
Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil

Taiane Las Casas Campos

RESUMO

A estrutura da propriedade das empresas é determinada pela concentração da propriedade e pela identidade do acionista majoritário. A concentração da propriedade refere-se ao percentual de ações do acionista majoritário ou de um grupo. Esse acionista ou grupo pode ser uma família, o governo, um banco, um investidor institucional ou uma companhia não-financeira, sendo essas as categorias utilizadas para definir a identidade. O objetivo neste artigo é avaliar em que medida a estrutura da propriedade afeta o desempenho organizacional. Avaliaram-se essas relações por meio de regressões múltiplas, configuradas na forma de painéis. O artigo está dividido em cinco tópicos, incluindo a introdução e a conclusão. No segundo tópico, discutem-se as relações entre a concentração da propriedade e a identidade dos acionistas e o desempenho organizacional. No terceiro, apresenta-se a metodologia da pesquisa que investiga essas relações. Por fim, no quarto tópico, apresentam-se os resultados da pesquisa empírica.

Recebido em 13/outubro/2004
Aprovado em 02/dezembro/2005

Palavras-chave: governança corporativa, concentração da propriedade, identidade dos acionistas, desempenho econômico.

1. INTRODUÇÃO

Um importante campo dos estudos organizacionais é aquele que tem como objeto a análise do desempenho organizacional. As pesquisas têm diferentes questionamentos que compreendem desde o conceito (geração de lucros, agregação de valor, dentre outras) até questões referentes a dimensões internas que possam afetar o desempenho. A pesquisa aqui relatada insere-se nessa dimensão e busca avaliar como a estrutura da propriedade pode ser um determinante do desempenho das organizações.

A estrutura da propriedade das empresas é estabelecida em duas dimensões. A concentração da propriedade é a primeira delas e refere-se ao número de ações detidas por um acionista ou por grupo de acionistas. A segunda dimensão

Taiane Las Casas Campos, Mestre em Economia e Doutora em Administração, é Professora dos departamentos de Economia e Relações Internacionais da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (CEP 30140-002 — Belo Horizonte/MG, Brasil).

E-mail: lascasas@pucminas.br
taianelascasas@terra.com.br

Endereço:
Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais
Avenida Dom José Gaspar, 500
Coração Eucarístico
30140-002 — Belo Horizonte — MG

é a identidade do acionista majoritário, ou seja, a categoria que detém o controle acionário da empresa: família, governo, banco, investidor institucional ou companhia não-financeira. As empresas apresentam diferentes estruturas de propriedade, como número maior de ações em mãos de um acionista ou a presença de famílias ou bancos como acionistas majoritários. Pode-se esperar que cada tipo de acionista tenha interesses distintos e que a concentração da propriedade implique autonomia decisória que determine todas as demais decisões na esfera organizacional. Pode-se esperar, ainda, que as diferenças nas estruturas de propriedade sejam resultado de uma racionalidade (no sentido da existência de uma razão) cujos determinantes possam ser estabelecidos e que o desempenho organizacional seja o mais importante.

O objetivo neste artigo é avaliar em que medida a estrutura da propriedade afeta o desempenho organizacional. Avaliaram-se essas relações por meio de regressões múltiplas, configuradas na forma de **painéis**. O texto está dividido em cinco seções, incluindo esta introdução e a conclusão. Na segunda seção, discutem-se as possíveis motivações ou a racionalidade das diferentes estruturas de propriedade, tanto na dimensão da concentração quanto na identidade do acionista majoritário, e os efeitos esperados no desempenho organizacional. No terceiro e quarto tópicos, apresentam-se a metodologia e os resultados da pesquisa empírica, respectivamente.

2. A ESTRUTURA DA PROPRIEDADE E O DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

A existência de uma estrutura de governança das empresas que possa ser considerada ideal tem sido objeto de grande debate entre estudiosos. Para Monks e Minow (2001), a estrutura ideal seria aquela que fosse capaz de possibilitar a obtenção dos melhores resultados organizacionais. Kang e Sorensen (1999) sugerem que não há uma estrutura de governança ideal, mas sim uma contingente, determinada por variáveis como: contexto competitivo, autoridade formal, influência social e *expertise* de cada proprietário. Esses autores consideram, contudo, que existem duas características da estrutura de governança que são fundamentais para determinar a relação entre a propriedade e o desempenho organizacional: a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário (KANG e SORENSEN, 1999).

