

A REALIDADE DA CONCENTRAÇÃO DO CAPITAL NO BRASIL: UM ESTUDO COMPARATIVO COM OUTRAS ECONOMIAS EMERGENTES¹.

Alexandre Assaf Neto²
Fabiano Guasti Lima
Adriana Maria Procópio de Araujo

Resumo

O artigo tem por finalidade levantar as principais informações disponíveis no mercado financeiro nacional, visando estudar o efetivo grau de concentração de capital presente nas companhias abertas negociadas em bolsa de valores. O objetivo do trabalho não está direcionado na discussão das teorias de estrutura de controle e propriedade das empresas, discutida em diversas referências citadas no escopo desse artigo. O foco principal da pesquisa é, de forma original, levantar e avaliar os resultados de concentração, e compará-los com aqueles obtidos em outras economias. A pesquisa enquadra-se como um estudo empírico analítico com abordagem quantitativa e de base descritiva, pois envolve tratamento estatístico de dados. Desenvolve o estudo entre propriedade e controle, e os problemas de agência entre controladores e investidores, com a apresentação de conclusões do grau de controle de capital para os modelos adotados na teoria e prática de Finanças de precificação de ativos. Parte considerável da literatura de controle e propriedade das empresas baseia-se em ambientes externos, com realidades diferentes do modelo de mercado brasileiro. A contribuição relevante da pesquisa é apresentar a estrutura de controle das companhias abertas brasileiras.

1. Introdução

Com o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de propriedade e aos títulos de dívida das empresas e viabilizar seu processo de capitalização, o mercado de capitais vem atualmente buscando novas práticas de transparência para melhoria da gestão das empresas participantes desse mercado. São crescentes as notícias encontradas nos jornais sobre os bons ventos que sopram favoravelmente sobre o crescimento e a evolução do mercado de capitais no Brasil, e o grande número de empresas que estão buscando a Bovespa para fazer captações de recursos.

Desde o primeiro lançamento de ações à oferta pública no Brasil, relacionado à criação do Banco do Brasil, foi no ano de 2006 que o mercado de capitais apresentou um dos melhores desempenhos para que as empresas pudessem fazer novas captações. Foram 26 novas companhias que ingressaram na Bolsa, contra apenas 9 no ano anterior. Um crescimento equivalente de 189% na quantidade de novas empresas, e mesmo assim não oculta uma evidente realidade do mercado brasileiro: a concentração de ações nas mãos de poucos controladores. Alguns trabalhos já verificaram essa grande concentração do capital em poucos investidores como Bonomo (2002), Okimura (2003), Silveira (2004), mostrando algumas vantagens e os efeitos deletérios dessa concentração.

¹ Artigo empenhado em publicação. Circulação restrita.

² Professores da Universidade de São Paulo - USP

A presente pesquisa tem por **objetivo** identificar o efetivo grau de concentração de capital presente nas companhias abertas negociadas em bolsa de valores no período de 2000 a 2006, apresentando como diferencial o confronto com dados de países também em desenvolvimento como Chile, Venezuela, México, Colômbia e Peru. Mais detalhadamente, apresenta e discute o caso do Brasil, evidenciando os efeitos dessa concentração no índice de ações do mercado brasileiro, mostrando os setores econômicos que apresentam maior e menor concentração acionária e correlacionando com índice similar do mercado norte-americano.

O texto está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução e a conclusão. Na segunda seção, discutem-se a racionalidade dos pontos fortes e fracos da concentração acionária e seus possíveis efeitos. No terceiro e quarto tópicos, apresentam-se a metodologia e os resultados da pesquisa empírica, respectivamente.

2. A concentração acionária

A literatura de finanças apresenta uma classificação com cinco tipos de acionistas controladores: o indivíduo ou família, investidor institucional, instituição financeira, governo e os grupos de investidores. Segundo Okimura (2003), uma explicação para essa classificação se baseia no fato de que os efeitos do controlador no desempenho das empresas podem variar de acordo com o tipo de controle. Pela maioria de votos, o acionista controlador elege os principais administradores da sociedade, e apresenta ainda poder de interferir nas diversas atividades e funcionamento dos órgãos da companhia.

