
O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras

*Eduardo Senra Coutinho
Hudson Fernandes Amaral
Luiz Alberto Bertucci*

RESUMO

Diversas pesquisas foram desenvolvidas sobre as implicações da separação entre controle e propriedade das firmas que, em sua maior parte, estiveram associadas aos efeitos dos níveis de concentração da propriedade e da presença de acionistas *insiders*. Mais recentemente, as pesquisas foram direcionadas para a identificação do impacto da presença de investidores institucionais no desempenho das firmas. A discussão sobre a governança das empresas emerge de uma preocupação dos investidores em geral quanto à gestão dos ativos das firmas e, conseqüentemente, quanto às perspectivas de retorno de seus investimentos. Como as pesquisas no Brasil têm-se concentrado em verificar características das empresas que contam com investidores institucionais em seu quadro societário, neste trabalho procurou-se ampliar o escopo e identificar, por meio da utilização da metodologia proposta por Markowitz (1952), se a presença de outros segmentos exercendo controle sobre as companhias abertas promove impacto detectável nas condições de retorno e risco de suas ações. Os resultados do estudo apontam para uma predominância dos *portfolios* constituídos por empresas cujo controle é exercido por grupos familiares quando comparados a *portfolios* de empresas controladas por investidores institucionais, governos ou sem uma estrutura de controle bem definida.

Palavras-chave: custos de agência, governança corporativa, estrutura de propriedade, risco, retorno.

1. INTRODUÇÃO

O estudo da estrutura de propriedade das companhias abertas tem sua relevância resultante da análise do comportamento dos agentes ante o risco. Os benefícios de controlar uma dada companhia são contrapostos ao maior risco oriundo da concentração de recursos em determinadas ações.

Há evidências empíricas de que o exercício do controle no Brasil é financeiramente benéfico, uma vez que o prêmio por esse controle apresenta altos

Recebido em 15/abril/2004
Aprovado em 29/junho/2005

Eduardo Senra Coutinho, Doutorando em Administração no Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD) da Faculdade de Ciências Econômicas (FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (CEP 30170-120 — Belo Horizonte/MG, Brasil), é Professor das Faculdades Ibmec de Minas Gerais.
E-mail: eduardocoutinho@bol.com.br
Endereço:
Faculdades Ibmec Minas Gerais
Rua Paraíba, 330 — Térreo
30130-140 — Belo Horizonte — MG

Hudson Fernandes Amaral, Doutor em Administração pela *Université Pierre Mendès France* — Grenoble II — Ecole Supérieure de Affaires (Grenoble, França), é Chefe do Departamento de Ciências Administrativas e Professor Adjunto do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD) da Faculdade de Ciências Econômicas (FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (CEP 30170-120 — Belo Horizonte/MG, Brasil).
E-mail: hfamaral@face.ufmg.br

Luiz Alberto Bertucci, Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, é Professor Adjunto do Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração (CEPEAD) da Faculdade de Ciências Econômicas (FACE) da Universidade Federal de Minas Gerais (CEP 30170-120 — Belo Horizonte/MG, Brasil).
E-mail: bertucci@face.ufmg.br

níveis. Além disso, há elevada concentração de propriedade. Em outras palavras, o controlador normalmente detém um volume de ações com direito a voto superior ao necessário para exercer o controle e faz uso constante da emissão de ações sem direito a voto como forma de captação de recursos. Outro aspecto importante da estrutura de propriedade concentrada é o potencial problema de agência entre o acionista controlador e os minoritários.

Do ponto de vista do investidor, a importância do tema está relacionada ao efeito do comportamento tanto do retorno quanto do risco, uma vez que a maximização de sua utilidade contempla essas duas dimensões.

Deve-se ressaltar também o processo de reorganização da produção pelo qual passaram o mundo e o Brasil, resultando em uma nova configuração dos mercados e das estruturas econômicas. Essas mudanças provocaram um reordenamento na estrutura patrimonial que certamente está gerando efeitos sobre os resultados das corporações. Dessa forma, faz-se necessário verificar se a configuração da estrutura de propriedade exerce efeitos detectáveis no desempenho das empresas para sinalizar aos investidores quais resultados efetivos foram e podem ser esperados em termos de valorização das empresas.

Diante do exposto, o objetivo neste artigo é verificar se a estrutura de propriedade reflete-se no retorno das ações, uma vez que o bom desempenho sinaliza a ocorrência de fluxos de caixa positivos no futuro, o que impacta diretamente na avaliação das ações da firma e na sua atratividade no mercado de capitais, bem como nas suas condições de risco.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. O valor da empresa e a eficiência de mercado

Em contraposição ao modelo clássico, que prevê a existência de uma combinação específica entre capital próprio e de terceiros que maximiza o valor da firma, Modigliani e Miller (1958) postularam a irrelevância da estrutura de capital para a determinação do valor da firma. O modelo é construído levando-se em consideração uma série de premissas que, embora simplifiquem a realidade, permitem seu desenvolvimento e validação. Essas premissas configuram aquilo que se convencionou chamar de mercado perfeito.

Assim, os autores afirmam que o valor da empresa não está relacionado à decisão quanto à estrutura de capital adotada, mas, sim, ao retorno esperado de seus ativos. Os fluxos de caixa futuros gerados pela empresa é que irão determinar seu valor e não a simples escolha de uma proporção estática entre capital próprio e de terceiros. A importância do endividamento deriva do risco a ele associado.

No que diz respeito às companhias de capital aberto, a cotação de suas ações no mercado resulta de um consenso momentâneo entre comprador e vendedor. Naturalmente, as partes integrantes nessas negociações utilizam um conjunto de infor-

mações que possibilita a avaliação criteriosa do valor de uma firma. Essa avaliação está intrinsecamente ligada à eficiência informacional no mercado de capitais. A correspondência do valor de mercado e do valor ativo, obtido a partir dos fluxos de caixa futuros, depende do grau de eficiência do mercado de capitais no qual é transacionado.

Essa eficiência, segundo Fama (1970), não pode ser determinada de forma linear. Trata-se de um conceito muito amplo e, portanto, vago. O preço das ações reflete as informações disponíveis em ambientes diferenciados e em níveis igualmente distintos. Além disso, a rapidez com que o preço das ações ajusta-se a novas informações também constitui um elemento decisivo da eficiência de determinado mercado de capitais.

