
Condicionantes do valor do direito de voto das ações

Paulo Renato Soares Terra
Eduardo Facó Lemgruber
João Luiz Becker

Recebido em julho/93

O mercado de capitais brasileiro tem sido, desde fevereiro de 1991, objeto de amplo debate visando à busca de meios para estimulá-lo e desenvolvê-lo. A iniciativa pioneira coube à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a divulgação de proposta (Plano Diretor do Mercado de Capitais) de modificação na estrutura desse mercado. A partir de então, acompanhada por entidades diretamente relacionadas ao mercado, a CVM passou a promover reuniões abertas para discussão de novas alternativas que contribuam para o seu desenvolvimento.

Recentemente, a própria CVM acenou com proposição de implementação da segunda fase do Plano Diretor do Mercado de Capitais. Elaborou proposta de reformulação da própria legislação básica que rege as companhias brasileiras — a Lei n. 6.404 de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas —, a qual foi colocada em audiência pública no mês de maio de 1992 para receber críticas e sugestões dos participantes do mercado. Nova proposta foi encaminhada pela CVM no final do mesmo ano, permanecendo em audiência pública até 31 de março de 1993.

Dentre os vários tópicos abordados ao longo dos últimos meses, a questão dos direitos de voto das ações tem seguramente concentrado discussões. A possibilidade (facultada pelo artigo 15, parágrafo 2º, da Lei n. 6.404/76) de uma empresa emitir até dois terços de seu capital em ações preferenciais (ou seja, ações cujos direitos de voto são suprimidos em troca de algumas vantagens pecuniárias adicionais como a preferência no recebimento de dividendos e em caso de liquidação da empresa) cria oportunidade para os controladores das companhias buscarem maior capitalização no mercado sem que haja diluição, possivelmente indesejada, no controle dos destinos da empresa.

As discussões têm se caracterizado, até o momento, por argumentação pragmática em torno das supostas vantagens e desvantagens possuídas pelos preferencialistas frente aos acionistas detentores do poder de voto. São poucos os trabalhos científicos realizados no Brasil sobre o tema e visando subsidiar as reformulações futuras

Paulo Renato Soares Terra é Professor da Universidade do Vale dos Sinos — Unisinos

Eduardo Facó Lemgruber é Professor do Instituto de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio de Janeiro — Coppead/UFRJ

João Luiz Becker é Professor do Departamento de Ciências Administrativas e do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul — PPGA/UFRGS

do modelo institucional. Essas discussões têm se concentrado, na maioria das vezes, em torno de estudos comparativos com a experiência de outros países (Carvalho, 1991; Coelho, 1991), possivelmente pela ausência de maiores informações disponíveis sobre a realidade do mercado nacional. O impacto dessas espécies de ações sobre a riqueza dos acionistas e a eficiência alocacional que proporcionam, entre outras questões, continuam como pontos desconhecidos no caso brasileiro.

Objetiva-se neste trabalho investigar, sob as condições peculiares do mercado de capitais brasileiro, a influência dos direitos diferenciados de voto sobre os preços das espécies de ações de uma mesma empresa, refletindo, dessa forma, o valor de mercado do controle das companhias abertas. Mais especificamente, testam-se três fatores que podem ser responsáveis pela diferença de preços entre as espécies de ações de uma mesma companhia:

- **influência da liquidez diferenciada entre as espécies de ações de uma mesma companhia**, ou seja, como a maior ou a menor liquidez entre as espécies afeta os seus preços;
- **influência da proximidade das datas das assembléias de acionistas sobre os preços das espécies de ações com e sem direito a voto**, uma vez que nessas ocasiões o direito de voto se manifesta para decisões de grande impacto quanto aos destinos das companhias;
- **influência do mercado de opções de compra** sobre a negociação de apenas uma das espécies de ações de determinada companhia.

A preocupação imediata situa-se na compreensão do papel dos direitos de voto das ações como fator substancial para a sua precificação. No próximo tópico é apresentada breve revisão da literatura sobre o tema, procurando estabelecer o estado atual do conhecimento com relação ao assunto. No item seguinte é descrita a base de dados utilizada para as constatações empíricas. Posteriormente são definidas as variáveis utilizadas, assim como a metodologia usada. Nos tópicos seguintes são apresentados e discutidos os resultados obtidos. Finalmente, apresentam-se as conclusões obtidas com a evidência empírica e sugerem-se os possíveis desdobramentos para novas pesquisas.

REVISÃO DA LITERATURA

A diferente avaliação determinada pelo mercado para os títulos de emissão de uma empresa reflete as posições relativas de domínio e dependência entre os

diversos grupos que nela interagem. Pode ser constatada, genericamente, a existência de grupos distintos em quase todas as companhias: credores e acionistas; acionistas e administradores; acionistas majoritários e minoritários; ordinaristas e preferencialistas. Esses grupos norteiam-se por relações contingentes de concordância e conflito de interesses, basicamente competindo pela renda gerada pela firma. Os direitos de voto constituem o ponto fundamental do relacionamento entre dois desses grupos: acionistas controladores e acionistas externos à gestão da companhia.