O acionista (ou grupo de acionistas) controlador deve usar seu poder de decisão com o intuito de promover o crescimento da companhia e sua geração de riqueza, e permitir também que ela atenda aos seus objetivos e cumpra sua missão. Possuem diversos deveres e responsabilidades perante os demais acionistas, seus funcionários e toda a comunidade em que atua que devem ser respeitados. O controlador responde na forma da lei pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder. Uma alteração na Lei das Sociedades por Ações permite, atualmente, que a alienação do controle acionário de uma sociedade seja efetuada sem a necessidade do comprador assegurar, aos demais acionistas (minoritários), as mesmas condições de aquisição oferecidas ao controlador.

O acionista ordinário é a principal autoridade da sociedade, tendo poderes de deliberar sobre suas principais atividades, aprovar a destinação dos lucros, eleger seus dirigentes e votar outros assuntos de interesse. A atual legislação das sociedades por ações define que o capital ordinário deve ter, no mínimo, 50% do total das ações emitidas pela companhia definida na Lei nº. 10303/2001, art. 15, § 2º. Quando as ações se encontram dispersas por um número grande de investidores, diz-se que o capital da empresa está pulverizado. Nesse caso, acionistas, mesmo que não detenham maioria absoluta do capital, podem apresentar grande força de voto nas assembleias gerais, podendo deter inclusive seu controle acionário.

Esse tipo de participação acionária pulverizada é mais comum em mercados de capitais evoluídos, onde a capacidade de poupança da economia é elevada e a cultura do investimento em ações mais disseminada entre as pessoas. Em verdade, à medida que uma economia se desenvolve, o seu mercado de capitais também cresce, aumentando a quantidade de acionistas e promovendo uma maior pulverização do capital das empresas. Em diversas economias mais desenvolvidas, o controle acionário de uma companhia pode se dar com menos de 10% do

capital votante. Quando o mercado acionário se torna mais pulverizado, eleva-se a disputa pelo controle da companhia, tornando as ações ordinárias mais atraentes que as preferenciais.

As ações preferenciais indicam preferências na participação dos lucros, assumindo maior liquidez e interesse aos investidores em mercado onde não haja disputas pelo controle acionário.

Para Silveira (2004), a existência de grandes acionistas controladores traz efeitos positivos e negativos para as companhias. O lado positivo, conforme descrito por Claessens et al (2002, p. 2741), vem do fato de que, por terem muitos recursos investidos na empresa, os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores. Tal efeito está, segundo os autores, associado ao direito sobre o fluxo de caixa da empresa baseando-se na hipótese de que, quanto maior a participação do acionista controlador no capital da empresa, maior o interesse pela maximização do valor da empresa.

Outro ponto positivo é destacado por Shleifer e Vishny (1986, p. 469), onde afirmam que os grandes acionistas podem, em tese, controlar possíveis problemas de agência, pois apresentam tanto quanto o interesse na maximização do valor da empresa quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados. Tais autores desenvolvem nesse trabalho um modelo no qual a atuação de grandes acionistas controladores fornecem soluções parciais para os problemas de monitoramento de gestores, possibilitando maximizar o valor da empresa por meio de alterações na política administrativa das empresas.

Todavia, existe o lado reverso da grande concentração de ações em um único acionista que diz respeito aos custos para as empresas. Um dos efeitos destacados por Silveira (2004, p. 70) é o “efeito entrincheiramento”, ocorrendo quando, a partir de certa concentração de propriedade, os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle à custa dos demais investidores.

Segundo Bebchuk (1999, p. 30) *apud* Silveira (2004, p. 71), os benefícios privados do controle consistem na utilização, pelos acionistas controladores, do seu direito de controle (voto) para perseguirem objetivos que os beneficiem ao invés de beneficiarem todos os acionistas, acarretando aos controladores um ganho extra além do que seria justo pela sua parte da propriedade. Em outras palavras, o “efeito entrincheiramento” se baseia na hipótese de quem quanto maior o controle (voto) do acionista controlador, maior a probabilidade de expropriação da riqueza dos outros acionistas.

Outro custo importante dos grandes controladores, descrito por Shleifer e Vishny (1986, p. 471) é o fato de que os grandes acionistas não são diversificados, gerando, portanto, altos riscos. Desse ponto de vista, destaca-se que, como o acionista possui grande parte da sua carteira investida na empresa, pode acarretar um excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos acarretando uma ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor.

Claessens et al (2002), com uma amostra de 1301 empresas analisaram a influência da separação entre controle e direito sobre o fluxo de caixa no desempenho corporativo em países do leste asiático, e encontraram uma relação negativa entre o valor da empresa e a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador.