Partindo dessas premissas, Fama (1970) estratifica a eficiência de mercado em três níveis: forma fraca, forma semiforte e forma forte. A forma fraca indica que o preço das ações incorpora as informações históricas disponíveis sobre seu valor e seus retornos ocorridos no passado. A semiforte, por seu turno, associa as informações históricas a anúncios públicos como endividamento, aquisições, política de dividendos, entre outros. Os testes de verificação dessa forma de eficiência apuram se os preços das ações refletem completamente todos os dados obviamente públicos. Isso é realizado mediante os chamados testes de evento. A validade da proposição é dada pela acumulação de cada evidência obtida em cada teste individual.

Finalmente, ainda segundo Fama (1970), o mercado é eficiente em sua forma forte quando o preço das ações incorpora, além dos aspectos determinantes nas duas formas anteriores, as informações ditas privilegiadas. Assim, nenhum indivíduo obteria lucros superiores à média do mercado pelo acesso monopolístico a alguma informação.

Especificamente em relação ao caso brasileiro, Muniz (1980), Brito (1985), Amaral (1994), Schiell (1996) e Perobelli e Ness (2000) realizaram estudos nos quais foram constatadas as formas fraca e semiforte de eficiência, para citar alguns exemplos.

Além disso, conforme Ceretta (2001), a existência de mercados cada vez mais abertos a qualquer tipo de público promove ajuste mais preciso dos preços às informações disponíveis. A facilidade de acesso de investidores domésticos e internacionais promove maior volume de informações e maior rapidez em seu fluxo, o que proporcionaria uma maior convergência entre o valor de mercado e o preço justo das ações.

2.2. A teoria da firma e o custo de agência

Independentemente dos determinantes do valor da firma, é certo que as decisões de investimento, de financiamento e de distribuição de resultados estão intimamente ligadas a esse aspecto. Dessa forma, a eficiência na gestão dos ativos percebida pelo mercado constitui um elemento importante, uma vez que analistas utilizam os dados divulgados pela firma como base para a estimativa de seu valor.

O conjunto de relações do qual resultam essas decisões ocorre dentro da firma. Para Coase (1937), enquanto mecanismo de alocação de recursos, a firma pode ser assumida como substituta do sistema de preços. Na firma há uma redução nos custos de gerenciamento, fruto da eliminação dos inúmeros contratos necessários para regular as relações entre os fatores quando ocorridas no mercado.

Assim, ressalta Coase (1937), a firma emerge das situações nas quais as relações contratuais de curto prazo existentes no mercado são insatisfatórias e da incerteza associada a essas relações. O processo de alocação dentro da firma passa a depender da vontade do proprietário, considerando os limites impostos pelas relações contratuais.

No que tange às modernas corporações constituídas sob a forma de sociedades anônimas, Alchian e Demsetz (1972) postulam que todas as firmas adquirem comando sobre um determinado conjunto de recursos vendendo promessas de retorno futuro para aqueles que ofertam o capital financeiro e que muitas vezes não exercem diretamente o controle das atividades corporativas. Assim, os acionistas delegam o poder decisório a um grupo menor, cuja função principal não se restringe a negociar com os outros fatores de produção, mas também gerenciá-los.

O poder do acionista é exercido pela autoridade conferida pelo aparato legal. Portanto, os acionistas podem rever a composição do corpo gerencial e monitorar as principais decisões que afetam a estrutura da corporação ou até demitir a diretoria. Além disso, o acionista ainda tem a opção de vender suas ações e remover sua riqueza das mãos daqueles com os quais tenha diferenças de opinião e que não estejam gerindo os recursos segundo seus interesses.

Apesar do controle fornecido pelo ambiente competitivo e pelo monitoramento exercido pelos acionistas e pelo mercado, os administradores tomam decisões que, muitas vezes, não estão em consonância com os interesses dos proprietários. Trata-se de um situação típica de ambientes nos quais há delegação de poder decisório (relação de agência). Para Jensen e Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato no qual uma ou mais pessoas (principais) outorgam autoridade a terceiros (agentes) para cuidarem de seus interesses. Diante do fato de ambos serem maximizadores da utilidade, há razões para crer na divergência de interesses entre eles.

O chamado custo de agência é o resultado em termos de perda de riqueza em que uma firma incorre como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais. Jensen e Meckling (1976) definem esse custo como o montante de despesas resultantes dos seguintes aspectos: constituição de controles sobre o trabalho dos gerentes, sistema de recompensas dos agentes (pecuniárias ou não) e perdas residuais.

O conflito de agência exerce influência direta sobre as decisões de investimento e financiamento da empresa, aspectos centrais de sua gestão. O futuro da firma é decidido por seus gerentes e não por seus proprietários e, conforme ressaltado

anteriormente, os interesses desses dois grupos nem sempre convergem. Aspectos importantes do cotidiano da empresa são decididos sem que os proprietários os influenciem.

2.3. A estrutura de propriedade e a governança corporativa

A discussão sobre estrutura de propriedade requer uma avaliação prévia dos determinantes da estrutura de capital das empresas. Embora a estrutura de capital não revele influência sobre o valor da firma, conforme demonstrado por Modigliani e Miller (1958), os aspectos que permeiam a decisão das empresas entre o autofinanciamento, o endividamento e a emissão de novas ações resultam importantes na configuração da propriedade da firma.

Harris e Raviv (1991) resumiram as teorias desenvolvidas recentemente para explicar a estrutura de capital em quatro grupos: modelos baseados no custo de agência; na assimetria de informação; na interação com o mercado de produtos e insumos e na forma de controle dos proprietários.

O modelo baseado no custo de agência tem seu maior expoente em Jensen e Meckling (1976). Segundo os autores, a estrutura ótima de capital é dada pelo ponto no qual há igualdade entre o custo de agência gerado pelo endividamento e pelos seus benefícios.

Os modelos baseados na assimetria de informação, segundo Harris e Raviv (1991), estão relacionados ao efeito no retorno dos ativos aos anúncios de investimentos em novos projetos e à forma escolhida para financiá-los, se por meio de novas emissões de ações, endividamento ou autofinanciamento. Para Myers e Majluf (1984), principais expoentes dessa corrente, a regra geral em uma firma é implantar todo projeto com valor presente líquido positivo, independentemente de os fundos utilizados serem internos ou externos.

Adicionalmente, os autores indicam que os acionistas reagem de forma racional às decisões de investimento da firma, o que pode representar não investir recursos nas novas emissões, perdendo participação relativa no capital da firma, em função de esta não ser a melhor opção do ponto de vista da constituição de seus *portfolios* individuais.

