendo em vista que ambos possuem seus próprios interesses, que nem sempre estão convergindo. De um lado, tem-se o principal buscando a maximização da sua riqueza, do outro, o agente buscando maximizar a sua utilidade.

Brizola (2004) menciona que, assumindo-se que as partes buscam a maximização dos seus interesses individuais, é de se esperar que o agente não vá agir sempre em busca do interesse do principal. A divergência de interesses originam os problemas de agência, que segundo Eisenhardt (1989), podem ser causados, dentre outros fatores, pela assimetria da informação existente entre eles. A assimetria se manifesta pelo fato de uma das partes do contrato (agente) ter informação privilegiada em detrimento da outra parte (principal). Corroborando isso, Marques et al. (2012) enfatizam que a assimetria informacional ocorre quando dois ou mais agentes econômicos estabelecem entre si uma transação econômica com uma das partes envolvidas possuindo informações que são, qualitativa e quantitativamente, superiores aos da outra parte.

Dessa forma, Nossa, Kassai e Kassai (2000) mencionam que o principal procurará estar cercado de garantias para impedir que seus interesses sejam prejudicados. Ou seja, ele utilizará mecanismos com o objetivo de supervisionar as ações do agente de forma a prevenir e solucionar conflitos, tendo em vista a assimetria da informação. Para tanto, será necessário incorrer alguns gastos chamados de custos de agenciamento. De acordo com Cosenza, Alegría e Laurencel (2011), o objetivo desses custos é o de minimizar os desvios de comportamento do agente diante dos interesses do principal.

Dentre os custos de agência, está a Governança Corporativa. Silveira, Barros e Famá (2008) afirmam que os mecanismos de governança corporativa consistem em instrumentos para a redução dos custos decorrentes do problema de agência, minimizando a perda de valor

de mercado proveniente de conflitos de interesse entre tomadores de decisão e investidores de uma empresa. Para tanto, será necessário, conforme expõem Dami, Rogers e Ribeiro (2007), o estabelecimento de mecanismos de controle para que o processo de governança institua-se de forma a harmonizar os interesses das partes envolvidas com as operações da empresa. Segundo Dami, Rogers e Ribeiro (2007), há os mecanismos externos e internos às corporações, de governança corporativa, sendo os externos: o mercado de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo e padrões contábeis exigidos; já os internos são: conselho de administração, sistema de remuneração dos executivos e a estrutura de propriedade.

A estrutura de propriedade, consoante Balassiano (2012), se refere à estrutura societária da empresa, indicando o percentual de ações de um acionista em relação ao total de ações da organização, assim como a relação entre a quantidade de recursos alocados por acionistas internos (gestores da companhia) e externos (investidores sem atuação na gestão). De acordo com Hahn et al. (2010), a concentração acionária consiste na centralização do poder nas mãos dos acionistas controladores, influenciando, assim, diversas decisões que ocorrem na administração das empresas. Ou seja, a concentração acionária ocorre quando a posse das ações de uma empresa está sob o controle de um número pequeno de acionistas.

Tradicionalmente, o mercado de capitais brasileiro possui uma estrutura de capital eminentemente concentrada, isto é, alta concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas (RODRIGUES, 2012; DALMÁCIO; CORRAR, 2007), diferente do que ocorre nos países anglo-saxões, que possuem uma estrutura pulverizada.

Diversas pesquisas investigaram os fatores determinantes ou os atributos corporativos da concentração acionária. Dentre eles, encontram-se os trabalhos de Dami, Rogers e Ribeiro (2007), onde afirmam que a teoria da firma coloca que forças como o tamanho da firma, a instabilidade do mercado e a estrutura de capital cumprem papel relevante sobre o grau de concentração de propriedade; de Demsetz e Lehn (1985), no qual argumentaram que a concentração acionária pode ser determinada pelas características da empresa ou dos setores em que atuam, como o tamanho, o risco e a regulação; e o trabalho de Silveira, Barros e Famá (2008), que afirmaram que fatores como porte da empresa, o nível do fluxo de caixa livre, o desempenho e o tipo do controlador acionista.