Okimura, Silveira e Rocha (2004, p.8), fizeram um levantamento das empresas listadas na Bovespa no período de 1998 a 2002, e chegaram à conclusão de 76,1% na média em relação ao total das ações emitidas com direito a voto estavam nas mãos de um único controlador.

Adicionando a essas ações as preferenciais de propriedade do grupo de controle a relação com o total de emissões cai para 53,7% evidenciando assim, uma discrepância entre o direito à propriedade e ao fluxo de caixa das companhias. Destaca-se ainda que no período considerado na pesquisa houve um leve aumento no período analisado, de 75,7% em 1998 para 76,2% em 2002, com desvio padrão de 20%.

Leal, Carvalhal da Silva e Valadares (2000) ressaltam que a alta concentração de propriedade e controle nas empresas brasileiras é em parte explicada pelos incentivos dados no passado para a abertura de capital das empresas, que levaram para o mercado de ações empresas que, na ausência de tais incentivos, provavelmente teriam sido mantidas e controladas por poucos indivíduos.

Outra característica importante das companhias abertas brasileiras é o alto índice de emissão de ações preferenciais (sem direito a voto). A emissão destes papéis atua como principal mecanismo de separação entre propriedade e controle das empresas, permitindo aos acionistas majoritários manterem o controle com uma participação menor no capital da empresa do seria necessário se todas as ações possuíssem igual poder de voto, aumento, conseqüentemente, o incentivo para expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Campos (2006) identificou que, a partir de uma amostra de 136 empresas, as empresas de capital aberto no Brasil se caracterizam por grande concentração de capital e reduzido número de acionistas que detêm grande parte do controle acionário. Não encontrou correlação alguma entre o retorno sobre o capital investido (ROE) e a concentração acionária, mas identificou que os acionistas que detêm o controle acionário têm suas ações voltadas para a rentabilidade de curto prazo e não para retornos sobre o patrimônio da empresa. Observou ainda que, essa estrutura de propriedade de capital pode não obedecer à racionalidade alguma no sentido de ser estruturada com vistas a obter melhor desempenho organizacional. Segundo a autora, a estrutura de capital verificada pode ser somente o resultado da alta concentração da riqueza que caracteriza o País e reflete-se na estrutura organizacional, seja por determinantes políticos seja por históricos.

Diante destes trabalhos e dos resultados encontrados, a seguir mostra-se a metodologia aplicada nesta pesquisa e os resultados obtidos acerca da concentração acionária existente no Brasil.

3. Metodologia da Pesquisa

A pesquisa enquadra-se como um estudo empírico analítico, pois se buscou por meio da coleta de dados a aplicação de uma metodologia para identificar o grau de concentração de capital presente nas companhias abertas negociadas em bolsa de valores. A pesquisa, segundo Martins (1994), apresenta a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos. A ênfase metodológica é na relação causal entre as variáveis e a validação da prova científica.

De acordo com Richardson (1999) um dos planos de pesquisa utilizado é o estudo descritivo, no qual se descreve as características de um fenômeno. A pesquisa apresenta um caráter descritivo de informações a cerca da estrutura de controle das ações negociadas em Bolsas de Valores. Os dados foram analisados em dois estágios. No primeiro, foram coletados dados do Sistema Econômica sobre a estrutura de controle das empresas de 5 países: Brasil, Chile, Colômbia, Peru e Venezuela, com objetivo de confrontar o regime de controle nestes países.

Não existindo, nesta base, dados da concentração acionária de países como Estados Unidos, México e países da Europa, buscou-se num segundo estágio dados do índice Dow Jones na base Reuters com o objetivo de confrontar então a estrutura de controle do índice americano com o brasileiro.

A abordagem da pesquisa é qualitativa, pois de acordo com Yin (2001), assinala uma tentativa de entendimento dos significados e características situacionais apresentadas, em lugar da produção de medidas quantitativas de características ou comportamentos. Especificamente, o plano de pesquisa conduz a um estudo exploratório que, segundo o autor, justifica-se quando não se tem informação sobre determinado tema e se deseja conhecer o fenômeno.