O terceiro grupo de modelos destacado por Harris e Raviv (1991) associa a estrutura de capital ao processo produtivo da empresa e aos insumos por ela utilizados. O posicionamento estratégico e as condições de mercado da empresa têm influência direta na sua definição quanto à utilização de capitais de terceiros.

O quarto e último grupo de modelos trata da forma de controle da empresa. Tais modelos foram desenvolvidos a partir de eventos de aquisições hostis. Empresas com maiores níveis de controle apresentam menor grau de endividamento, revelando que os controladores preferem não assumir o risco de maior alavancagem financeira. Assim, a estrutura de capital deriva de estratégias defensivas em relação a tentativas de tomadas hostis de controle.

Diante do exposto, Leal, Silva e Valadares (2002) afirmam que a compreensão da estrutura de propriedade é de fundamental importância tendo em vista que a estrutura de controle mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas e do potencial problema de agência na gestão da firma, fruto da divergência de interesses dos diferentes participantes do processo: acionista majoritário, acionistas minoritários, diretores, gerentes e credores.

Short (1994) afirma ainda que há necessidade de maior aprofundamento nas pesquisas sobre o impacto da estrutura de propriedade na escolha dos ativos físicos das empresas e de seus efeitos no seu desempenho. Não se pode admitir que todas as categorias de acionistas tenham o mesmo comportamento diante da maximização de lucros. Trata-se de uma hipótese simplista que ignora os diferentes estímulos que esses acionistas encontram em seu cotidiano, bem como seus diferentes interesses perante a empresa.

Demsetz (1983) afirma que a estrutura de propriedade da empresa deve ser pensada como um produto endógeno das decisões que, em sua busca pela maximização da riqueza, refletem a influência dos proprietários e do mercado de capitais. Em outras palavras, os processos de concentração ou difusão de propriedade são fruto de decisões racionais dos proprietários para maximizar seus lucros. Portanto, não há relação sistemática entre variações na estrutura de propriedade quanto a concentração e variações no desempenho da firma.

Tendo em vista a característica endógena da estrutura de propriedade, Demsetz e Lehn (1985) destacam três entre todos os aspectos que podem afetá-la. O primeiro é o tamanho da firma. Para os autores, quanto maior o preço da fração da propriedade, maior a sua dispersão, pois o aumento no custo de capital desencoraja os proprietários a manter seu patrimônio altamente concentrado em função do risco. Outro aspecto destacado pelos autores é o que chamam de controle potencial, definido como a riqueza que pode ser ganha por meio do exercício de controles mais efetivos do desempenho dos gerentes da firma. Finalmente, o terceiro aspecto indicado por eles como determinante da estrutura de propriedade é o aparato regulador. Se a estrutura jurídico-institucional oferecer mecanismos de monitoramento e de disciplinamento da gerência das firmas, haverá um efeito de redução na concentração de propriedade pela redução do risco associado ao empreendimento. Os proprietários estarão inclinados a reduzir sua participação na companhia baseados na crença de que as atividades corporativas serão monitoradas.

Os autores acrescentam que a estrutura de propriedade difere entre as firmas em resposta a economias de escala, regulamentação e características do ambiente no qual operam. Isso incorpora os aspectos indicados por Harris e Raviv (1991) como determinantes da estrutura de capital de uma firma na definição da estrutura de propriedade.

É importante salientar que, segundo La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), a situação descrita por Berle e Means

(1988), de pulverização no controle das grandes companhias, é bastante incomum. Na maioria dos países, a característica mais comum é a existência de grandes acionistas exercendo um papel ativo em governança corporativa.

Quanto à estrutura de propriedade do ponto de vista da composição do quadro societário, Frank e Mayer (1997) indicam que não há uma teoria que explique satisfatoriamente as causas da diversidade na estrutura de propriedade. As diferenças entre os sistemas nacionais de financiamento têm sido objeto de contínuos debates, que resultaram na distinção entre os modelos baseados no mercado e nos bancos. O sistema de mercado é caracterizado pela relação direta entre o investidor e as corporações, baseada na busca de retornos de curto prazo, sendo a alocação de recursos condicionada pelos fatores de mercado.

Por outro lado, no sistema baseado na intermediação financeira, as empresas obtêm a maior parte de seus financiamentos externos dos bancos, que desenvolvem uma relação de longo prazo com seus clientes corporativos.

Entre os trabalhos sobre estrutura de propriedade das companhias abertas brasileiras, Leal *et al.* (2000) analisaram a estrutura de controle direto e indireto de empresas nacionais, seu valor de mercado e risco e constataram que o controle é bastante concentrado, com a maioria das empresas sendo controlada e monitorada por um acionista direto.

Além disso, segundo Valadares (1998), 90% das companhias brasileiras captam recursos com a emissão de ações sem direito a voto. Em média, o capital social de uma companhia aberta brasileira é dividido em 54% de ações ordinárias e 46% preferenciais e, na maior parte das empresas, o acionista controlador detém mais que 50% do capital votante.

A discussão sobre estrutura de propriedade assume papel importante pois a concentração de poder — seja nas mãos do acionista majoritário, seja nas mãos dos gerentes, seja nas daqueles que consigam se colocar como representantes de diversos pequenos acionistas — pode representar apropriação ou má utilização dos recursos da companhia. Dessa forma, surgiu a necessidade de aperfeiçoar o exercício de controle tanto das atividades desses gerentes quanto do acionista majoritário, ou representante legal da maioria, enquanto gestor.

A expressão governança corporativa está associada à definição do sistema de relações entre os acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo conselho de administração. Em uma visão mais ampla, essas relações estendem-se aos *stakeholders*.

Segundo Jensen e Chew (2000), a governança corporativa é uma preocupação de grande importância para os acionistas porque sua riqueza depende, em parte, das metas do pessoal que define a estratégia. O *boom* do processo de tomadas de controle na década de 1980, nos Estados Unidos, e os desvios detectados elevaram o grau de atenção dado ao assunto.

Para Turnbull (1997), a governança corporativa descreve todas as influências incidentes sobre os processos organiza-

cionais envolvidos na conformação do processo produtivo de bens e serviços. Segundo o autor, a teoria identifica quatro formas básicas de governança: pelo mercado, pela hierarquia, pela comunidade e pelas associações. Shleifer e Vishny (1997) abordam o assunto com um visto financeiro. Para os autores, a governança corporativa trata dos meios pelos quais os ofertadores de recursos para as corporações podem garantir o retorno de seus investimentos. Segundo eles, as forças de mercado são o mais poderoso meio para alcançar a eficiência econômica, mas não são capazes de resolver sozinhas o problema da governança.