A presença de acionistas controladores, consoante Shleifer e Vishny (1997) e La Porta et al. (1998), reduz a possibilidade dos gestores possuírem o controle efetivo da empresa em decorrência do reduzido poder individual dos acionistas, devido à pequena parcela da propriedade, buscando, dessa forma, a minoração da probabilidade de expropriação dos acionistas por parte dos gestores.

Por outro lado, Silveira (2002) aponta que a alta concentração da propriedade e do controle das companhias, combinada com a baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores. Okimura, Silveira e Rocha (2007) complementam o que foi mencionado anteriormente, afirmando que o poder de controle, que um acionista controlador pode ter, possibilita o uso dos recursos da organização em benefício próprio, em detrimento dos demais, que acabam arcando parcialmente com os custos.

Em virtude disso, dentre tantos requisitos exigidos para que uma empresa possa aderir a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (criados pela BM&FBOVESPA para atender os diferentes perfis das empresas, ao proporcionar melhorias às organizações, inclusive atrair novos investidores, além de reduzir o risco do investimento, ao assegurar direitos e garantias aos acionistas e divulgação de informações mais completas), está a adoção de uma estrutura de capital pulverizada. Considerando os conflitos originários da alta concentração acionária, Abreu e Dias Filho (2013) arrazoam que o controle difuso da companhia resultaria em maior demanda por uma gestão eficiente dos negócios, fazendo com

que a dispersão acionária fosse incluída dentre as diretrizes estabelecidas como “melhores práticas” de governança corporativa.

Sendo assim, considerando que, teoricamente, as empresas pertencentes a um dos níveis diferenciados de governança corporativa possuem uma estrutura de capital pulverizada e que alguns fatores são considerados determinantes para a existência da concentração acionária, levanta-se o seguinte questionamento: **Quais são os determinantes do grau de concentração acionária das empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA?**

O objetivo desta pesquisa é analisar quais são os determinantes do grau de concentração acionária das empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA. O presente trabalho se justifica pela importância do desenvolvimento de pesquisas que tratam da estrutura de propriedade, mais especificamente, a concentração de propriedade, tendo em vista o seu impacto no valor e desempenho das empresas; e, também, das empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA, pelo fato de existir um grande volume de empresas nesse nível, as quais não precisam atender aos requisitos de governança corporativa, quanto à dispersão do controle acionário.

O trabalho se inicia, na seção 2, com uma breve revisão da literatura e o desenvolvimento das hipóteses. As seções 3, 4 e 5 referem-se aos procedimentos metodológicos, à análise dos resultados e às considerações finais, respectivamente. Na última seção, encontram-se as referências bibliográficas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Concentração Acionária

Estrutura de propriedade é a forma como a empresa está distribuída em relação aos seus proprietários sob um determinado ambiente legal, respondendo ao desequilíbrio do direito do fluxo de caixa e o direito de controle (direito a voto). É, inclusive, considerada como importante mecanismo de governança corporativa para intermediar o conflito de interesses na relação contratual (HARRIS; RAVIV, 1988; SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS et al, 2000).

A discussão sobre conflito entre acionistas e gestores foi um ponto forte no trabalho desenvolvido por Jensen e Meckling (1976), ao definirem um relacionamento de agência como “um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – engajam outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para a tomada de decisão pelo agente”. Todavia, cada um tende a maximizar sua utilidade em detrimento do outro, perpetuando o conflito da agência. Do lado do acionista, isso incorre em custos de monitorização das atividades dos executivos, por meio de incentivos contratuais, elaboração periódica de diversos tipos de relatórios e realização de auditorias, que chegam a interferir nas decisões em relação à gestão, investimentos e financiamentos da empresa (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008).

De acordo com Procianny e Schnorrenberger (2002), as decisões relacionadas à estrutura de capital, ou seja, a forma como a empresa será financiada, está muito ligada às características dos gestores em relação ao risco. Nas empresas com controle acionário concentrado, a exemplo do Brasil, os gestores são mais avessos ao risco financeiro, o que justifica baixos níveis de endividamento e o fato de ser financiada, em sua grande maioria, por capital próprio.