Utilizaram-se ferramentas de análise estatística básica na busca de informações sobre a estrutura de controle das ações negociadas nas respectivas Bolsas de Valores dos países. Os estudos *cross-sections* e *time series* foram utilizados para capturar para um estudo mais aprofundados dos dados brasileiros, com objetivo de identificar esta estrutura de controle por setor econômico das empresas listadas na Bovespa. O período considerado foi o compreendido entre o ano de 2000 a 2006, tanto por conter as informações necessárias para atender os objetivos da pesquisa, como também por ser um período de grande expansão do mercado de capitais brasileiro.

4. Análise dos Resultados

O reflexo desta concentração do controle acionário nas mãos de poucos investidores reflete também nas negociações ocorridas nessas bolsas. Segundo dados da Federação Internacional das Bolsas de Valores (<http://www.fibv.com/>), o volume de transações (a compra e venda de uma ação) das 5% maiores empresas dividido pelo volume negociado, refletem estes números.

Tabela 1: Concentração do volume transacionado nas Bolsas de Valores

País	2005		2004		2003	
	Concentração do Mercado	Número de Empresas	Concentração do Mercado	Número de Empresas	Concentração do Mercado	Número de Empresas
Brasil	61,3%	19	61,3%	19	64,2%	20
Chile	56,4%	12	56,7%	12	63,3%	12
Colômbia	55,2%	5	23,9%	5	9,1%	5
Peru	60,0%	10	53,2%	10	58,1%	10
NYSE	38,2%	91	37,8%	92	41,5%	92
País	2002		2001		2000	
	Concentração do Mercado	Número de Empresas	Concentração do Mercado	Número de Empresas	Concentração do Mercado	Número de Empresas
Brasil	71,1%	21	68,6%	22	70,2%	23
Chile	72,7%	12	65,0%	12	72,9%	13
Colômbia	-	-	-	-	-	-
Peru	88,8%	10	80,1%	10	48,7%	11
NYSE	45,6%	95	47,4%	97	57,1%	101

Fonte: <<http://www.fibv.com/>> e WFE – *World Federation of Exchange*- disponível em <<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp?nav=ie>> acesso em 23/fev/2007.

Na tabela 1, observa-se, por exemplo, no ano de 2005 que, no Brasil, apenas 19 empresas eram responsáveis por 61,3% do volume negociado, enquanto que na Bolsa de Nova Iorque, 91 empresas eram responsáveis por 38,2%. Esses números ilustram a baixa liquidez do mercado brasileiro. Na tabela 2 destaca-se a concentração dos 3 maiores acionistas levando em consideração o total de ações negociadas nas respectivas bolsas de valores, não levando em conta se são ações preferenciais ou ordinárias.

Tabela 2: Concentração média e desvio padrão dos 3 maiores acionistas no período de 2000 a 2006.