Conforme destaca Fama (1980), o controle das empresas via mercado só é possível mediante a existência de um mercado de trabalho competitivo para os gerentes de corporações e de um mercado de capitais líquido. Entretanto, esse aspecto não representa a realidade de todos os mercados nos quais as companhias abertas atuam, o que exige mecanismos adicionais para que os investidores tenham seu direito assegurado.

Adicionalmente, Jensen e Chew (2000) afirmam que o mercado de capitais norte-americano foi paralisado a partir do final da década de 1980 por um processo de re-regulamentação do sistema financeiro. Dessa forma, a saída eficiente para a recuperação operacional das companhias é a constituição de controles internos, apesar de as mudanças conduzidas por eles serem mais lentas que aquelas promovidas pelo mercado. O chamado *compliance* é a única alternativa restante. Para Jensen e Chew (2000, p.393), “fazer os sistemas de controle interno funcionarem é o maior desafio com que nos defrontamos na década de 1990”.

Corroborando esse posicionamento, Pound (2001) afirma que a política irá substituir as tomadas de controle como forma de questionamento da governança corporativa. Trata-se de uma prática em andamento nos Estados Unidos, a qual permite aos investidores exercerem pressões comedidas, em vez de arrasadoras, sobre a gerência da firma com menores custos se comparadas às soluções via mercado.

No caso brasileiro, as soluções via mercado não são comuns. Usualmente, os acionistas majoritários detêm direitos de votos superiores àqueles necessários para exercer o controle da firma, conforme documentado por Valadares (1998). Por outro lado, o controle corporativo nos moldes do Japão e de alguns países da Europa Continental, e com um banco no centro das decisões, também não é típico, não se aplicando ao Brasil, em cuja economia o grande provedor de crédito de longo prazo tem sido o setor público.

No Brasil, a administração da companhia compete ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria, conforme dispuser o estatuto. O conselho de administração é constituído por, no mínimo, três conselheiros eleitos em assembléia geral, os quais detêm a competência de eleger e destituir os membros da diretoria, conforme os artigos 140 e 143 da Lei 6.404/1976. Além disso, o artigo 142 confere atribuições ao conselho de administração que o fazem exercer papel legal

preponderante na gestão das companhias brasileiras. Diante disso, em uma companhia na qual o controle apresente maior grau de concentração, seja por meio da propriedade seja pela condição de representante de diversos acionistas, a escolha dos conselheiros está diretamente associada àqueles com direito ao maior número de votos.

3. METODOLOGIA

3.1. Dados

Os dados sobre estrutura de propriedade foram obtidos junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com base nas informações anuais fornecidas pelas companhias abertas. As empresas selecionadas para este trabalho não apresentaram alterações em sua estrutura de propriedade que modificassem o controle quanto à identificação do acionista majoritário, exceto a Vale do Rio Doce que, além de ter sido privatizada nesse período, teve sua estrutura de propriedade alterada.

A fonte utilizada para as cotações de fechamento das ações em base mensal, no período de junho de 1994 a setembro de 2002, foi o banco de dados Economatica. Isso resultou em uma série de 99 observações de retorno a partir da seguinte expressão:

$$\hat{R}_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad [1]$$

em que:

P_t = o preço da ação da i -ésima companhia no período t ;
 P_{t-1} = preço da ação da i -ésima companhia no período $t - 1$.

A análise irá contemplar o comportamento das ações preferenciais das companhias que compõem o universo de análise, consideradas as mais representativas por apresentarem maior volume de negócios. Além disso, espera-se verificar o comportamento das ações que representem aplicação de recursos com o objetivo de obter valorização ao longo do tempo e que estejam livres das atribuições de controle representadas pelas ordinárias.

No caso específico da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN) foram utilizadas suas ações ordinárias, por serem elas as que compõem o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Construíram-se quatro *portfolios* com ativos escolhidos em função de sua importância na constituição do Ibovespa e do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC), e, portanto, de sua importância para o mercado de capitais brasileiro em termos de volume negociado. A divisão em quatro *portfolios* proposta neste trabalho resulta da característica específica das firmas que se pretende analisar, ou seja, a estrutura de propriedade. Assim, os *portfolios* foram constituídos da seguinte forma:

- **Categoria 1 (*portfolio* 1)**

Cemig, Cesp, Eletrobras e Petrobras — empresas controladas pelo governo.

- **Categoria 2 (portfolio 2)**
CSN, Gerdau, Ipiranga Petroquímica, Random, Ripasa, Votorantim Celulose e Papel (VCP) e Weg — empresas controladas por grupos familiares.
- **Categoria 3 (portfolio 3)**
Perdigão, Usiminas e Varig — empresas controladas por investidores institucionais.
- **Categoria 4 (portfolio 4)**
Acesita, Aracruz, Embraer e Vale do Rio Doce — empresas sem um controlador bem definido ou que passaram por alterações na estrutura de propriedade no período de análise.

3.2. O modelo

Este trabalho irá concentrar-se na comparação entre os *portfolios* compostos por ações de empresas das diversas categorias de proprietários, com o objetivo de detectar condições peculiares de risco e retorno de *portfolios* tangentes e de variância mínima constituídos por empresas controladas por um mesmo tipo de proprietário.

A comparação será feita entre os *portfolios*, dois a dois, e entre os *portfolios* e o *Portfolio Benchmark*, aqui estabelecido como constituído por todas as empresas que compõem a amostra. A comparação estender-se-á à variância do índice da Bovespa (Ibovespa).

Esses *portfolios* serão construídos com a utilização da metodologia proposta por Markowitz (1952). Segundo esse autor, um *portfolio* eficiente é aquele para o qual se obtém o máximo de retorno esperado para determinado nível de risco, ou o menor nível de risco para determinado retorno esperado. A identificação dos *portfolios* é realizada a partir do retorno médio, da variância e da co-variância dos ativos.

O critério de decisão contempla a maximização do retorno combinada ao nível de risco ao qual o investidor vai expor-se em função da decisão de investimento tomada. O investidor não irá escolher o *portfolio* com maior retorno esperado, pois ele não será o que obrigatoriamente apresentará a menor variância.

Assim, é possível ao investidor, aplicando a metodologia de Markowitz (1952), reduzir ou até eliminar o risco não-sistemático, ou seja, aquele risco inerente a cada ativo. O risco sistemático independe da decisão do investidor, caracterizando-se como uma externalidade. A maximização da utilidade do investidor é dada pela combinação de rendimento esperado e a incerteza quanto a sua ocorrência.