O estudo do comportamento das empresas como consequência das interações entre esses vários grupos encontrou acolhida na teoria econômica já no início deste século. Berle & Means (1932) constataram, pioneiramente, a separação entre propriedade e gestão nas companhias abertas norte-americanas da época. Entretanto, do ponto de vista da teoria financeira esse aspecto fundamental permaneceu ignorado por muitos anos. Na década de 60, o também norte-americano Galbraith (1969) abordou o tema, argumentando que os tecnocratas (os que tomam o controle de empresas com base acionária dispersa) privilegiam o crescimento da produção da companhia (garantindo-lhes maiores poder e influência) em detrimento dos lucros dos acionistas.

A partir da década de 70, com a publicação de dois trabalhos retomando esse tema (Alchian & Demsetz, 1972 e Jensen & Meckling, 1976, inspirados no estudo pioneiro de Coase, 1937⁽¹⁾), tomou forma um corpo de conhecimentos que resultaria na moderna teoria dos agentes, na qual este trabalho pode ser situado. Esta teoria surgiu da constatação da existência de interesses conflitantes entre as diferentes partes interagentes em uma companhia, a qual só alcançará ótima alocação de recursos se esses conflitos forem adequadamente equilibrados. O termo **agentes**, segundo Barnea, Haugen & Senbet (1985), deriva do fato de as decisões da companhia serem, na maioria das vezes, delegadas aos administradores que devem **agir** em benefício de outras partes (os financiadores externos, isto é, acionistas e obrigacionistas).

Dessa forma, pode ser identificada, entre os diversos temas estudados pela teoria dos agentes (conflitos entre acionistas, obrigacionistas e administradores; incentivo ao risco e ao investimento; assimetrias informacionais; estudo de contratos financeiros complexos; instrumentos de incentivo para executivos), a disputa de interesses entre os acionistas de uma empresa, os quais repartem entre si a propriedade e o controle. Neste contexto, a propriedade refere-se aos direitos sobre os fluxos de renda gerados pela empresa, enquanto o controle diz respeito à capacidade de in-

fluenciar as decisões de investimento e financiamento da firma.

As decisões de financiamento e investimento apresentam aspectos determinantes do valor da empresa e, conseqüentemente, da riqueza dos acionistas. Estes pressupostos encaminham a questão da determinação dos fatores que influenciam o valor econômico do poder de decisão quanto aos destinos de uma companhia, ou seja, o poder de voto.

Coase (1937), Alchian & Demsetz (1972) e Jensen & Meckling (1976) lançaram as bases teóricas para o estudo do comportamento de administradores, acionistas *insiders*, acionistas *outsiders* e credores integrantes em uma companhia. Reconhecida essa base teórica, devemos aprofundar a análise focalizando as questões centrais deste estudo, ou seja, o conflito entre administradores e acionistas e, particularmente, o conflito entre *insiders* e *outsiders*. A partir de meados da década de 80 foram produzidos vários trabalhos enfocando a propriedade e o controle como questões centrais à compreensão do comportamento financeiro das companhias.

Estudos buscando determinar o valor dos direitos de voto foram alvo dos esforços de vários autores. Possivelmente a iniciativa pioneira pertença a Lease, McConnel & Mikkelson (1983), através de estudo realizado a partir de 1981, mas somente publicado dois anos depois. Em seguida Levy (1982) realizou estudo semelhante com base na bolsa de valores israelense, o qual se destaca devido à representatividade de sua amostra com relação ao mercado israelense como um todo — cerca de 25% —, enquanto a amostra de Lease, McConnel & Mikkelson representou parcela reduzida do mercado norte-americano.

Lease, McConnel & Mikkelson (1984) deram continuidade ao estudo analisando o aspecto dos poderes diferenciados de voto, mas concentrando-se na determinação dos fatores influenciadores da avaliação diferenciada pelo mercado.

Dumontier (1988), Brioschi, Buzzacchi & Colombo (1989), Horner (1988) e Bergström & Rydqvist (1990a e 1990b) desenvolveram trabalhos semelhantes para Canadá, Itália, Suíça e Suécia, respectivamente. Esses autores observaram que os recentes avanços na teoria da firma sugerem importante papel para o mercado de *corporate control* e assinalaram serem valiosos, em princípio, os direitos de propriedade associados com o controle corporativo. Tal mercado caracteriza-se, principalmente, por disputa pelas ações que conferem direitos de voto aos seus proprietários.