Quanto à identificação do nível de concentração acionária, Pedersen e Thomsen (1997), o categorizaram em três tipos: (a) Concentração Dispersa: quando o maior acionista detém menos de 20% do controle, independentemente do proprietário; (b) Dominante: quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e (c) Majoritária: quando o maior

acionista detém mais de 50% do controle. Leal, Silva e Valadares (2002) ressaltam que poucos países se caracterizam por possuírem empresas com propriedade difusa, ou seja, marcadas por grande número de pequenos acionistas, onde cada um possui uma parcela muito pequena do capital. Ademais, tal característica pode ser observada nos países de tradição anglo-saxã, onde há concentração de grandes corporações (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Nesse contexto, ao analisar a estrutura de propriedade, Demsetz e Lehn (1985) atribuem causas (instabilidade do mercado, tamanho da empresa e estrutura de capital) e consequências (custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas) do grau de concentração acionário. Endossando, Morck, Shleifer e Vishny (1988) afirmam que existe na relação do grau de concentração e o valor da firma, uma vantagem com a concentração acionária até certo nível, já que os interesses dos gestores se equiparariam aos interesses dos acionistas. Porém, ao passar desse ponto, podem ocorrer atitudes oportunistas dos gestores, dado a grande participação dos votos, ocasionando expropriação dos acionistas e reduzindo o valor de mercado da firma.

2.2 Estudos Anteriores

Diversos estudos internacionais e nacionais foram realizados com enfoque na estrutura de propriedade das empresas. Dentre os internacionais, encontra-se o de Demsetz e Lehn (1985), onde estudaram a estrutura de propriedade de 511 empresas norte-americanas. Quanto aos resultados, os autores observaram que a estrutura de propriedade varia sistematicamente de forma consistente com a maximização de valor para a empresa e que fatores, como o tamanho da empresa, a instabilidade da taxa de lucro e se a empresa é uma instituição financeira ou não regulamentada, podem explicar essa variação.

Bouvatier, Lepetit e Strobel (2014) examinaram se a forma como os bancos podem usar a provisão para perdas dos empréstimos para suavizar os lucros é influenciada pela sua concentração acionária e pelo ambiente regulatório. Os resultados apontaram que os bancos com uma maior propriedade concentrada usam de forma discricionária a provisão para perdas dos empréstimos para suavizar os lucros, o que não acontece com os de baixa concentração. Observou-se que tal comportamento é menos evidente em países com forte regime de supervisão ou maior qualidade da auditoria externa.

Dami, Rogers e Ribeiro (2007), a partir de uma pesquisa feita com 176 empresas brasileiras não-financeiras, listadas na Bovespa, entre os anos de 1997 a 2001, investigaram se existem diferenças de rentabilidade, valor de mercado, estrutura de capital, risco e tamanho do ativo em relação ao grau de concentração acionária. Os resultados mostraram que não há uma diferença significativa entre eles, e que em mercados instáveis há maior concentração de propriedade pela relação de dependência entre performance e concentração acionária.

Já Silveira, Perobelli e Barros (2008), ao estudar 154 empresas, de 17 setores de atividade, com ações negociadas na Bovespa, verificaram se há uma influência das práticas de governança corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital. Dentre os principais resultados, está o fato de haver significativa influência, com sentido positivo, das práticas de governança corporativa sobre a alavancagem financeira, em particular daquelas relacionadas com a estrutura de propriedade e conselho de administração, sugerindo que a governança pode ser determinante relevante da estrutura de capital.

2.3 Desenvolvimento das hipóteses da pesquisa

2.3.1 Instabilidade da Rentabilidade

Siqueira (1998) afirma que a instabilidade da rentabilidade exerce influência sobre a concentração de propriedade, tendo em vista o conflito de interesses entre gestores e proprietários, sendo esse conflito maior ou menor dependendo da instabilidade dos mercados, que, associado com mudanças de preços, tecnologia e *market-share*, provocaria o aumento da concentração da propriedade, podendo, também, reduzir a liberdade de monitoramento dos gestores.

Sendo assim, Siqueira (1998) afirma ainda que uma elevada variação da rentabilidade durante certo período poderia conferir o aumento do conflito entre administradores e proprietários e provocar, conseqüentemente, uma mudança na estrutura de propriedade, ou seja, na medida em que os mercados possuem elevada instabilidade, o grau de concentração da propriedade tende a ser elevado.