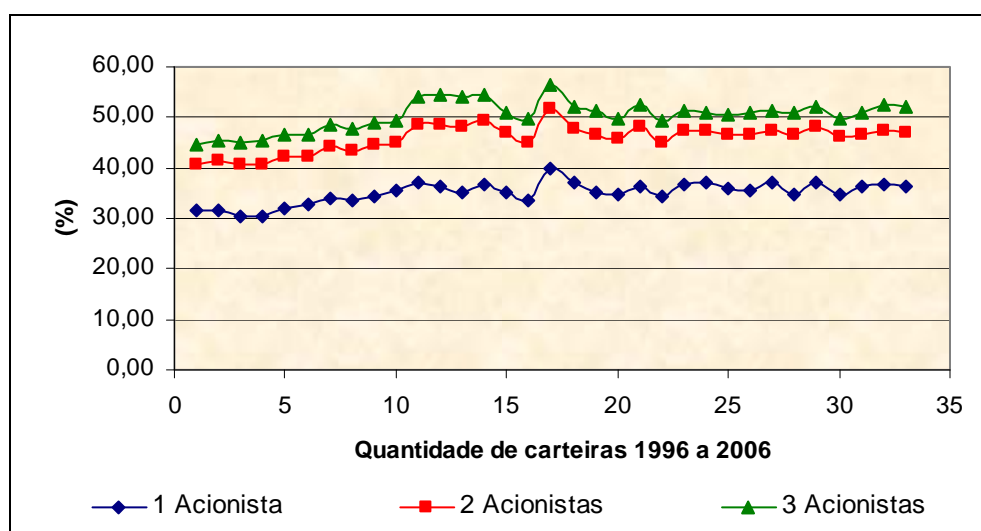
País	Num. Acionistas	2000		2001		2002		2003		2004		2005		2006	
		Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP	Média	DP
Brasil	1	48,10%	25,93%	49,57%	26,12%	50,92%	26,70%	51,90%	26,97%	52,22%	26,93%	52,73%	26,69%	53,27%	26,87%
	2	59,17%	25,34%	60,43%	25,35%	61,65%	25,56%	62,65%	25,72%	63,20%	25,67%	63,72%	25,02%	64,44%	24,90%
	3	53,31%	24,75%	64,44%	24,58%	65,64%	24,77%	66,43%	24,77%	66,91%	24,68%	67,79%	23,94%	68,89%	23,61%
Chile	1	51,22%	26,00%	52,70%	25,21%	53,37%	25,62%	53,58%	25,67%	53,57%	25,64%	53,95%	25,61%	53,95%	25,61%
	2	66,30%	24,83%	68,26%	23,64%	66,87%	23,53%	66,75%	23,57%	66,53%	23,62%	66,60%	23,63%	66,60%	23,63%
	3	72,54%	23,25%	74,87%	22,10%	73,27%	22,02%	72,91%	21,97%	72,51%	21,94%	72,45%	21,98%	72,45%	21,98%
Colômbia	1	37,39%	25,63%	37,62%	25,63%	46,33%	26,16%	46,14%	26,40%	46,61%	26,82%	45,98%	28,54%	45,98%	28,54%
	2	49,42%	26,61%	49,56%	26,64%	58,85%	25,30%	59,14%	25,90%	59,31%	26,12%	57,67%	28,55%	57,67%	28,55%
	3	56,02%	25,21%	56,19%	25,27%	65,15%	23,26%	65,25%	23,96%	65,34%	24,11%	63,48%	26,94%	63,48%	26,94%
Peru	1	51,39%	29,13%	52,50%	28,62%	52,73%	29,73%	61,46%	27,52%	54,41%	30,22%	55,95%	30,89%	60,04%	32,16%
	2	65,98%	27,83%	67,54%	27,66%	67,05%	28,31%	79,36%	21,76%	68,76%	28,22%	69,92%	28,79%	72,57%	28,66%
	3	72,81%	23,32%	73,91%	25,90%	73,11%	26,33%	87,85%	17,13%	75,18%	25,43%	75,88%	25,84%	78,16%	25,48%
Venezuela	1	49,16%	23,36%	44,86%	26,01%	44,86%	26,01%	44,86%	26,01%	44,86%	26,01%	44,86%	26,01%	44,86%	26,01%
	2	67,15%	22,89%	60,56%	24,78%	60,56%	24,78%	60,56%	24,78%	60,56%	24,78%	60,56%	24,78%	60,56%	24,78%
	3	73,46%	20,60%	67,20%	22,23%	67,19%	22,23%	67,20%	22,23%	67,20%	22,23%	67,20%	22,23%	67,20%	22,23%

Fonte: Economática, Dez/2006.

O índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das ações negociadas no mercado de ações brasileiro. Criado em 02/01/1968, a partir de uma aplicação hipotética, este índice sofreu diversas adequações em função da inflação. Sua relevância está não apenas em mostrar as variações dos preços das ações, mas também por mostrar vários impactos como a distribuição de dividendos nas cotações das ações do mercado.

Diante de sua importância também foi verificado como se encontra a distribuição da concentração acionária na carteira teórica do Ibovespa. Pode-se observar no gráfico a seguir a estabilidade da composição acionária média das empresas que compõem o índice da Bovespa, onde 3 acionistas controlam em média 50% das ações do índice. O período considerado foi de 11 anos, com carteiras analisadas de janeiro de 1996 a dezembro de 2006, num total de 33 carteiras.

Gráfico 1: Concentração acionária média no Ibovespa pelos 3 maiores acionistas



Fonte: Economática, Dez/2006

Analisando as carteiras do Ibovespa, e buscando identificar o número de empresas que efetivamente estiveram na composição teórica do índice, pode-se observar que o número de empresas que conseguem entrar e se manter no índice estão diminuindo. Nas últimas 9 carteiras, 38% das empresas estiveram presentes entre 75% a 100% das 9 carteiras formadas, enquanto que 52% são empresas que estiveram em até 25% das carteiras.