Outros autores investigaram a possível transferência de riqueza que pode acompanhar situações de

desigualdade de direitos de voto, particularmente a hipótese de expropriação de riqueza entre as classes de ações, patrocinada pelos acionistas controladores. Partch (1987) examinou 44 empresas nos Estados Unidos e concluiu não se confirmar tal hipótese. No entanto, Jarrell & Poulsen (1988) e Ruback (1988) encontraram evidências de expropriação de riqueza utilizando amostras de empresas do mesmo país. Na medida que o controle da companhia se torna mais concentrado, como resultado dos direitos privilegiados de voto de determinada classe de ações, reduzem-se as possibilidades de uma aquisição hostil (*takeover*), evaporando-se o potencial prêmio que costuma acompanhar tais situações. Essa evaporação representa perda de riqueza para os acionistas da classe de ações com direitos inferiores, a qual nem sempre pode ser convenientemente mensurada.

Em termos de Brasil, Freire (1992) investigou as eventuais imperfeições na formação de preços e de retornos das ações ordinárias e preferenciais de quatro companhias abertas brasileiras, ao longo do período entre 1979 e 1988, aprofundando estudo anterior (Freire & Lemgruber, 1989). O autor verificou que, exceto em uma das companhias, as ações ordinárias possuíam preços de negociação superiores aos das ações preferenciais. Constatou, ainda, oscilar tal diferença de preços ao longo do tempo, não tendo encontrado razão de origem fiscal, estatutária ou mesmo lógica para esse comportamento.

Freire examinou as diferenças de direitos de cada espécie de ação quanto às disposições legais e estatutárias e ao seu retrospecto recente, com relação a dividendos, direitos de subscrição e bonificações em dinheiro e novas ações. Em todas essas situações não encontrou razões de natureza pecuniária que justificassem a diferença de preços.

Freire investigou, igualmente, as possibilidades de arbitragem baseadas em tais diferenças de preços — fato que indicaria ineficiência do mercado de capitais — através de seis estratégias operacionais (das quais quatro constituíram testes *ex-ante*), baseadas na composição de portfólios unitários, e concluiu ser possível auferir ganhos substanciais devido ao que qualificou de "imperfeições no apreçamento dos títulos pelo mercado".

A possibilidade de ganhos de arbitragem identificada no estudo de Freire (1992) encaminha o questionamento quanto a esses ganhos deverem-se às imperfeições do mercado ou, ao contrário, refletirem benefícios de observação menos objetiva, mas reconhecidos pelo mercado, em certas circunstâncias, como dignos de valorização.

DESCRIÇÃO DA BASE DE DADOS

A investigação foi desenvolvida a partir de amostra selecionada para pesquisa anterior, dentro da mesma linha de interesse, realizada por Freire (1992). As razões que nos levaram a optar pela mesma amostra foram:

- permitir o aprofundamento das conclusões do trabalho citado, investigando aspectos não-explorados nessa pesquisa, muitos deles levantados pelo próprio autor;
- oferecer maior conhecimento sobre certas características e peculiaridades das companhias, identificadas anteriormente;
- disponibilidade de base de dados adequada aos propósitos desta pesquisa, já armazenada em meio magnético, apropriada ao tratamento computadorizado.

As empresas selecionadas para a pesquisa foram: Companhia Belgo-Mineira, Companhia Cervejaria Brahma, Mannesmann S.A. e Companhia Vale do Rio Doce. Estas empresas atendem perfeitamente aos requisitos metodológicos definidos pela natureza do trabalho, isto é, permitem a verificação da influência de determinados fatores sobre a diferença de preços entre as espécies de ações⁽²⁾.

Freire analisou as quatro companhias do ponto de vista das disposições formais de seus estatutos, assim como dos fluxos de renda percebidos pelos acionistas de ambas as espécies, constatando a equivalência entre eles ao longo do período verificado. Tal constatação levou-nos a considerar essas empresas como adequadas à investigação proposta neste trabalho.

A inclusão de cada registro no banco de dados obedeceu a vários critérios. Primeiramente, foram utilizadas apenas as observações das datas em que houve negociação simultânea das duas espécies de ações (ordinárias e preferenciais). A seguir, foi adotada a cotação média como indicador do preço de negociação das ações⁽³⁾. Por último, foi estabelecido o critério de inclusão de apenas uma observação de cada empresa em cada dia, isto é, quando houve para uma mesma empresa a negociação simultânea de suas ações **Com e Ex-direitos**, foram preservadas somente as observações **Ex-direitos**.

Cumpridos esses critérios, obteve-se o banco de dados apresentado no quadro ao lado, a partir de informações fornecidas pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

Após exame dos dados obtidos decidiu-se excluir, arbitrariamente, as observações exageradamente distanciadas da média (*outliers*). Adotou-se tal procedimento porque essas observações, apesar de pouco representativas e em pequeno número, poderiam causar perturbações nas análises, pois apresentavam grande discrepância de comportamento⁽⁴⁾.

Testes preliminares sobre a base de dados indicaram a existência do fenômeno de autocorrelação. Visando contornar esse problema, decidiu-se formar amostras com observações aleatórias. Para tanto, tendo por base o banco de dados original, foi sorteado determinado número de observações para cada companhia, de forma a eliminar tanto a proximidade entre as observações como a ordem cronológica apresentada na base de dados.