H₁ – Há relação entre concentração acionária e instabilidade da rentabilidade das empresas do nível tradicional.

Assim, baseado em estudos anteriores (DEMSETZ; LEHN, 1985; SIQUEIRA, 1998; DAMI et al., 2007), será utilizada como *proxy* da instabilidade da rentabilidade, o desvio-padrão da rentabilidade patrimonial (INST) para o período em análise.

2.3.2 Estrutura de Capital

A estrutura de capital afeta negativamente ou positivamente a concentração acionária. Segundo Pedersen e Thomsen (1997), existe uma relação negativa entre o aumento do capital próprio com a concentração acionária, resultante do desejo dos acionistas controladores compartilharem os riscos com os demais investidores. Já em estudos realizados no Brasil, cuja característica da estrutura de propriedade é mais concentrada, Siqueira (1998) afirma existir uma relação positiva com a concentração acionária.

H₂ – Há relação entre concentração acionária e estrutura de capital das empresas do nível tradicional

Com isso, será considerada como *proxy* para a variável o valor do patrimônio líquido sobre o ativo total.

2.3.3 Tamanho da Empresa

De acordo com Siqueira (1998), as empresas de grande porte podem ser associadas com elevados custos de capital e com alto risco de manutenção do grau de concentração do controle acionário - em função da aversão ao risco, as grandes empresas tenderiam a apresentar uma baixa concentração da propriedade. Demsetz e Lehn (1985) explicitam, ainda, que o tamanho das companhias varia dentro do setor, de modo que, quanto maior o tamanho viável da empresa, dependendo de sua posição e competitividade em seu mercado, maior a disponibilidade de recursos, e maior o valor de mercado de uma parcela de sua propriedade.

H₃ – Há relação entre concentração acionária e tamanho da empresa das empresas do nível tradicional.

Como proxy do tamanho da empresa, será utilizado o log do ativo total.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa busca analisar quais são os determinantes do grau de concentração acionária das empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA, no período de 2012 a 2014.

A pesquisa se classifica como teórico-empírica, tendo em vista que, a partir de testes aplicados, buscou-se comprovar o que está declarado na teoria. Utilizou-se a abordagem quantitativa, onde foi aplicada a análise de regressão com dados em painel, com o propósito de verificar se existe uma relação entre a variável que representa a concentração acionária e as variáveis de instabilidade do mercado, estrutura de capital e tamanho da empresa.

Quanto às variáveis da pesquisa, a concentração acionária (CA) é a variável dependente, sendo o percentual de ações ordinárias, em posse do maior acionista controlador, a *proxie* utilizada para tal variável, conforme estudos realizados por Gedajlovic e Shapiro (1998), Okimura, Silveira e Rocha (2007), e Silveira *et al* (2008). Utilizou-se as seguintes variáveis independentes: instabilidade da rentabilidade (INST), estrutura de capital (ESTCP) e tamanho da empresa (TAM).

Dessa maneira, o modelo econométrico assim se apresenta:

$$CA_{i,t} = \alpha + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 ESTCP_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} \varepsilon \quad (1)$$

Para a definição da amostra, foi utilizado o banco de dados da Economática®, que continha, no final do exercício de 2014, o cadastro de 627 empresas de capital aberto, sendo apenas 247 classificadas como do nível tradicional, conforme listagem da BM&FBOVESPA.

Ao realizar a seleção, foram consideradas as empresas cadastradas na Economática®, que possuíam o volume de informações financeiras e patrimoniais necessárias para construção das variáveis *proxy*. Excluída as instituições financeiras, tendo em vista possuírem características próprias, que prejudicariam a comparação dos resultados, chegou-se a uma amostra de 92 empresas, para uma análise de três anos. Ressalte-se que os dados do anúncio da composição acionária das empresas variam e, às vezes, são emitidos mais de uma vez durante um ano, por isso foram considerados os anúncios nas datas mais próximas ao dia 31 de dezembro de cada ano.