A importância da concentração e da identidade dos acionistas para desempenho é determinada pelo grau ou pela intensidade dessas variáveis na estrutura de capital. A concentração de capital aumenta a inserção dos acionistas no processo decisório e reduz os problemas de agência (LEECH e LEAHY, 1991). A identidade dos acionistas, em estruturas concentradas, possibilita a formalização das preferências dos acionistas por resultados específicos, além de reduzir os problemas de agência.

2.1. A concentração da propriedade e o desempenho organizacional

A racionalidade que justifica a concentração está baseada na relação entre os custos e os benefícios da propriedade, conforme propõem Kang e Sorensen (1999). A maior concentração da propriedade implica melhor desempenho porque reduz os custos da propriedade. Esses custos são de três tipos: os de agência, os da tomada de decisão e os custos relacionados ao risco (HANSMANN, 2000).

Os custos de agência podem ser estabelecidos em duas dimensões. A primeira refere-se aos custos de monitoramento, aqueles necessários para monitorar a condução dos negócios. O monitoramento é necessário para alinhar as ações dos administradores aos interesses dos acionistas. Os custos de monitoramento são maiores em organizações com grande número de acionistas, porque um grande número de informações deve ser dado a um grande número de pessoas. A segunda dimensão, a dos custos de agência, é relativa ao oportunismo dos administradores, que é derivado das dificuldades de controle por parte dos acionistas. Coibir o oportunismo gera custos, pois implica ações legais, maior sofisticação dos contratos e outras sanções ao comportamento dos administradores.

Os custos de tomada de decisão coletiva devem-se à heterogeneidade dos participantes, o que acaba por gerar custos no processo decisório. Em uma estrutura de propriedade pulverizada, os custos de negociação entre os diferentes acionistas, com distintos interesses e percepções da forma de condução dos negócios, podem ser elevados. Quando a propriedade é concentrada em um grupo homogêneo, os interesses convergem e os custos de tomada de decisão são menores.

Por fim, os acionistas incorrem nos custos relativos ao risco. Os custos de agência e de tomada de decisão são provenientes do controle na condução dos negócios. Os custos do risco são advindos dos negócios. Com a propriedade concentrada, tais riscos concentram-se no grupo de proprietários, e a dispersão da propriedade reduz os riscos individuais (HANSMANN, 2000). Pode-se considerar, então, que a propriedade concentrada justifica-se, porque nela os custos de agência e de tomada de decisão são menores. Em contrapartida, as empresas com propriedade concentrada incorrem em mais custos advindos do risco.

Os custos da propriedade podem, ainda, variar por uma ampla gama de motivos. Uma possibilidade é a diferença nas estruturas de governança dos países. Gedajlovic e Shapiro (1998) testaram a hipótese de que as diferenças nessas estruturas podem ter impactos nos custos da propriedade e esses podem afetar o desempenho das organizações. Os autores consideraram a existência de duas estruturas de governança para classificar os países. A primeira — anglo-saxônica — é caracterizada por relativa passividade dos acionistas, pelo baixo grau de independência dos conselhos de administração em relação aos administradores e por um mercado pouco ativo

para exercício do controle corporativo. Esse mercado premia ou pune os administradores, com salários e outros benefícios, a partir dos resultados da organização. A segunda estrutura de governança considerada pelos autores é aquela presente na Europa Continental e no Japão, a qual se caracteriza por acionistas participantes, conselhos de administração mais independentes e um limitado mercado para controle corporativo.