Tabela 3: Percentual de empresas participantes do Ibovespa em diferentes períodos

Participação da Empresa nas carteiras	Período de jan/96 a Dez/06 33 carteiras	Período de jan/00 a Dez/06 21 carteiras	Período de jan/04 a Dez/06 9 carteiras
De 0% a 25%	37%	53%	52%
De 26% a 50%	27%	6%	5%
De 51% a 75%	15%	5%	5%
De 75% a 100%	21%	36%	38%
TOTAL	100%	100%	100%

Fonte: Economática, Dez/2006

Para se ter uma idéia de como é a concentração num mercado como o norte-americano, a tabela 4 demonstra como estava à composição do índice Dow Jones e do Ibovespa na última carteira teórica do ano de 2006.

Tabela 4: Média e desvio padrão das ações que compõem os índices Dow Jones e Ibovespa

Num. Acionistas	Dow Jones ¹		Ibovespa ²	
	Média	DP	Média	DP
1	6,34%	2,94%	36,22	19,78
2	10,86%	4,61%	46,08	19,47
3	14,46%	5,85%	50,46	19,45

Fonte: 1- Reuters – Dez/2006, 2: Económica – Dez/2006

Observe que, apesar de significativamente mais baixa a média do índice Dow Jones (mercado dos EUA), o seu desvio padrão eleva-se conforme se eleva o número de acionistas. Ao contrário sucede com o Ibovespa, cuja dispersão se reduz, indicando tendência de maior concentração ainda do capital.

Analisando a composição acionária da Bovespa como um todo, tomou-se a composição dos 3 maiores acionistas, separados por setor e por classe de ações. Os resultados estão na tabela 5.

Tabela 5 - Composição acionária na Bovespa por setor e por classe de ações

Composição Acionária		ON		PN	
SETOR	Numero de Acionistas	Média	DP	Média	DP
Energia Elétrica	1	64,1	26,5	62,0	26,6
	2	78,5	20,5	75,9	21,7
	3	83,8	18,0	80,1	20,5
Eletrônicos	1	55,8	24,4	56,4	23,0
	2	73,7	25,2	70,3	25,3
	3	77,7	20,9	73,9	24,3
Finanças e Seguros	1	62,0	29,3	64,0	30,7
	2	71,6	24,8	70,3	26,0
	3	75,5	21,9	73,5	23,3
Química	1	57,0	27,9	57,4	28,3
	2	69,1	21,6	67,1	24,5
	3	74,5	18,9	70,8	22,4
Minerais não Metálicos	1	58,7	30,3	61,8	33,1
	2	69,8	27,4	68,0	29,2
	3	73,6	25,1	72,2	26,8
Máquinas Industriais	1	52,5	26,3	54,8	29,2
	2	66,0	22,5	63,5	26,7
	3	73,4	24,1	67,1	23,6
Telecomunicações	1	64,9	26,7	60,0	26,5
	2	71,0	24,5	66,7	24,5
	3	73,0	23,6	69,0	23,6
Transporte Serviços	1	52,5	25,3	58,2	23,0
	2	62,4	22,7	65,7	20,7
	3	69,1	22,5	70,6	20,8
Alimentos e Bebidas	1	50,6	21,7	47,5	21,7
	2	63,9	21,3	58,7	22,5
	3	68,5	21,3	62,7	22,6
Agro e Pesca	1	44,0	21,7	58,4	2,1
	2	60,0	24,0	73,2	1,9
	3	68,1	23,0	81,4	2,0
Mineração	1	64,5	32,4	34,7	13,4
	2	67,0	30,6	39,8	13,2
	3	67,9	29,6	42,3	11,2
Comércio	1	45,4	30,0	44,5	21,5
	2	58,9	28,9	57,7	21,4
	3	64,8	28,8	64,8	22,2
Construção	1	43,8	23,2	49,5	23,4
	2	59,3	23,3	71,4	25,4
	3	64,6	21,5	75,2	22,6
Siderurgia e Metalurgia	1	45,7	24,6	51,1	29,1
	2	57,3	21,2	60,7	24,8
	3	63,6	19,5	66,2	23,0
Têxtil	1	43,3	26,0	45,5	24,5
	2	55,9	24,8	56,8	24,5
	3	62,6	22,3	62,0	22,8
Veículos e peças	1	40,7	21,4	44,6	25,4
	2	52,3	20,5	56,6	23,9
	3	60,0	19,8	64,5	22,7

Fonte: Economática, Dez/2006

Deve ser destacado que um único acionista mantém, em 8 dos 18 setores, mais de 50% de participação. Três acionistas detêm controle acima de 50% das ações em todos os setores analisados.