O número de observações por empresa obedeceu ao critério de procurar manter, no mínimo, uma observação por semana ao longo do período abrangido. Desta forma, obteve-se 213 observações para a Companhia Belgo-Mineira, 520 para a Companhia Cervejaria Brahma, 520 para a Mannesmann S.A. e 359 para a Companhia Vale do Rio Doce.

DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS E METODOLOGIA

Eliminaram-se, na construção das variáveis adequadas ao modelo a ser testado, as potenciais distorções provocadas por valores absolutos, trabalhando-se com medidas relativas. A diferença de preços entre as ações ordinárias e preferenciais (denominada de **prêmio**), objeto desta investigação, foi definida como:

$$PRÊMIO = (P_o - P_p)/P_p$$

ou seja, diferença relativa entre os **preços** das ações ordinárias (P_o) e os das ações preferenciais (P_p) no dia da observação.

A influência da dimensão de liquidez para a avaliação de ativos, apesar de não muito estudada na

Descrição dos Dados por Empresa

Dados	Belgo-Mineira	Brahma	Mannesmann	Vale do Rio Doce
Data Inicial	20/11/84	02/01/79	02/01/79	12/02/82
Data Final	29/12/88	29/12/88	29/12/88	29/12/88
Número de Observações	992	2.244	2.281	1.196

literatura internacional, parece assumir papel importante em mercados emergentes como o brasileiro⁽⁵⁾.

Classicamente, associa-se a liquidez de uma ação a três elementos: quantidade de ações negociadas, volume financeiro (quantidade vezes preço) movimentado e número de transações (negócios) realizadas. Estas três medidas são diretamente relacionadas à liquidez, ou seja, quanto maiores quantidades/volumes/negócios realizados, maior a liquidez da ação.

Optamos por adotar como descritor de liquidez o número de negócios. Esta escolha fundamentou-se em:

- independência do comportamento dessa variável com relação ao preço (fato não observado quanto ao volume financeiro);
- sua independência com relação a ocorrências de caráter societário, como desdobramentos, bonificações em ações e subscrições, que afetam as magnitudes de quantidades negociadas, sem necessariamente representarem incremento proporcional de liquidez (fenômenos não explicitamente assinalados na base de dados utilizada e aos quais estão expostas as quantidades negociadas);
- razoável sustentação teórica para o caráter indicador da variável, ou seja, maior número de transações seguramente indica maior nível de negociabilidade e, conseqüentemente, de liquidez.

Procurando, ainda, eliminar potenciais distorções causadas pelo uso de medidas absolutas, a variável utilizada para o teste da influência da liquidez diferenciada foi definida como:

$$NEG = (N_o - N_p)/N_p$$

ou seja, diferença relativa entre o **número de negócios** das ações ordinárias (N_o) e o das ações preferenciais (N_p) no dia da observação.

Visando à verificação da influência da proximidade das datas das assembleias gerais sobre a diferença de preços entre as espécies de ações, foi mantido contato direto com as respectivas diretorias de Relações com o Mercado das companhias que forneceram as datas de todas as assembleias gerais, ordinárias e extraordinárias, realizadas ao longo do período abrangido pela pesquisa.

As datas de vencimento do mercado de opções de compra da BVRJ foram obtidas através de exame do arquivo original de cotações da Companhia Vale do Rio Doce (única empresa da amostra a manter negociação duradoura nesse mercado durante o período investigado), identificando-se 35 vencimentos de op-

ções de compra ao longo do período compreendido entre 1983 e 1988.

A verificação da influência das assembleias de acionistas e dos vencimentos de opções necessita da definição de medidas adequadas ao estudo de eventos. Para tanto, criaram-se variáveis descrevendo a **distância** entre uma observação em particular e uma data especial na série.

O mercado de capitais brasileiro reconhece o valor do direito de voto como um dos fatores para sua avaliação.

Dessa forma, o evento (data da assembleia ou do vencimento de opções) foi identificado como dia **0** e os pregões antecedentes por números negativos. O pregão anterior a um evento corresponde à observação **-1**; dois pregões antes do evento, à observação **-2**; e assim sucessivamente. O intervalo preenchido pelas variáveis foi definido entre dois eventos consecutivos de mesma natureza, de forma a não haver perda de informação entre os eventos abrangidos pelo banco de dados, já que todo o período foi coberto.

Em resumo, foram definidas duas variáveis, uma para o estudo da influência das assembleias e outra para o dos vencimentos de opções:

$$AGA = N_{t-i}$$

ou seja, dimensão, em número de pregões, entre o dia da observação **i** e o dia da assembleia geral **t**; e

$$OPC = N_{p-j}$$

ou seja, dimensão, em número de pregões, entre o dia da observação **j** e o dia de vencimento do mercado de opções **p**.