As diferenças verificadas nessas estruturas de governança podem resultar em um aparato legal/institucional de restrições à ação administrativa, que podem ser internas ou externas. Internamente, essas estruturas podem apresentar mecanismos mais eficientes para monitorar as ações dos gestores. A existência de um ativo mercado de trabalho pode ser um componente externo importante para avaliar o desempenho dos gestores. Gedajlovic e Shapiro (1998) consideram que nos países anglo-saxões as restrições internas são fracas e as externas fortes. Ao contrário, nos países da Europa Continental (França e Alemanha) as restrições internas são fortes e as externas fracas. A partir dessas constatações, os autores desenvolveram a hipótese de que, nos países com restrições internas fortes e externas fracas, os custos da propriedade são menores e a concentração da propriedade é negativamente relacionada com os lucros. Essa relação pode ser determinada pelo fato de haver um fraco mercado de trabalho para os administradores, o que não gera incentivos para a atuação deles e, portanto, interesse na busca por melhor desempenho da organização. Já nos países com restrições externas fortes, há correlação positiva entre concentração de propriedade e lucros, devido, em grande parte, à avaliação que o mercado faz do desempenho dos gestores. A pesquisa contou com uma amostra de 1.030 empresas de cinco países e concluiu que há significativas diferenças na estrutura de propriedade entre os países e correlação negativa entre pulverização das ações e taxas de lucro.

Oswald e Jahera (1991) buscaram avaliar os efeitos sobre o desempenho quando os administradores detêm ações das empresas. Analisaram uma amostra de 645 organizações listadas na Bolsa de Valores de New York, no período de 1982 a 1987, e concluíram que, quando os diretores detêm ações, há um diferencial positivo no desempenho organizacional.

Leech e Leahy (1991), em outra vertente dessas pesquisas, procuraram avaliar a importância da concentração da propriedade como um mecanismo para ampliar o controle e gerar incentivo para os administradores. Os autores concluíram que, para as organizações britânicas, há correlação positiva entre o desempenho organizacional e a concentração da propriedade e que essa depende do tamanho da firma, da diversificação de risco e da produção.

A partir das evidências empíricas, Demsetz e Lehn (1985) questionam por que todas as organizações, na busca por eficiência, não teriam grande parte de suas ações nas mãos de poucos acionistas. A pulverização de capital, característica das empresas americanas e inglesas, seria, então, ineficiente, uma vez que a concentração da propriedade é positivamente cor-

relacionada com o desempenho. Os autores argumentam que há racionalidade no grau de concentração, que é determinada pelo tamanho da organização, pela instabilidade da taxa de lucro e pela existência de regulação para o setor.

O tamanho de uma firma é definido pelas características do produto — economias de escala — e varia entre os diversos setores. Para grandes empresas, o capital necessário para obter economias de escala é alto, o que implica elevado número de acionistas necessários para integralizar o capital. A instabilidade das taxas de lucro reflete a instabilidade do mercado em que a firma opera. Firmas em mercados com baixo índice de avanço tecnológico e com poucas inovações de produtos podem ser mais facilmente controladas, no sentido de avaliar o desempenho dos administradores, do que firmas em ambientes turbulentos. Assim, naquelas que operam em mercados instáveis pode haver, segundo Demsetz e Lehn (1985), um ganho residual ou lucro gerado pelo monitoramento dos acionistas, aumentando a concentração do capital. Por fim, a regulação reduz as possibilidades de ação dos administradores. Em setores regulados, a concentração da propriedade é menor, pois exige menor necessidade de monitoramento. Os autores testaram essas hipóteses em uma pesquisa com 511 empresas americanas e comprovaram que a concentração da propriedade é menor para empresas de grande tamanho, que operam em ambientes estáveis e em setores regulados. Demsetz e Lehn (1985) concluíram que há racionalidade da concentração da propriedade que visa maximizar os lucros.

O conjunto de proposições de Demsetz e Lehn (1985) sobre os determinantes da concentração da propriedade foi testado por Gedajlovic (1993) para as empresas americanas e canadenses. O autor não comprovou a racionalidade da estrutura de capital, pois não verificou aumento da concentração para setores instáveis e para aqueles regulados. Comprovou, contudo, que as organizações com alto grau de concentração de capital apresentaram melhor desempenho.