5. Conclusões

Diante dos trabalhos e evidências empíricas estudadas, verifica-se que a propriedade no Brasil se concentra nas mãos de poucos acionistas. Essa constatação é importante, mesmo reconhecendo-se a abertura econômica realizada no Brasil a partir de 1996 e as privatizações ocorridas na economia.

Essa forte concentração da propriedade traz um risco adicional às empresas brasileiras, ou seja, o maior risco incorrido. Uma consequência negativa dessa situação é a menor proteção ao acionista minoritário. Com isso surge um novo problema de agência, protagonizado pelos acionistas controladores e minoritários. Quando poucos acionistas controlam o capital das companhias, uma reação justificável de proteção dos minoritários é tornar os dividendos obrigatórios, como ocorre no Brasil.

A principal contribuição do artigo foi a pesquisa desenvolvida para se levantar a efetiva realidade da concentração do capital no Brasil, e demonstrar a posição perante uma nação mais desenvolvida (Estados Unidos), e outras economias emergentes.

Analisou-se a composição acionária das companhias que compõem o índice Bovespa e também de todas as companhias negociadas na bolsa de valores. Os resultados convergem; têm-se uma forte concentração no Brasil, capaz de limitar fortemente um desenvolvimento mais rápido de nosso mercado de capitais. Essa avaliação foi feita tanto para o capital ordinário como preferencial, chegando-se às mesmas conclusões.

Comparativamente, têm-se os mesmos problemas de concentração de outros países emergentes, porém o Brasil está bem abaixo de padrões de economias mais desenvolvidas. Há um longo caminho a percorrer. Enquanto um único acionista detém, em média, 6,34% das ações das companhias listadas no índice Dow Jones, no Brasil um acionista controla 36,22% do capital das companhias que compõem nosso Ibovespa. Em média, três acionistas no Brasil controlam as grandes companhias abertas brasileiras.

Inúmeras oportunidades de novas pesquisas poderão surgir desse artigo. Por exemplo, serão as empresas com maior concentração de capital também as maiores criadoras de valor? Há alguma correlação entre os dividendos distribuídos e o controle da propriedade? Até onde os modelos financeiros, baseados em empresas com propriedade mais distribuída (difusa), funcionam no Brasil? Contribuições de pesquisas futuras poderão responder tais questionamentos.

Referência Bibliográfica

BONOMO, Marco. **Finanças Aplicadas ao Brasil**. RJ: FGV Editora, 2002.

CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura de propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP**. SP, v.41, n.4, p. 369 – 380, out/nov/dez, 2006.

- CASAGRANDE NETO, Humberto, SOUZA, Lucy A., ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do capital de empresas no Brasil**. 3. ed. SP: Atlas, 2000.
- CLAESSENS, Stijn, DJANKOV, Simeon, FAN, Joseph P. H., LANG, Larry H. P. Disentangling the incentive and entrenchment effect of large shareholdings. **The Journal of Finance**. v. 57, n. 6, p. 2741-2771. December 2002.
- LEAL, Ricardo P., CARVALHAL DA SILVA, André L., VALADARES, Silvia. Ownership control and corporate valuation of brazilian companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**. SP, Abril, 2000.
- MARTINS, Gilberto de A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2ª. Ed. SP: Atlas, 1994.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, 2003.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi., SILVEIRA, Alexandre di Miceli, ROCHA, Keyler C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **XXVIII Enanpad – Encontro Nacional da ANPAD**. Curitiba, 27 a 30 de setembro, Anais, 2004. (CD-ROM).
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. SP: Atlas, 1999.
- SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. Large Shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**. v. 94, p. 461-488, 1986.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes da relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese de Doutorado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, SP, 2004.
- LEI das Sociedades por Ações, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/>>, acesso em 23/fev/2007.
- YIN, R. K. **Estudo de Caso: planejamento e método**. Traduzido por Daniel Grassi. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- WFE – *World Federation of Exchange*- disponível em <<http://www.world-exchanges.org/WFE/home.Asp?nav=ie>> acesso em 23/fev/2007 e <<http://www.fibv.com/>>.