O modelo conduz à seguinte expressão, que espelha a variância do *portfolio*:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N x_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ j \neq i}}^N x_i x_j \text{cov}(A_i, A_j) \quad [2]$$

em que:

x_i e x = pesos dos ativos;

σ^2 = variância do ativo;

$\text{cov}(A_i, A_j)$ = co-variância entre os ativos.

A metodologia de Markowitz (1952) será utilizada como ferramenta para a constituição de *portfolios*. Trata-se de, a partir de ativos preestabelecidos, agrupados segundo o critério de estrutura de propriedade comum, efetuar comparações entre os *portfolios* de variância mínima e o *portfolio* tangente que emergiram de cada *portfolio* (categoria). A partir disso, será possível identificar se os níveis de risco e retorno entre os *portfolios* constituídos por empresas com igual estrutura de propriedade diferem entre si.

Na avaliação geral do desempenho dos *portfolios* será utilizado o Índice de Sharpe, cujo resultado expressa o quanto de retorno, subtraído o retorno do ativo livre de risco, é obtido pelo *portfolio* para cada unidade de risco. O Índice de Sharpe foi escolhido porque é uma medida que contempla o risco total (sistemático e não-sistemático). Neste trabalho, os *portfolios* foram constituídos a partir de um agrupamento específico, não considerando *a priori* outras características das empresas além da estrutura de propriedade. O Índice de Sharpe conta com a seguinte notação:

$$\hat{S}_j = \frac{\bar{r}_j - \bar{r}_f}{\hat{\sigma}_j} \quad [3]$$

em que:

r_j = retorno do *portfolio*;

r_f = retorno do ativo livre de risco;

σ_j = desvio-padrão do *portfolio*.

A técnica utilizada nas comparações será a razão de variâncias que, segundo Drumond (1996), é operacionalizada a partir do cálculo do $F(F_o)$ pela divisão entre as variâncias que se quer comparar e pela comparação do resultado com o F crítico ($F_{\alpha/2}$) ao nível de significância desejado, considerando os graus de liberdade. Por tratar-se de um teste bicaudal, o F calculado deverá estar no intervalo para que se possa aceitar a hipótese nula de igualdade entre as variâncias. As hipóteses, na utilização dessa técnica, são as seguintes:

- $H_0 : \sigma_1^2 / \sigma_j^2 = 1$
- $H_1 : \sigma_1^2 / \sigma_j^2 \neq 1$

Ainda conforme Drumond (1996), o critério para a rejeição de H_0 é:

$$F_0 < F_{1-\alpha/2; v_i = n_i - 1, v_j = n_j - 1} \quad \text{ou} \quad F_0 > F_{\alpha/2; v_i = n_i - 1, v_j = n_j - 1} \quad [4]$$

em que:

α = nível de significância;

v_i = graus de liberdade de σ_i^2 ;

v_j = graus de liberdade de σ_i^2 ;

n_i = tamanho da amostra utilizada para estimação de σ_i^2 ;

n_j = tamanho da amostra utilizada para estimação de σ_j^2 .

A comparação entre os retornos e o Índice de Sharpe dos *portfolios* observará o mero ranqueamento por tratar-se de variáveis, uma vez que os testes estatísticos se aplicam a parâmetros.

4. ANÁLISE DE DADOS

A manipulação dos dados permitiu a construção dos diversos *portfolios* possíveis com a utilização de diferentes proporções de cada ativo. Como resultado, constituíram-se os *portfolios* de variância mínima e também os tangentes de todas as categorias de empresas e o *Portfolio Benchmark*, cujos parâmetros constam nas tabelas 1 e 2. Os *portfolios* tangentes representam aqueles para os quais se constata o maior Índice de Sharpe. O cálculo desse índice utilizou a remuneração da poupança do mês de setembro de 2002 como ativo livre de risco (0,70%). A escolha da poupança deveu-se a seu atributo de ativo com menor variabilidade, depois de descontada a taxa de inflação.

A partir da série do Ibovespa foi possível calcular os retornos do índice no período e, a partir deles, estimar seu desvio-padrão e sua variância, que foram de 11,46 e 131,36, respectivamente.

Partindo-se do padrão de significância de 5% utilizado em testes dessa natureza, procurou-se verificar se para níveis de

significância imediatamente superior e inferior ocorreria alteração nos resultados quanto à igualdade de variância e, conseqüentemente, à igualdade estatística de risco nos *portfolios* mínimo e tangente dos agrupados dois a dois, bem como em relação ao *Portfolio Benchmark* e ao Ibovespa. Constatou-se que, para a quase totalidade dos casos, o resultado não se alterou.

Especificamente no que tange às comparações entre os *portfolios* de variância mínima, o *Portfolio 2* apresentou variância estatisticamente diferente das dos demais, e o valor das variâncias dos *Portfolios 1, 3 e 4* revelou-se duas a três vezes superior à sua. Em relação ao *Portfolio Benchmark*, o teste estatístico constatou, diferindo dos demais, igualdade de variância entre ele e o *Portfolio 2*.

O retorno obtido pelo *portfolio* de variância mínima da Categoria 2 foi ligeiramente superior ao apresentado pelo de variância mínima do *Portfolio Benchmark*, implicando Índices de Sharpe com valores muito próximos: 0,27 e 0,30, respectivamente.

A comparação entre o retorno dos *portfolios* de variância mínima das Categorias 1, 3 e 4 e o do *Portfolio Benchmark* indica que este último apresentou retornos cerca de 40% superiores aos demais. O retorno para cada unidade de risco no *Portfolio Benchmark* é de duas a três vezes maior do que nas Categorias 1, 3 e 4, em seus respectivos *portfolios* de variância mínima.

No tocante às variâncias dos quatro *portfolios* de análise em comparação à variância apresentada pelo Ibovespa, constatou-se que os *portfolios* de variância mínima das Categorias 1 e 4 apresentaram risco estatisticamente igual ao mercado no período de análise. Apesar de os *portfolios* das Categorias 2 e 3 terem revelado níveis de risco diferentes do apresentado pelo mercado, o destaque fica para a Categoria 2 por ter expressado uma variância equivalente à metade da do Ibovespa.

Os dados relativos às comparações entre os *portfolios* tangentes das quatro categorias e do *Portfolio Benchmark* mostraram resultados menos padronizados. Foram identificados dois pares em que há igualdade estatística de variâncias: *Portfolios 1 e 4*, e *Portfolio 2 e Portfolio Benchmark*. Em termos absolutos, o *Portfolio 2* trouxe a menor variância, superando, inclusive, o *Portfolio Benchmark*, o qual conta com mais do que o dobro de ativos.