O modelo utilizado para explicar a existência e a dimensão do **prêmio** entre as espécies de ações das empresas da amostra foi dado pela equação:

$$PRÊMIO = a + b_1NEG + b_2AGA + b_3OPC + \epsilon$$

onde **PRÊMIO**, **NEG**, **AGA** e **OPC** representam as variáveis descritas anteriormente; **a** corresponde ao coeficiente linear da equação; **b₁**, **b₂** e **b₃** aos coeficientes angulares daquelas variáveis; e ϵ ao termo de erro do modelo.

Tabela 1

Parâmetros da Regressão — Belgo-Mineira

Variável	Coefficiente	Desvio	T	Significância
NEG	-0.770682E-02	0.187253E-02	-0.411573E+01	0.0000
AGA	0.332068E-03	0.917474E-04	0.361937E+01	0.0001
Constante	0.278732E+00			
F	13.94			0.0000
R ₂	0.117197E+00			
R ₂ Ajustado	0.108790E+00			
Durbin-Watson	2.059135			

Tabela 2

Parâmetros da Regressão — Cervejaria Brahma

Variável	Coefficiente	Desvio	T	Significância
NEG	0.154891E+00	0.507648E-01	0.305115E+01	0.0011
AGA	0.420187E-03	0.138650E-03	0.303057E+01	0.0012
Constante	0.223542E+00			
F	9.05			0.0000
R ₂	0.338155E-01			
R ₂ Ajustado	0.300779E-01			
Durbin-Watson	2.030099			

Tabela 3

Parâmetros da Regressão — Mannesmann S.A.

Variável	Coefficiente	Desvio	T	Significância
NEG	-0.454705E-02	0.218373E-02	-0.208224E+01	0.0187
AGA	0.419287E-03	0.732184E-04	0.572653E+01	0.0000
Constante	0.328821E+00			
F	20.53			0.0000
R ₂	0.735629E-01			
R ₂ Ajustado	0.699790E-01			
Durbin-Watson	1.993542			

Tabela 4

Parâmetros da Regressão — Vale do Rio Doce (Com OPC)

Variável	Coefficiente	Desvio	T	Significância
NEG	0.172383E+00	0.476670E-01	0.361641E+01	0.0001
AGA	0.116007E-02	0.182113E-03	0.637005E+01	0.0000
OPC	0.384784E-03	0.446463E-03	0.861851E+00	0.1944
Constante	-0.128176E+00			
F	24.41			0.0000
R ₂	0.171023E+00			
R ₂ Ajustado	0.164017E+00			
Durbin-Watson	0.977573			

Tabela 5

Parâmetros da Regressão — Vale do Rio Doce (Sem OPC)

Variável	Coefficiente	Desvio	T	Significância
NEG	0.170471E+00	0.475981E-01	0.358147E+01	0.0002
AGA	0.117857E-02	0.180777E-03	0.651950E+01	0.0000
Constante	0.136455E+00			
F	36.27			0.0000
R ₂	0.169288E+00			
R ₂ Ajustado	0.164621E+00			
Durbin-Watson	0.957710			

RESULTADOS EMPÍRICOS

Os resultados obtidos no teste do modelo definido estão nas tabelas de 1 a 5.

ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise dos resultados indica, em síntese, que:

- de acordo com a estatística **d** de Durbin-Watson, não se verifica autocorrelação no modelo testado;
- o modelo proposto é estatisticamente significativo, em seu conjunto, para explicar o comportamento da variável dependente, de acordo com a estatística **F**, em nível de significância inferior a 0,01%;
- as variáveis independentes, tomadas isoladamente, também apresentam relacionamento estatisticamente significativo com a variável **prêmio**, em nível de significância inferior a 2%, de acordo com a estatística **T**, à exceção da variável **OPC**;
- não se pode assegurar a influência do vencimento do mercado de opções como fator estatisticamente significativo para explicar o comportamento da variável **prêmio** (tabela 4), devido à elevada probabilidade de erro ao rejeitar-se a hipótese de ausência de influência (19,44%), de acordo com a estatística **T**;
- apesar de estatisticamente significativos, os fatores eleitos para a composição do modelo respondem por parcela muito pequena de explicação da variância do **prêmio**, em todas as empresas integrantes da amostra, de acordo com o coeficiente de determinação ajustado (**R₂**). O modelo explica apenas 10,88% na Belgo-Mineira, 3,01% na Cervejaria Brahma, 7% na Mannesmann e 16,46% na Vale do Rio Doce (após a retirada da variável **OPC**);

- o coeficiente angular da variável independente **AGA** (b_2) é positivo para todas as empresas pesquisadas. As assembléias gerais constituem o momento em que o direito de voto se manifesta na sua plenitude, sendo esperado que quanto menor o intervalo de tempo anterior ao dia da assembléia (e, conseqüentemente, maior o valor de **AGA**), maior será a diferença de preços. Dito de outra forma, espera-se aumento no valor do **prêmio** na medida que **AGA** se aproxime de zero ($b_2 > 0$);
- já o coeficiente angular da variável independente **NEG** (b_1) é negativo para Belgo-Mineira e Mannesmann e positivo para Cervejaria Brahma e Vale do Rio Doce.