2.2. A identidade dos acionistas e o desempenho organizacional

A identidade do proprietário é uma das variáveis que Kang e Sorensen (1999) consideram relevantes para estabelecer a relação entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional. Thomsen e Pedersen (2000, p.689) consideram que, enquanto a concentração da propriedade mede o poder dos acionistas para influenciar os administradores, a identidade do proprietário “tem implicações para seus objetivos e a forma pela qual ele exerce seu poder e isso é refletido na estratégia da companhia no que se refere ao objetivo dos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento”.

Thomsen e Pedersen (2000) partem da premissa de que o objetivo dos proprietários (investidores institucionais, bancos, famílias, governo, empregados, administradores) é maximizar sua utilidade. A propriedade pode, a princípio, ser concentrada

nas mãos de qualquer uma dessas categorias. Contudo, existem custos da propriedade, conforme já discutido, e custos de transação referentes à obtenção de informações, que são diferentes para cada categoria de proprietários. Os custos de transação são eliminados quando a categoria assume a propriedade, mas passa a incorrer nos custos de propriedade (agência, tomada de decisão e risco). A esses custos estão associados os benefícios da propriedade, que variam de acordo com as preferências de cada categoria. Assim, segundo Thomsen e Pedersen (2000), cada categoria tem custos e benefícios da propriedade. As famílias fazem grande investimento em capital humano, adquirindo vantagens nessa especialização e capacitando-se para a atividade administrativa, o que reduz os custos de agência. Em contrapartida, as famílias são mais avessas ao risco, reduzindo as possibilidades de acesso a recursos e, conseqüentemente, a projetos de investimento. Em posição inversa, encontram-se os bancos e investidores institucionais, que têm acesso a crédito e alta propensão ao risco. Eles não têm, contudo, as mesmas habilidades da gestão, o que os faz incorrer em maiores custos de agência.

[...] a identidade do proprietário é uma importante variável para entender as relações entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional.

Os investidores institucionais são, segundo Thomsen e Pedersen (2000), a categoria que tende a ter os melhores resultados como proprietários. Caracterizam-se por ter vantagens em termos financeiros, pouca aversão ao risco, habilidades para influenciar os administradores e expectativas de retorno no longo prazo. Essa percepção sobre os investidores institucionais é compartilhada por Chaganti e Damanpour (1991). Para eles, o volume de recursos disponíveis e, conseqüentemente, a maior mobilidade da carteira de investimentos fazem com que esses investidores participem de forma cada vez mais ativa na gestão das empresas, particularmente nos conselhos de administração. Esses autores desenvolveram uma pesquisa em que investigaram as relações entre a participação de investidores institucionais e o desempenho de 40 empresas americanas. Eles dividiram os investidores em duas categorias: os *insiders* — aqueles com grande participação acionária e que atuam no conselho — e os *outsiders* — os que têm ações sem participação nas decisões. A pesquisa comprovou correlação positiva e significativa entre a existência de investidores *insiders* e o desempenho organizacional e fraca correlação entre essa variável e a existência de investidor *outsider*.

Essas relações e a utilização de técnicas de estatísticas mais acuradas também foram consideradas por Thomsen e Pedersen (2000) para 100 grandes empresas de 12 países europeus. Os autores pesquisaram as relações entre os tipos de propriedade, em especial o investidor institucional, e o desempenho organizacional. Utilizando ampla gama de medidas de desempenho,

eles constataram que há diferentes resultados a partir das preferências do proprietário. As empresas que têm as famílias como acionista majoritário maximizam as vendas; já os bancos, os lucros de curto prazo. Os autores concluíram que a identidade do proprietário é uma importante variável para entender as relações entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional.

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

A pesquisa foi estruturada a partir de um conjunto de quatro hipóteses: duas para a concentração da propriedade e duas para a identidade do acionista majoritário.

As hipóteses para a concentração da propriedade são:

Hipótese 1: Empresas com maior concentração da propriedade têm melhor desempenho em termos de lucratividade.

Hipótese 2: Empresas com maior concentração da propriedade têm tamanho e vendas menores.

Optou-se por dividir as variáveis de desempenho em dois conjuntos, lucratividade e crescimento (tamanho e vendas), porque se espera que a concentração seja positivamente correlacionada com a lucratividade e negativamente com o tamanho e as vendas. As hipóteses baseiam-se nas pesquisas que consideram que a maior concentração da propriedade reduz os custos da propriedade e o acesso a recursos para os investimentos, o que impossibilitaria o crescimento, ou seja, maiores ativos e vendas.