Após a coleta dos dados para a determinação dos valores assumidos pelas variáveis de pesquisa, os mesmos foram organizados e tabulados em planilhas eletrônicas, utilizando o *software Microsoft Excel*.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados da análise dos dados. Em primeiro lugar, realizou-se uma análise descritiva das variáveis, com o objetivo de observar o comportamento das variáveis e a associação entre elas. Em seguida, foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel, a fim de analisar as hipóteses da pesquisa. Sousa et al. (2014) afirmam que os dados em painel representam uma ótima ferramenta para análise das relações entre as variáveis, haja vista que permitem controlar o efeito de fatores não observáveis na variável resposta.

Na tabela 1, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis estudadas (média, variância e desvio padrão). Observando o desvio padrão das variáveis, percebe-se que algumas variáveis, tais como a instabilidade e a estrutura de capital, apresentam uma maior dispersão dos dados em torno da média. Além disso, verifica-se que a instabilidade apresentou a menor média entre as variáveis (-0,05516).

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis

Variáveis	Média	Variância	Desvio-Padrão
CA	0,59062	0,07676	0,27705
INST	-0,05516	14,71098	3,83549
ESTCP	-0,43660	24,05445	4,90453
TAM	13,28521	6,95319	2,63689

Fonte: Estimção Própria, 2016.

Quanto à correlação entre as variáveis, medida que avalia se duas variáveis estão relacionadas entre si, averiguou-se que a concentração acionária está correlacionada negativamente com todas as variáveis do estudo, ou seja, com a instabilidade da rentabilidade, com a estrutura de capital e o tamanho da empresa, conforme tabela 2. Ou seja, se as variáveis independentes variam num sentido, CA varia no sentido contrário. Destaca-se que há um maior grau de relacionamento negativo entre CA e a variável independente TAM.

Tabela 2: Coeficientes de Correlação de Spearman

Variáveis	CA	INST	ESTCP	TAM
CA	1,0000			
INST	-0,0063	1,0000		
ESTCP	-0,0715	-0,0238	1,0000	
TAM	-0,1718	-0,0299	0,3602	1,0000

Fonte: Estimção Própria, 2016.

Com o objetivo de testar as hipóteses da pesquisa, utilizou-se o modelo de efeito aleatório de regressão com dados em painel, após o teste de Hausman o ter indicado como o modelo mais apropriado a ser utilizado, considerando que não houve rejeição da hipótese nula (H_0 : modelo de efeitos aleatórios; H_1 : modelo de efeitos fixos). Segundo Gujarati e Porter (2011), o referido teste consiste em comparar dois conjuntos de estimativas com diferentes coeficientes não significativos estatisticamente, tendo em vista a não rejeição da hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado.

Dessa forma, tem-se o modelo empírico de regressão demonstrado na tabela 3.

Tabela 3: Resultados do Modelo de Regressão com Dados em Painel (Efeitos Aleatórios)

Variável	Coeficiente	Estatística de teste	P-Value
$CA_{i,t} = \alpha + \beta_1 INST_{i,t} + \beta_2 ESTCP_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \epsilon$			

Constante	0,6432	8,04000	0,00000
INST	-0,0005	-0,09000	0,99280
ESTCP	0.0002	0,24000	0,80900
TAM	-0,0040	-0,71000	0,48000

Fonte: Estimação Própria, 2016.

No que se refere à avaliação das hipóteses da pesquisa, Cunha e Ribeiro (2008) afirmam que os coeficientes das variáveis que são significativamente diferentes de zero explicam melhor as variações da variável dependente. Outro ponto a destacar é que o sinal positivo dos coeficientes indica que há uma maior probabilidade da concentração acionária ser concentrada; já quando for negativo, há uma maior probabilidade da estrutura de propriedade ser menos concentrada.

Os resultados do modelo apontam que nenhuma das variáveis independentes (INST, ESTCP e TAM) obteve significância estatística a 1%, 5% ou 10%, em relação a variável dependente controle acionário (CA), conforme observado na tabela 3. Em outras palavras, nenhuma das variáveis independentes do modelo são fatores determinantes do grau de concentração acionária das empresas do nível tradicional listadas na BM&FBOVESPA. Sendo assim, com base na análise dos resultados dos testes, segue a análise detalhada dos resultados das hipóteses:

H₁ - Há relação entre concentração acionária e instabilidade da rentabilidade nas empresas do nível tradicional.