CONCLUSÕES

Procurou-se investigar neste trabalho, sob as condições peculiares do mercado de capitais do Brasil, alguns fatores que possivelmente determinariam a existência de diferença de preços entre as ações ordinárias e as ações preferenciais de uma mesma companhia. Essa diferença de preços, denominada **prêmio**, em tese representaria a avaliação do mercado de capitais quanto aos direitos de votos das ações.

Os resultados empíricos permitiram concluir que:

- o modelo proposto explica, em seu conjunto, o comportamento da variável dependente;
- a liquidez e a proximidade das datas das assembléias gerais de acionistas influenciam o comportamento da variável dependente **prêmio**, enquanto a proximidade das datas de vencimento do mercado de opções não explica esse comportamento;
- a capacidade explicativa do modelo com relação à variabilidade do **prêmio** é muito pequena, sugerindo haver outros fatores que, em conjunto com a liquidez e as datas das assembléias, expliquem de forma mais completa a existência e a dimensão da diferença de preços entre as espécies de ações das companhias brasileiras;
- o sentido da influência da liquidez se mostra contraditório para o conjunto da amostra, pois em duas das empresas estudadas é direto — quanto maior a liquidez, maior o **prêmio** — e nas outras ocorre o inverso;
- a proximidade das datas das assembléias gerais de acionistas influencia diretamente a diferença de preços entre as espécies de ações, sustentando a argumentação teórica adotada.

As conclusões apresentadas parecem confirmar que a diferente precificação das ações ordinárias e preferenciais de uma mesma companhia corresponde

ao reconhecimento do valor do direito de voto das ações por parte do mercado de capitais.

Resumidamente, com base na amostra utilizada pode-se concluir que o modelo proposto, combinando a influência da diferença de liquidez entre as espécies com a da proximidade das datas das assembléias gerais de acionistas, mostrou-se significativo, mas insuficiente para explicar a totalidade do fenômeno da diferença de preços entre as espécies de ações de uma mesma empresa, as quais se distinguem principalmente pelos diferentes direitos de voto. Contudo, a confirmação empírica do relacionamento teórico esperado com as datas das assembléias (associada aos resultados teoricamente pouco conclusivos da influência da liquidez diferenciada) sugere que o mercado de capitais brasileiro reconhece o valor do direito de voto das ações como um dos fatores para a sua avaliação, embora não seja essa a única influência e tampouco a mais importante.

Analisando os resultados obtidos percebem-se alguns pontos de convergência com trabalhos desenvolvidos anteriormente, principalmente quanto à influência da liquidez sobre o prêmio. Os esforços de Lease, McConnel & Mikkelson (1984) no exame da influência desse fator, com a utilização de modelos análogos ao empregado nesse estudo, resultaram igualmente inconclusivos. Este fato leva-nos a duas suposições possíveis: a liquidez não apresenta, efetivamente, influência sobre os preços das espécies de ações ou os modelos utilizados não são adequados à mensuração dessa influência.

De fato, consultando trabalhos comprometidos com a verificação do impacto da liquidez sobre a precificação de ativos, constatou-se a utilização, na maior parte deles, de observações *intra-day* (Amihud & Mendelson, 1988) em contraste com a base de dados diários utilizada neste estudo.

Algumas reflexões acerca das características particulares do mercado de capitais brasileiro e das empresas que dele participam também parecem oportunas. No Brasil, a transferência do controle acionário das companhias via aquisições hostis no mercado não parece ser a regra, ao contrário dos casos norte-americanos. Este fato deve-se, aparentemente, às sólidas participações majoritárias mantidas pelos acionistas controladores das empresas abertas. Supondo-se essa circunstância como a regra geral, é justo questionar a representatividade das transações com ações ordinárias via bolsa de valores como um indicador do valor dos direitos de voto das ações. Não seria mais adequado analisar, especificamente, situações de transferência de controle (inclusive **extra-mercado**) para tais fins? O pequeno poder de explicação obtido

com o modelo empregado neste trabalho assim parece sugerir. Os recentes leilões de privatização de empresas, dentro do Programa Nacional de Desestatização, oferecem amplas oportunidades para essas análises.

Outras considerações devem ser feitas com relação às companhias pesquisadas. Duas das empresas possuem controle acionário estrangeiro (Companhia Belgo-Mineira e Mannesmann S.A.) e, pelo que se tem notícia, não passaram por processo de nacionalização ou de transferência de controle. Outra delas (Companhia Vale do Rio Doce) é uma companhia de controle estatal que, igualmente, não sofreu processo de privatização ao longo do período analisado. Apesar de não terem ocorrido, aparentemente, disputas pelo controle dessas empresas, observou-se a existência de um prêmio entre suas espécies de ações e, mais ainda, Freire (1992) identificou possibilidades de arbitragem na formação de portfólios compostos por suas ações ordinárias e preferenciais. Estas constatações sugerem a influência dos direitos de voto, mesmo em situações de controle acionário estável.