As hipóteses para a identidade do acionista majoritário são:

Hipótese 3: As empresas que têm as famílias, os bancos, os investidores institucionais, as companhias não-financeiras e o governo como acionistas majoritários têm melhor desempenho em termos de lucratividade.

Hipótese 4: As empresas que têm as famílias como acionista majoritário têm tamanho e vendas menores.

Não se fez distinção quanto à identidade do acionista majoritário e a lucratividade, pois espera-se que, para qualquer categoria, o objetivo seja maximizar os lucros. Por outro lado, espera-se correlação negativa entre as famílias como acionistas majoritários e o tamanho e as vendas das empresas, porque essa categoria é, conforme prevê a literatura, mais avessa ao risco e, portanto, menos propensa a endividamentos.

A amostra é composta por 136 empresas brasileiras que operam na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e atuam em 14 setores da atividade econômica. Os dados foram coletados para um período de quatro anos, de 1998 a 2001.

3.1. Definição das variáveis utilizadas

3.1.1. Variáveis de desempenho organizacional

Os indicadores de desempenho organizacional utilizados foram:

- o retorno sobre patrimônio líquido (ROE) — lucro líquido após imposto de renda dividido pelo patrimônio líquido — mede o retorno obtido sobre o investimento (ações preferenciais e ordinárias) dos proprietários da empresa;
- o retorno sobre vendas, ou seja, a margem líquida — lucro líquido após o imposto de renda dividido por vendas — mede a porcentagem de cada unidade monetária de vendas que restou depois da dedução de todas as despesas;
- o tamanho da empresa — total do ativo (em unidades monetárias);
- as vendas, em unidades monetárias.

As principais críticas ao uso das medidas contábeis são quanto à impossibilidade de fazer comparações entre indústrias, às distorções geradas pela inflação e às diferenças na apuração das contas (COCHRAN e WOOD, 1984). Contudo, as dificuldades de comparar empresas de setores diferentes podem ser equacionadas por meio do método estatístico utilizado. A correção das informações pelos índices de preços elimina o problema da inflação. Por fim, a padronização dos métodos de apuração das contas das empresas pode reduzir, não eliminar, os problemas advindos da utilização de informações contábeis.

Os dados financeiros, para a variável desempenho organizacional, são originados dos balanços patrimoniais das empresas e obtidos pelo *software* Economática⁽¹⁾. Esses balanços são avaliados por empresas de auditoria credenciadas e independentes e estão sujeitos às regras contábeis impostas pela Lei n.6.404/76⁽²⁾. Os balanços patrimoniais das companhias brasileiras de capital aberto são apurados com base nos valores de 31 de dezembro de cada ano e têm seus valores contabilizados a preços correntes. Dessa forma, utilizaram-se os indicadores tamanho e vendas, os únicos apurados em valores monetários, corrigidos pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) da Fundação Getúlio Vargas, para o ano de 1998.

3.1.2. Variáveis de estrutura da propriedade

Para o indicador de concentração da propriedade, Gedajlovic e Shapiro (1998) consideraram o percentual de ações com direito a voto do acionista majoritário. Demsetz e Lehn (1985) utilizaram, além do acionista majoritário, o percentual de ações dos 20 maiores acionistas e o coeficiente de Herfindhal — soma ao quadrado do percentual das ações controladas pelo acionista majoritário. A maior estratificação da concentração da propriedade foi feita por Leech e Leahy

(1991), que consideraram o percentual do maior, dos cinco maiores, dos dez maiores e dos 20 maiores acionistas, além do coeficiente de Herfindhal.

Os indicadores de concentração da propriedade utilizados foram o percentual de ações do acionista majoritário, dos três, dos cinco e dos dez maiores acionistas. Assim, utilizou-se a estratificação proposta por Leech e Leahy (1991) e adicionaram-se, ainda, os três maiores acionistas como indicadores de concentração devido à estrutura de capital das empresas brasileiras.