Em relação ao retorno dos *portfolios*, os dados revelam que foi possível combinar os ativos da Categoria 4 para resultar em retorno similar ao do *Portfolio Benchmark*, porém com níveis de variância consideravelmente maiores. Em termos absolutos, o retorno do *Portfolio 2* superou por pequena margem apenas o *Portfolio 1*.

Por outro lado, ao serem comparados os Índices de Sharpe dos *portfolios* tangentes de cada categoria, ou seja, os maiores Índices de Sharpe possíveis de

Tabela 1

Retorno e Variância dos Portfolios de Variância Mínima

Itens	Portfolios				
	Port 1	Port 2	Port 3	Port 4	Benchmark
Retorno	1,97	2,92	2,05	1,99	2,82
Desvio-padrão	13,19	8,24	14,46	12,35	7,15
Variância	173,98	67,90	209,09	152,52	51,12
Índice de Sharpe	0,0954	0,2700	0,0701	0,1429	0,2965

Tabela 2

Retorno, Variância e Índice de Sharpe dos Portfolios Tangentes

Itens	Portfolios				
	Port 1	Port 2	Port 3	Port 4	Benchmark
Retorno	4,16	4,20	5,31	6,96	6,97
Desvio-padrão	21,82	10,34	30,57	23,11	12,30
Variância	476,11	106,92	934,53	534,07	151,29
Índice de Sharpe	0,1587	0,3389	0,1508	0,2709	0,5101

serem obtidos pela combinação dos ativos previamente escolhidos de cada *portfolio*, os dados revelam melhores índices para o *Portfolio 2* e o *Portfolio Benchmark*, com 0,34% e 0,51% de retorno para cada unidade de risco total (sistemático e não-sistemático).

Finalmente, na comparação da dimensão risco dos *portfolios* tangentes com o risco identificado no Ibovespa, constataram-se variâncias estatisticamente diferentes entre os *portfolios* das Categorias 1, 3 e 4 e a variância do Ibovespa. Quanto ao *portfolio* tangente da Categoria 2, verificou-se igualdade estatística entre sua variância e a de mercado.

Os dados das estatísticas dos *portfolios* de variância mínima e tangente de cada categoria e de *Benchmark* constam da tabela 3.

Os *portfolios* resultantes da aplicação da metodologia de Markowitz (1952) constam nas tabelas 4 e 5. Sua composição resultou exclusivamente do processo de cálculo das carteiras para a composição da Fronteira Eficiente. Trata-se de resultado obtido a partir de informações passadas que espelham o comportamento de fato dessas carteiras; os ativos estiveram submetidos, no período de análise, às oscilações do mercado de capitais, muitas delas, inclusive, oriundas de riscos sistemáticos. Tais eventos provocam efeitos diferenciados nas cotações dos diversos ativos e, portanto, em seus retornos, implicando erros quadráticos maiores.

O trabalho foi desenvolvido considerando, entretanto, o comportamento das ações no período de análise, para identificar o que ocorreu de fato com as carteiras teóricas criadas. Dessa forma, o efeito das crises faz parte do escopo do trabalho e aqueles investidores que realizaram seu investimento no

período em questão ficaram sujeitos a tais oscilações e a seus efeitos deletérios ou não.

Conforme ressaltado anteriormente, a composição das carteiras de variância mínima e tangente, ou seja, o peso específico de cada ativo, foi resultado da aplicação da metodologia na construção de carteiras. Nesse caso, cabe ao analista apenas restringir a ocorrência de pesos negativos diante da impossibilidade prática de realizarem-se as chamadas vendas a descoberto. Tal possibilidade foi aventada e testada, o que não alterou os resultados originalmente obtidos. Por outro lado, os pesos negativos também podem significar a possibilidade de o investidor tomar recursos a um custo equivalente ao retorno da ação com peso negativo.

Tendo em vista as restrições aos resultados deste artigo que essas possibilidades poderiam impor, optou-se por incluir a restrição de ocorrência de pesos negativos nos *portfolios*. Os resultados revelaram, entretanto, pouca alteração em relação aos já apresentados.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As pesquisas relacionando o controle, o retorno e o desempenho das companhias abertas no Brasil têm-se concentrado nas empresas em cujo quadro societário há investidores institucionais. Não são consideradas outras categorias que possam representar interesses específicos diferentes quando comparadas umas com as outras.

Com o objetivo de ampliar o campo de análise, este trabalho comparou o desempenho de *portfolios* constituídos por empresas controladas por quatro segmentos econômicos

Tabela 3
Resultado Comparativo do Teste de Igualdade de Variância

	Portfolios de Variância Mínima				Portfolios Tangentes			
	Estatísticas	$\sigma_i^2/\sigma_j^2 = 1$ com			Estatísticas	$\sigma_i^2/\sigma_j^2 = 1$ com		
		$\alpha = 1\%$	$\alpha = 5\%$	$\alpha = 10\%$		$\alpha = 1\%$	$\alpha = 5\%$	$\alpha = 10\%$
Port1/Port 2	2,5623	Não	Não	Não	4,4532	Não	Não	Não
Port1/Port 3	0,8321	Sim	Sim	Sim	0,5095	Não	Não	Não
Port 1/Port 4	1,1407	Sim	Sim	Sim	0,8915	Sim	Sim	Sim
Port 2/Port 3	0,3247	Não	Não	Não	0,1144	Não	Não	Não
Port 2/Port 4	0,4452	Não	Não	Não	0,2002	Não	Não	Não
Port 3/Port 4	1,3709	Sim	Sim	Sim	1,7498	Sim	Não	Não
Port 1/Port 5	3,4031	Não	Não	Não	3,1470	Não	Não	Não
Port 2/Port 5	1,3281	Sim	Sim	Sim	0,7067	Sim	Sim	Sim
Port 3/Port 5	4,0900	Não	Não	Não	6,1770	Não	Não	Não
Port 4/Port 5	2,9835	Não	Não	Não	3,5301	Não	Não	Não
Port 1/Ibov	1,3238	Sim	Sim	Sim	3,6227	Não	Não	Não
Port 2/Ibov	0,5166	Não	Não	Não	0,8135	Sim	Sim	Sim
Port 3/Ibov	1,5910	Sim	Não	Não	7,1107	Não	Não	Não
Port 4/Ibov	1,1605	Sim	Sim	Sim	4,0637	Não	Não	Não

Tabela 4

Pesos das Ações nos Portfolios de Variância Mínima e Tangente por Categoria

Empresa	Portfolio	
	Variância Mínima (%)	Tangente (%)
Categoria 1		
Cemig	59,78	-21,82
Cesp	4,70	-4,92
Eletronbras	8,19	-70,66
Petrobras	27,34	197,41
Categoria 2		
CSN	16,66	18,00
Gerdau	1,71	37,87
Ipiranga	13,67	-19,40
Random	-4,38	-26,89
Ripasa	-3,04	-8,83
VCP	19,61	15,68
Weg	55,77	83,58
Categoria 3		
Perdigão	24,71	107,59
Usiminas	65,08	-87,43
Varig	10,22	79,84
Categoria 4		
Acesita	22,53	-80,93
Aracruz	-7,12	-35,22
Embraer	17,80	54,93
Vale	66,79	161,22

diferentes: governo, famílias, investidores institucionais e outros.