A Companhia Cervejaria Brahma, no entanto, representa situação peculiar em termos de mercado de capitais no Brasil. Trata-se de empresa cuja transferência do controle acionário deu-se via bolsa de valores. Este fato possivelmente provocou repercussões sobre os resultados deste trabalho, cuja metodologia não objetivava mensurar tais influências. Parece recomendável, portanto, o desenvolvimento de um estudo de caso analisando o processo de transferência de controle dessa companhia em particular e sua repercussão em termos de prêmio entre as suas espécies de ações. Estudo desse tipo não faria sentido dentro dos objetivos deste trabalho, mas certamente ajudaria na melhor compreensão de seus resultados.

Percebe-se que muitas questões permanecem em aberto. O tema é vasto, fértil e ainda inexplorado, oferecendo inúmeras oportunidades para novas pesquisas. Este trabalho abrangeu apenas pequena par-

cela do assunto, mas ao longo de sua elaboração muitas idéias para novas investigações surgiram.

Com o intuito de estimular a realização de novos estudos, que aumentem o nível de conhecimento sobre o tema, elaboramos algumas sugestões para a realização de outras pesquisas.

- O controle de uma empresa relaciona-se, certamente, com a dimensão do **prêmio**. Assim, como este comporta-se em situações de mudança dos controladores das empresas? Existem diferenças no **prêmio** em situações de tentativa de tomada do controle? A disputa pelo controle tem impacto sobre ele? De qual forma? A maior ou a menor concentração do controle influencia sua dimensão e seu comportamento?
- As datas das assembleias gerais de acionistas revelaram-se fator significativo para a determinação de **prêmio** entre as ações. Qual é o seu comportamento no período que antecede a convocação de uma assembleia, entre a data de convocação e a de realização da assembleia e após esta data? Existe algum padrão de comportamento de acordo com os tipos de pautas das assembleias?
- Neste estudo limitamo-nos a examinar o efeito das datas de vencimento de opções sobre o **prêmio**. No entanto, existem outros aspectos importantes relativos a esse mercado que podem o influenciar. Qual o efeito do volume de opções transacionadas sobre o **prêmio**? Existe alguma diferença se as séries de opções estiverem *in-the-money*, *at-the-money* ou *out-of-the-money*?

O banco de dados, assim como outras informações pertinentes utilizadas na condução deste trabalho, está à disposição dos interessados. O tema é fértil para novos estudos e o caminho a ser percorrido oferece possibilidades ilimitadas. ♦

NOTAS

- (1) Segundo Coase (1937), a alocação de recursos não depende apenas do mecanismo de preços, mas também da coordenação de um agente decisor, humano, denominado pelo autor de dirigente. Embora seja difícil determinar os fatores influenciadores das decisões de um dirigente, pode ser admitido um conflito básico entre os benefícios privados que este pode obter e os benefícios públicos para a firma como um todo. Partindo-se desta conclusão, pode-se

modelar o comportamento das diversas partes que interagem na empresa.

- (2) Para integrar a amostra a empresa deveria atender aos seguintes requisitos:
 - ser **registrada** em bolsa;
 - possuir ações ordinárias e ações preferenciais diferenciadas **exclusivamente** quanto aos direitos de voto, sendo semelhantes com relação a **fluxos de dividendos** e outros direitos **pecuniários**;

NOTAS

- serem suas espécies de ações negociadas **simultaneamente** na mesma bolsa de valores no dia da observação;
 - ter apresentado **número razoável** de dias com **efetiva negociação de ambas as espécies** ao longo do período analisado.
- (3) A cotação média foi escolhida para a construção do banco de dados por expressar a média ponderada dos preços no dia da observação, minimizando possíveis distorções oriundas de manipulações especulativas no fim do pregão que costumam se refletir na cotação de fechamento.
- (4) Após essa eliminação arbitrária os arquivos passaram a conter os seguintes números de observações:
- Companhia Belgo-Mineira — 985 (7 a menos);
 - Companhia Cervejaria Brahma — 2.226 (18 a menos);
 - Mannesmann S.A. — 2.273 (8 a menos);
 - Companhia Vale do Rio Doce — 1.191 (5 a menos).
- (5) O leitor interessado poderá consultar Amihud & Mendelson (1988) e Brito (1984).

RESUMO

Investiga-se neste trabalho três fatores potencialmente explicadores da diferença de preços verificada entre duas espécies de ações (ordinárias e preferenciais) de uma mesma companhia: influência da liquidez diferenciada entre as espécies de ações, influência da proximidade das datas das assembléias gerais de acionistas e influência da proximidade das datas de vencimento do mercado de opções de compra. Há evidência de ser o modelo estatisticamente significativo para esclarecer tal diferença de preços, embora responda por parcela pequena da explicação. Análises complementares sugerem que o mercado de capitais brasileiro reconhece o direito de voto como um dos fatores influenciadores da avaliação das ações.