Haja vista que a variável INST não apresentou significância estatística, se rejeita a hipótese de que existe uma relação entre concentração acionária e instabilidade da rentabilidade. O resultado foi similar ao encontrado no trabalho de Dami, Rogers e Ribeiro (2007), no qual indicou que não há nenhuma relação entre o grau de concentração e rentabilidade do patrimônio líquido. Entretanto, divergiu do resultado das pesquisas de Demsetz e Lehn (1985) e Pedersen e Thomsen (1997), que mostrou haver uma relação entre as variáveis, ou seja, quanto maior a instabilidade, maior a concentração acionária.

H₂ - Há relação entre concentração acionária e a estrutura de capital das empresas do mercado tradicional.

O resultado encontrado para variável de estrutura de capital (ESTCP) analisada mostra que a mesma teve um coeficiente (0,0002) positivo e não significativo (p-valor 0,80900) sobre a variável dependente concentração acionária (CA). No entanto, era esperado, uma significância estatística da variável ESTCP em relação a concentração, tendo para níveis mais alto de concentração acionária, menor endividamento com terceiros, em virtude das características da estrutura de capital das empresas tradicionais brasileiras.

Dessa forma, o resultado refuta alguns trabalhos realizados (PEDERSEN; THOMSEN, 1997; PROCIANOY; SCHNORRENBERGER, 2002), que afirmam existir uma relação negativa e significativa entre as variáveis, ocasionada pelo desejo dos acionistas controladores compartilharem os riscos com os demais investidores; e contrasta também com as evidências obtidas por Siqueira (1998), onde constatou uma relação positiva e significativa, ao analisar a realidade brasileira. Por outro lado, assemelha-se com resultados obtidos por

Dami (2009) que não encontrou significância estatística entre a estrutura de capital e a contração acionária.

Logo, a não significância apresentada pela variável ESTCP no teste, permite rejeitar a hipótese de que há relação entre concentração acionária e a estrutura de capital das empresas do mercado tradicional.

H₃ - Há relação entre concentração acionária e o tamanho da empresa no mercado tradicional.

A variável tamanho (TAM) obteve coeficiente negativo (-0,0040) e não significativo (p-valor 0,48000) em relação a variável dependente concentração acionária (CA). Resultado se assemelha ao estudo empírico realizado por Dami (2007), o qual aponta não existir relação significativa entre o tamanho da empresa e a concentração acionária. Porém, se diverge do resultado obtido por Siqueira (1998), que evidenciou uma relação positiva e significativa entre tamanho da firma e grau de concentração do controle acionário, dado a característica do mercado de capitais brasileiro; e do trabalho Demsetz e Lehn (1985), onde apresentam evidências de uma relação negativa e significativa entre as variáveis. Contudo, pelos testes empregados, as evidências estatísticas permitem, a 10%, rejeitar a hipótese de que há relação entre concentração acionária e o tamanho da empresa do mercado tradicional.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo analisar quais são os determinantes do grau de concentração acionária das empresas listadas no nível tradicional da BM&FBOVESPA, entre 2012 e 2014. Estudos desenvolvidos sobre o tema (DAMI, ROGERS & RIBEIRO, 2007; DEMSETZ & LEHN, 1985; SILVEIRA, BARROS & FAMÁ, 2008) apontam que fatores como porte da empresa, desempenho, instabilidade da rentabilidade, estrutura de capital, dentre outros, são fatores que explicam a concentração acionária das empresas.

Analisando a estatística descritiva das variáveis, observou-se que as variáveis instabilidade da rentabilidade e a estrutura de capital apresentam uma maior dispersão dos dados em torno da média, sendo a instabilidade, a variável com a menor média entre as variáveis.

Respaldo nos testes realizados e no exame das hipóteses, verificou-se que, nos três anos em análise, todas as variáveis independentes, ou seja, a instabilidade da rentabilidade, a estrutura de capital e o tamanho da empresa, são negativamente correlacionadas com a concentração acionária. Saliente-se que o tamanho da empresa foi a variável com o maior grau de relacionamento negativo com a concentração acionária (-0,1718).

Além disso, a partir do uso do modelo de efeitos aleatórios da regressão com dados em painel, constatou-se que nenhuma, das três variáveis independentes usadas no estudo, é significativa estatisticamente, ou seja, não explica a concentração acionária. Portanto, todas as hipóteses da pesquisa foram rejeitadas.