Para o segundo conjunto de indicadores de estrutura de propriedade — a identidade do proprietário —, Thomsen e Pedersen (2000) utilizaram as categorias famílias, bancos, empresas não-financeiras, governo e investidores institucionais como as mais relevantes. Foram essas as categorias utilizadas nesta pesquisa.

Os dados são do *software* Economática, que obtém as informações a partir da Bovespa. As datas de anúncio da composição acionária variam entre as empresas. Existem algumas com mais de um anúncio por ano. Assim, foram considerados os anúncios das datas mais próximas ao dia 31 de dezembro de cada ano.

3.2. Metodologia de análise dos dados

Os dados foram analisados em dois estágios. No primeiro, utilizaram-se técnicas de análise estatística básica e o objetivo foi avaliar as variações dos dados ao longo do período considerado e buscar informações acerca da estrutura da propriedade por setores da atividade econômica.

Além da análise estatística básica, desenvolveu-se um conjunto de regressões na forma de **painel**, pois os dados têm a forma *cross-sections* e *time-series*. Os estudos *cross-sections* são utilizados para “capturar aspectos da vida social, incluindo características de uma população, atitudes de indivíduos, crenças, valores, aspectos de um grupo social, organizações, instituições e estruturas” (BLAIKIE, 2000, p.229). Esse tipo de dado, apesar de refletir as características de um grupo, não expressa mudanças advindas de ações desses mesmos grupos ao longo do tempo. Assim, para captar essas mudanças, tornou-se necessária a utilização das mesmas informações ao longo de um tempo determinado, configurando, assim, as séries de tempo. A conjugação de dados na forma de *cross-section* e *time-series* forma os dados em painel, aqueles nos quais um indivíduo *cross-section* é analisado ao longo do tempo. Usam-se esses dados para identificar e medir efeitos que não são detectáveis nem na *cross-sections* nem em *time-series* isoladamente (GUJARATI, 1995).

Os resultados das regressões em painel são analisados a partir das probabilidades da estatística *t*. Essa probabilidade é também conhecida como *p-value* ou o nível de significância marginal. Dado o valor *p-value*, pode-se aceitar ou rejeitar a hipótese nula. Para o resultado do teste, ao nível de signifi-

cância de 5%, o *p-value* deve ser menor que 0,05, e isso é evidência de que se pode rejeitar a hipótese nula de que o coeficiente é zero.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Composição da concentração da propriedade

Com base nos dados das 136 empresas que compõem a amostra, observou-se que há alta concentração da propriedade principalmente a partir dos três maiores acionistas, grupo que detinha, na média do período analisado, 81,39% do total das ações, como pode ser visto na tabela 1.

Tabela 1

Distribuição Percentual de Ações por Grupo de Acionistas

Grupo de Acionistas	1998	1999	2000	2001	Média
Maior	58,99	61,11	61,36	63,13	61,01
Três Maiores	79,92	81,25	81,72	82,65	81,39
Cinco Maiores	84,47	85,82	86,25	86,20	85,68
Dez Maiores	85,79	87,14	87,61	87,13	87,13

Observa-se que o acionista majoritário possuía, na média, 61,01% das ações ordinárias, ou seja, detinha o controle das empresas da amostra. Esse é um resultado importante e demonstra o elevado grau de concentração da propriedade das empresas brasileiras. Ver gráfico 1.

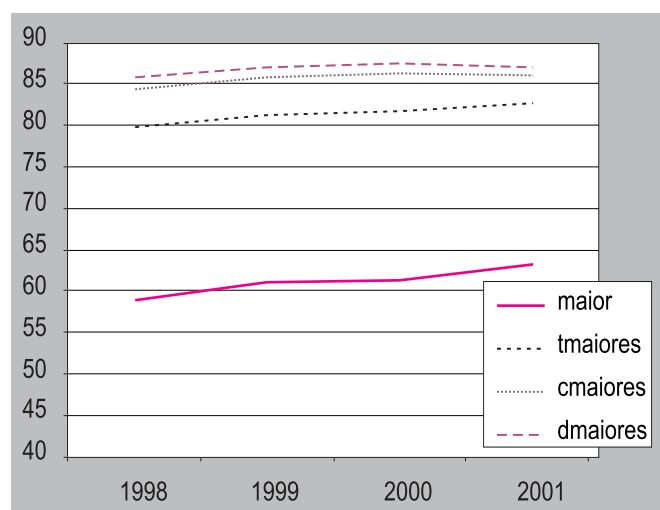


Gráfico 1: Descrição dos Dados Referentes ao Percentual de Ações dos Acionistas entre os Anos de 1998 e 2001