Palavras-chave: direitos de voto das ações, ações ordinárias e ações preferenciais, avaliação de ações, mercado de capitais brasileiro

ABSTRACT

This paper studies three factors that potentially explain the observed pricing difference between two classes of shares (common and preferred) issued for the same company: the influence of distinguished liquidity, the influence of the dates of shareholder's annual meetings, and the influence of call option's exercise dates. Evidence that the model is significant to explain the pricing difference is provided, although with low explaining power. Complementary analysis suggests that the Brazilian capital market considers share voting rights as one of stock's evaluation factors.

Uniterms: stock voting rights, common stock and preferred stock, stock evaluation, Brazilian capital market

REFERÊNCIAS
BIBLIOGRÁFICAS

- ALCHIAN, A.A. & DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. *American Economic Review*, American Economic Association, n.62, p.777-795, 1972.
- AMIHUD, Y. & MENDELSON, H. Liquidity and asset prices: financial management implications. *Financial Management*, Hanover, Dartmouth Printing Company, v.17, n.1, p.5-15, Spring 1988.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.A.; SENBET, L.W. *Agency problems and financial contracting*. Englewoods Cliffs, Prentice-Hall, 1985.
- BERGSTRÖM, C. & RYDQVIST, K. The determinants of corporate ownership: an empirical study on Swedish data. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, North-Holland, n.14, p.237-253, 1990a.

- BERGSTRÖM, C. & RYDQVIST, K. Ownership of equity in dual-class firms. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, North-Holland, n.14, p.255-269, 1990b.
- BERLE, A.A. & MEANS, G.C. *The modern corporation and private property*. New York, McMillan, 1932.
- BRIOSCHI, F.; BUZZACCHI, L.; COLOMBO, M.G. Risk capital and the separation of ownership and control in business groups. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, North-Holland, n.13, p.747-772, 1989.
- BRITO, N.R.O. Medidas de liquidez do mercado de ações: uma análise conceitual e empírica. *Relatório de Pesquisa*, Rio de Janeiro, Coppead/UFRJ, n.58, out. 1984.
- CARVALHO, M.C. Preferenciais e o resto do mundo. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, 29/30 mar. e 1^o abr. 1991. p.38.
- COASE, R.H. The nature of the firm. *Economica*, n.4, p.386-405, nov. 1937.
- COELHO, M. A valorização do produto ação. *Revista Abamec*, Rio de Janeiro, Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais-Seção Rio, p.16-21, 1991.
- DUMONTIER, P. Actions ordinaires, actions subalternes: le prix du droit de vote et les facteurs qui le déterminent. *Finance*, Paris, Presses Universitaires de France, v.9, n.1, p.17-37, 1988.
- DURBIN, J. & WATSON, G.S. Testing for serial correlation in least squares regression. *Biometrika*, v.38, p.159-177, 1951. *Apud* KMENTA, J. *Elementos de econometria: teoria econométrica básica*. 2a. ed., v.2. Traduzido por Carlos Roberto Vieira de Araújo. São Paulo, Atlas, 1990.
- FREIRE, A.T.A. *O valor do controle de empresas abertas no Brasil: comportamento das ações e possibilidade de arbitragem*. Rio de Janeiro, 1992. 124 p. Dissertação (Mestrado) — Coppead, Universidade Federal do Rio de Janeiro.
- FREIRE, A.T.A. & LEMGRUBER, E.F. O valor de voto no mercado brasileiro de ações ao portador: constatações iniciais. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 13. *Anais*. Belo Horizonte, 1989.
- GALBRAITH, J.K. *O novo estado industrial*. Traduzido por Álvaro Cabral. Rio de Janeiro, Civilização Brasileira, 1969.
- HORNER, M.R. The value of corporate voting right: evidence from Switzerland. *Journal of Banking and Finance*, Amsterdam, North-Holland, n.12, p.69-83, 1988.
- JARRELL, G.A. & POULSEN, A.B. Dual-class recapitalizations as antitakeover mechanisms: the recent evidence. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, North-Holland, n.20, p.129-152, 1988.
- JENSEN, M.C. & MECKLING, W.H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, North-Holland, n.3, p.305-360, 1976.
- LEASE, R.C.; McCONNEL, J.J.; MIKKELSON, W.H. The market value of control in publicly-traded corporations. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, North-Holland, n.11, p.439-471, 1983.
- _____. The market value of differential voting rights in closely held corporations. *Journal of Business*, Chicago, University of Chicago, v.57, n.4, p.443-467, 1984.
- LEVY, H. Economic evaluation of voting power of common stock. *The Journal of Finance*, New York, American Finance Association, v.38, n.1, p.79-93, mar. 1982.
- PARTCH, M.M. The creation of a class of limited voting common stock and the shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, North-Holland, n.18, p.313-339, 1987.
- RUBACK, R.S. Coercive dual-class exchange offers. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam, North-Holland, n.20, p.153-173, 1988.