Ressalte-se, entretanto, que o não relacionamento entre as variáveis da pesquisa pode ter ocorrido devido às limitações da pesquisa, tais como o tamanho da amostra e algumas particularidades do período analisado.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, E. S.; DIAS FILHO, J. M. Segmentos especiais da BM&FBOVESPA e dispersão acionária: Boa governança corporativa ou isomorfismo institucional? **Revista de Negócios**, Blumenau/SC, v. 18, n. 2, p. 62-80, abr./jun. 2013.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. 79 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.

BOLSA de Mercadoria e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Mercado Tradicional. 2015. Recuperado entre 25 de jul. a 30 de jul., 2015, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

BOUVATIER, V.; LEPETIT, L.; STROBEL, F. B. Income Smoothing, Ownership Concentration and the Regulatory. **Journal of Banking & Finance**, v. 41, p. 253-270, 2014.

BRISOLA, J. Teoria do Agenciamento na Contabilidade a Contabilidade e o Processo de Comunicação. **ConTexto**, Porto Alegre/RS, v. 4, n. 7, jul./dez. 2004.

BRITO, A. S. B.; CORRAR, L. J; BATISTELLA, F. D.. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n.43, p.9-19, jan./abr. 2007.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1/2, p. 81-112, 2000.

COSENZA, J. P.; ALEGRÍA, A. I. Z.; LAURENCEL, L. C. Implicações da Caracterização Principal-Agente nas Abordagens de Preços de Transferência. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte/MG, v. 22, n. 3, p. 127-162, jul./set. 2011.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação Voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração – eletrônica**, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 1-23, jan./jun. 2008.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A Concentração do Controle Acionário e a Política de Dividendos das Empresas Listadas na BOVESPA: Uma Abordagem Exploratória à Luz da Teoria de Agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 16-29, set./dez. 2009.

DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, jul./de. 2007.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, vol. 93, n. 6, p. 1155-1177, 1985.

EISENDHART, K, E. Agency Theory: an assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, p. 57-74, 1989.

HAHN, A. V. et al. Um Estudo Sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte/MG, v. 21, n. 3, p. 15-48, jul./set. 2010.

HARRIS, M; RAVIV, A. Corporate Governance: Voting Rights anti Majority Rules. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 203-235, jan./mar. 1988.

HARRIS, M.; RAVIV, A.. The theory of capital structure. **Journal of Finance**, v.46, n.1, mar. 1991.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

LA PORTA, R.; SILANES, F. L.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, abr. 1999.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

MARQUES, A. et al. Informação Assimétrica e Falhas de Mercado. Disponível em: <<https://efinfatecsor.wordpress.com/category/informacao-assimetrica-e-mercado/>>. Acesso em: 28 jul. 2015.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1, p. 293-315, 1988.

NOSSA, V.; KASSAI, J. R.; KASSAI, S. A Teoria do Agenciamento e a Contabilidade. In: Encontro da ANPAD, 24, 2000, Florianópolis/SC. **Anais...** Santa Catarina: 2000.

OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil. 120 p. Dissertação de Mestrado em Administração. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, jan./abr. 2007.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, p.759-778, 1997.

PROCIANOY, J. L.; SCHNORRENBERGER, A. A influência da estrutura de controle nas decisões de estrutura de capital das companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v. 58, n. 1, p. 121-146, 2004.

RODRIGUES, A. C. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p. 107-128, dez. 2012.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, Rio de Janeiro, v. 48, n. 2, p. 79 – 86, abr./jun. 2008.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 22, n. 2, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SILVEIRA, A. D. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. 2002. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. D.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos Corporativos e Concentração Acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 51-66, abr./jun. 2008.

SILVEIRA, A. D.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba/PR, v. 12, n. 3, p. 763-788, jul./set. 2008.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*. Rio de Janeiro, v. 5, nº 10, p.37-62, dez. 1998.

SOUSA, C. B. et al. Valor de Mercado e *Disclosure* Voluntário: Estudo Empírico em Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, Natal/RN, v. 6, n. 2, p. 94-115, jul./dez. 2014.