Os resultados do estudo expressaram a predominância dos *portfolios* de variância mínima e tangente da Categoria 2, que representa as empresas controladas por grupos familiares. Esses *portfolios* apresentaram comportamento de risco inferior aos constatados nas demais categorias, no *Portfolio Benchmark* e no Ibovespa.

Se forem consideradas as categorias de ações disponíveis para investimentos propostas neste trabalho, e as diversas opções de composição de *portfolios* em cada categoria, o investidor racional irá aplicar seus recursos naquela que represente menor possibilidade de perda. Essa opção é adquirir ações de companhias controladas por grupos familiares.

O resultado sinaliza, *a priori*, que essa categoria conduz os negócios de tal maneira que minimiza o risco incidente sobre os ativos de suas firmas negociados em Bolsa. A possibilidade de expropriação de riqueza dos acionistas minoritários está presente em qualquer categoria de empresa e menor risco implica menor possibilidade de perda de riqueza, fruto de a empresa dirigir-se para um estado de dificuldades financeiras.

Tabela 5

Pesos das Ações nos Portfolios de Variância Mínima e Tangente do Portfolio Benchmark

Empresa	Portfolio	
	Variância Mínima (%)	Tangente (%)
Cemig	20,28	39,04
Cesp	-6,18	-10,27
Eletronbras	7,28	-44,66
Petrobras	-8,93	16,65
CSN	7,23	24,88
Gerdau	-9,20	52,43
Ipiranga	9,72	-10,19
Random	-7,18	-30,08
Ripasa	-10,44	-27,82
VCP	12,35	17,79
Weg	55,31	60,11
Perdigão	-4,22	15,98
Usiminas	17,27	-35,40
Varig	3,29	15,14
Acesita	-7,43	-38,40
Aracruz	-1,95	-12,55
Embraer	-0,76	7,31
Vale	23,56	60,03

Tal consideração traz consigo o pressuposto de que o preço do ativo expressa as informações disponíveis sobre ele. Desse modo, a constatação neste trabalho é quanto a uma característica das firmas que sinaliza uma opção mais segura de investimento.

Naturalmente, o investidor não investe considerando apenas situações nas quais esteja exposto a menor risco. A exposição ao risco só faz sentido quando contextualizada em um cenário no qual as possibilidades esperadas de ganho são conhecidas. Sob esse ponto de vista, mais uma vez os *portfolios* de variância mínima e tangente da Categoria 2 superam os das outras. Apesar de o retorno em termos absolutos do *portfolio* tangente dessa categoria não ser superior ao das demais, os seus Índices de Sharpe apresentam os melhores resultados, sendo superados apenas pelo *Portfolio Benchmark*.

Outra consideração importante refere-se às condições de constituição de *portfolios*. Trata-se de uma restrição do trabalho, uma vez que eles não foram constituídos com o objetivo precípuo de diversificação no sentido proposto por Markowitz (1952). O *Portfolio 1* é composto por quatro empresas controladas pelo governo, sendo três do setor de energia elétrica e uma do setor de petróleo, o que é uma violação ao pressuposto de diversificação com a escolha de empresas de setores econômicos diferentes.

Por outro lado, o setor de geração e distribuição de energia elétrica fornece um bem que, além de essencial, não encontra

substituto próximo disponível a preços competitivos. Essa característica produz uma curva de demanda menos elástica em relação ao preço, proporcionando maior regularidade nos fluxos de caixa. Além disso, esse setor foi alvo de políticas específicas de realinhamento de tarifas no período de análise com o objetivo de torná-lo mais atraente ao processo de privatizações que se desenrolou na década de 1990.

Considerando que a diversificação adequada deve contemplar a pulverização dos recursos não só entre diversas alternativas de investimento, mas também entre ativos pertencentes a setores econômicos diferentes, pode-se inferir que os melhores resultados apresentados pelo *Portfolio 2* sejam fruto de sua maior diversificação. Contudo, esse *portfolio* também apresenta empresas de um mesmo setor, como, por exemplo, a VCP e a Ripasa.

Isso conduz a uma proposta de trabalho na qual os *portfolios* deverão ser selecionados considerando-se não só a estrutura de propriedade, mas também o atendimento aos pressupostos

de diversificação quanto ao número de ativos e aos setores econômicos das empresas.

Deve-se salientar que o ponto comum das empresas de cada categoria é o tipo de sócio com *status* de majoritário. Contudo, as empresas diferem em tamanho, setor e mercado consumidor de seus produtos, entre outras características. Dessa forma, ainda que as empresas tenham como acionistas majoritários agentes pertencentes a uma mesma categoria, as especificidades de cada uma influem nas suas condições de risco e de retorno.