Podem-se estratificar os setores da amostra (tabela 2) em três níveis, segundo o percentual de ações do acionista majoritário. No primeiro nível estão os setores nos quais o acionista majoritário não tem o controle da organização, ou seja, detém menos de 51% das ações. No segundo e terceiro níveis, o acionista majoritário tem de 52% a 66% e de 67% a 99% das ações, respectivamente. Esses níveis balizariam o grau de concentração da propriedade no setor. No primeiro nível há quatro setores: comércio, petroquímica, siderurgia e têxteis. No terceiro nível, outros quatro, ou seja, metalurgia, papel e celulose, transporte aéreo e eletricidade. Para os demais setores, o acionista majoritário detém entre 52% e 66% das ações.

Tabela 2

Distribuição Percentual das Ações por Grupos de Acionistas por Setor — 1998 a 2001

Setores	Maior Acionista	Três Maiores Acionistas	Cinco Maiores Acionistas	Dez Maiores Acionistas
Alimentos	65,53	81,73	82,92	82,97
Comércio	49,89	72,75	75,45	75,47
Construção	54,22	78,81	83,23	86,47
Eletricidade	66,53	89,74	91,32	91,32
Material de Transporte	53,95	77,19	84,62	90,03
Metalurgia	68,44	86,07	94,01	95,13
Papel e Celulose	75,27	93,62	95,42	95,42
Petroquímica	47,50	75,27	84,77	86,00
Siderurgia	41,61	67,05	78,62	84,52
Telecomunicações	58,45	68,30	68,86	68,86
Têxtil	44,96	71,56	78,86	82,12
Transporte Aéreo	99,93	99,93	99,93	99,93
Saneamento	63,63	88,14	92,33	92,33
Eletrodomésticos	64,21	89,23	89,23	89,23
Média	61,01	81,39	85,68	87,13

A partir dessa estratificação, não parece que se possa fazer qualquer inferência sobre os custos da propriedade, o grau de inovação, as economias de escala ou a instabilidade nos lucros com a concentração da propriedade. No primeiro estrato da amostra estão os setores como comércio e siderurgia, tão díspares que impossibilitam qualquer caracterização quanto ao padrão dessas variáveis. No outro extremo há o terceiro estrato que também congrega setores como metalurgia e eletricidade, o que também não permite caracterizações acerca dos determinantes da concentração da propriedade.

Poder-se-ia considerar que, nos setores recém-privatizados, as economias de escala seriam importantes, o que inclusive justificou a atuação do Estado. Contudo, observa-se a presença dos setores de siderurgia e petroquímica no primeiro estrato,

Tabela 3

Distribuição dos Dados Segundo a Identidade do Maior Acionista entre os Anos de 1998 e 2001

Identidade do Maior Acionista	1998		1999		2000		2001	
	Número	Porcentagem	Número	Porcentagem	Número	Porcentagem	Número	Porcentagem
Familiar	22	16,18	19	13,97	19	13,97	19	13,97
Governo	7	5,15	6	4,41	5	3,68	5	3,68
Bancos	3	2,21	4	2,94	4	2,94	4	2,94
Investidor Institucional	1	0,74	1	0,74	1	0,74	1	0,74
Companhia Não-Financeira	103	75,74	106	77,94	107	78,68	107	78,68
Total	136	100,00	136	100,00	136	100,00	136	100,00

e as dos de telecomunicações e saneamento no segundo. Em todos esses setores, a presença do Estado foi marcante em algum período da história brasileira.