Portanto, os trabalhos realizados com o objetivo de verificar o impacto que determinada categoria de acionista exerce sobre o desempenho da empresa e de seu retorno no mercado de capitais deverão contemplar conjunto maior de características comuns. Em outras palavras, pode-se verificar se empresas similares apresentam resultados melhores quando controladas por investidores institucionais, por bancos ou por famílias, por exemplo. ♦

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, A.A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, Nashville (TN), v.62, n.5, p.777-795, Dec. 1972.
- AMARAL, H.F. *L'évaluation des actifs financiers en contexte inflationniste: théorie et tests sur le marché brésilien*. 1994. Thèse (Doctorat) — École Supérieure de Affaires, Université Pierre Mendès-France — Grenoble II, Grenoble, France.
- BERLE, A.A.; MEANS, G.C. *A moderna sociedade anônima e a propriedade privada*. São Paulo: Nova Cultural, 1988.
- BRITO, N.O. A eficiência informacional fraca no mercado à vista da BVRJ no período 1980/1984. *Relatório COPPEAD 142*. Rio de Janeiro: COPPEAD, mar. 1985.
- CERETTA, P.S. Comportamento das variações de preço nos mercados de ações da América Latina. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 25., 2001, Campinas-SP. *Anais...* Campinas: ANPAD, 2001.
- COASE, R. The nature of the firm. *Economica*, London (UK), v.4, n.16, p.386-405, Nov. 1937.
- DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, Chicago (IL), v.26, n.1, p.375-391, Apr. 1983.
- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago (IL), v.93, n.6, p.1155-1170, Dec. 1985.
- DRUMOND, F.B. Comparação de duas situações. In: DRUMOND, F.B.; WERKEMA, M.C.C.; AGUIAR, C. *Análise de variância: comparação de várias situações*. Belo Horizonte: Fundação Cristiano Otoni, Escola de Engenharia UFMG, 1996.
- FAMA, E. Efficient capital markets: a review of theory and empirical works. *The Journal of Finance*, Berkeley (CA), v.25, n.2, p.383-417, May 1970.
- FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, Chicago (IL), v.88, n.2, p.288-307, Apr. 1980.
- FRANK, J.; MAYER, C. Corporate ownership and control in the U.K., Germany and France. In: CHEW, D. (Ed.). *Studies of international corporate finance and governance systems: a comparison of the U.S., Japan and Europe*. Oxford: Oxford University Press, 1997.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, Berkeley (CA), v.46, n.1, p.203-235, May 1991.
- JENSEN, M.C.; CHEW, D.H. Governança corporativa nos EUA: as lições dos anos 80. In: BERNSTEIN, P.L.; DAMODARAN, A. *Administração de investimentos*. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, London (UK), v.3, n.4, p.305-360, June 1976.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, M.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, Berkeley (CA), v.54, n.2, p.471-517, Apr. 1999.
- LEAL, R.P.C.; CARVALHAL, A.; ALOY Jr., R.; LAPAGESSE, G. Estrutura de controle e valor de mercado das empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000. Florianópolis-SC. *Anais...* Florianópolis: ANPAD, 2000.
- LEAL, R.P.C.; SILVA, A.L.C. da; VALADARES, S.M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, Curitiba (PR), v.6, n.1, p.7-18, Jan./Abr. 2002.
- MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Berkeley (CA), v.7, n.1, p.77-91, Mar. 1952.

MYERS, S.C.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have informations that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, New York (NY), v.13, n.2, p.187-221, June 1984.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Nashville (TN), v.48, n.3, p.264-297, June 1958.

MUNIZ, C.J. Testes preliminares de eficiência do mercado de ações brasileiro. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro (RJ), v.6, n.16, p.80-94, jan./abr. 1980.

PEROBELLI, F.F.C.; NESS Jr., W.L. Reações do mercado acionário a variações inesperadas nos lucros das empresas: um estudo sobre a eficiência informacional no mercado brasileiro. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 24., 2000, Florianópolis-SC. *Anais...* Florianópolis: ANPAD, 2000.

POUND, J. Além das tomadas de controle: a política atinge o controle das empresas. In: HARVARD BUSINESS REVIEW. *Experiências de governança corporativa: on corporate governance*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

SCHIELL, E. O efeito da divulgação das demonstrações contábeis no mercado de capitais brasileiro: um estudo sobre a variação no preço das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 20., 1996, Angra dos Reis-RJ. *Anais...* Angra dos Reis: ANPAD, 1996.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Berkeley (CA), v.52, n.2, p.739-783, June 1997.

SHORT, H. Ownership, control, financial structure and performance of firms. *Journal of Economic Surveys*, Oxford (UK), v.8, n.3, p.203-249, Sept. 1994.

TURNBULL, S. Corporate governance: it's scope, concerns, and theories. *Scholarly Research and Theory Papers*, Oxford (UK), v.5, n.4, p.180-205, Oct. 1997.

VALADARES, S.M. *Três ensaios sobre mercado por controle corporativo no Brasil*. 1998. Tese (Doutorado em Economia) — Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil.

The impact of the corporate ownership in the market value of Brazilians companies

Extensive research has been carried out about the implications of the separation between the control and the ownership of firms which, in the vast majority, have been associated to the ownership concentration effects and the presence of insiders. More recently, research has been focused on identifying the impact of the presence of institutional investors on the firms' performance. The debate over the companies' administration emerges from the preoccupation of most investors regarding the firms' asset management and, consequently, the return on their investments. As the research in Brazil has been concentrated on verifying the characteristics of companies that have institutional investors as shareholders, this piece of work has tried to broaden the scope and identify if the presence of other segments controlling listed companies creates a detectable impact on their share return and risk, using the methodology proposed by Markowitz (1952). The study's results indicate a predominance of portfolios composed by companies controlled by family groups when compared to portfolios of companies controlled by institutional investors, governments, or without a well defined control structure.

Uniterms: agency costs, corporate governance, corporate ownership, risk, return.

El impacto de la estructura de propiedad en el valor de mercado de empresas brasileñas

Se han realizado diversas investigaciones sobre las consecuencias de la separación entre control y propiedad de las empresas que, en su mayor parte, estuvieron asociadas a los efectos de los niveles de concentración de la propiedad y de la presencia de accionistas *insiders*. Recientemente, las investigaciones fueron enfocadas hacia la identificación del impacto de la presencia de inversionistas institucionales en el desempeño de las empresas. La discusión sobre el gobierno de las empresas emerge de una preocupación por parte de los inversionistas, de manera general, con relación a la gestión de los activos de las empresas y, consecuentemente, respecto a las perspectivas de retorno de sus inversiones. Como las investigaciones en Brasil se han concentrado en verificar características de las empresas que cuentan con inversionistas institucionales en su cuadro societario, en este trabajo se buscó ampliar las perspectivas e identificar, por medio de la utilización de la metodología propuesta por Markowitz (1952), si la presencia de otros segmentos que ejercen control sobre las compañías abiertas promueve un impacto que se pueda detectar en las condiciones de retorno y riesgo de sus acciones. Los resultados del estudio apuntan hacia un predominio de los portafolios constituidos por empresas en que grupos familiares ejercen el control cuando son comparados con portafolios de empresas controladas por inversionistas institucionales, gobiernos o sin una estructura de control bien definida.

Palabras clave: costo de agencia, estructura de propiedad, gestión corporativa, riesgo, retorno.