Outra possibilidade apresentada na literatura é quanto à presença de agências reguladoras. Há setores regulados em todos os estratos de participação do acionista majoritário, o que impossibilita qualquer afirmação quanto à relação entre o grau de concentração da propriedade e a existência de marco regulatório para os setores.

Essa análise permite, contudo, uma conclusão relevante⁽³⁾: as empresas brasileiras têm sua composição acionária muito concentrada em mãos do acionista majoritário e, ainda, dos três maiores acionistas.

4.2. Identidade do acionista majoritário

Pode-se observar, na tabela 3, a distribuição das empresas no que diz respeito à identidade do acionista majoritário. Em 1998, 74,8% das empresas da amostra tinham as companhias não-financeiras como acionista majoritário. Esse percentual elevou-se para 78,7% em 2001.

As companhias não-financeiras ampliaram sua participação em detrimento da participação relativa das famílias e do governo. É possível que as famílias estejam organizando-se em empresas para assumir a propriedade.

Quando se considera a estrutura da propriedade pelos setores da amostra (tabela 4), pode-se observar a presença das famílias naqueles mais tradicionais, ou seja, nos menos intensivos em capital e tecnologia, como alimentos, comércio, construção, material de transporte, metalurgia e têxteis. As companhias não-financeiras são, contudo, as principais proprietárias das empresas da amostra.

O governo é acionista majoritário somente no setor de eletricidade, pois os demais setores nos quais sua presença era expressiva, como telecomunicações, siderurgia e saneamento, já foram objeto do programa de privatizações.

4.3. Resultados das regressões em painel

O objetivo neste item é apresentar e discutir os resultados das regressões em painel, de forma a avaliar os impactos da estrutura da propriedade sobre o desempenho organizacional. Discutiram-se os resultados das regressões, tendo como referência as variáveis dependentes — a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), a margem líquida, o tamanho e as vendas.

Tabela 4

Número de Empresas por Setor Segundo a Identidade do Maior Acionista

Setores	Famílias	Companhias Não-Financeiras	Governo	Bancos	Investidores Institucionais
Alimentos	1	8	—	—	—
Comércio	2	7	—	—	—
Construção	5	6	—	—	—
Eletricidade	—	14	5	—	—
Material de Transporte	3	4	—	—	1
Metalurgia	4	16	—	2	—
Papel e Celulose	—	7	—	—	—
Petroquímica	—	7	—	—	—
Siderurgia	—	7	—	—	—
Telecomunicações	—	11	—	1	—
Têxtil	5	13	—	—	—
Transporte Aéreo	—	1	—	—	—
Saneamento	—	2	—	1	—
Eletrodomésticos	—	3	—	—	—
Média	20	106	5	4	1

4.3.1. A composição das regressões

Para analisar os efeitos da propriedade sobre o desempenho organizacional, estruturaram-se dois conjuntos de regressões para cada variável dependente. No primeiro conjunto, chamado **básico**, utilizaram-se as variáveis de concentração da propriedade e os indicadores de identidade do acionista majoritário — famílias, governo, bancos e investidores institucionais.

No segundo conjunto de regressões, chamado **básico com dummies**, utilizaram-se esses indicadores e incorporaram-se variáveis *dummies* para anos e setores. Foram incorporadas 13 variáveis *dummies* (zero ou 1) para os 14 setores da atividade econômica presentes nesta pesquisa. Os efeitos do 14º setor são captados no intercepto da reta de regressão. O objetivo é controlar as diferenças nos resultados das regressões provenientes de diferenças entre os setores. Utilizaram-se, também, *dummies* representativas dos anos para os quais os dados foram coletados, ou seja, 1998 a 2001.

Para cada um desses conjuntos, fizeram-se dois exercícios distintos. Em primeiro lugar, selecionaram-se os indicadores de concentração de propriedade dos acionistas que melhor se adequassem às características das empresas participantes da pesquisa. Quando se analisaram os indicadores de concentração da propriedade, observou-se grande correlação (0,7666) entre o percentual de ações que o maior e os três maiores acionistas possuem, conforme demonstrado na tabela 5.

Tabela 5

Matriz de Correlação dos Indicadores de Concentração da Propriedade

Indicadores	Maior Acionista	Três Maiores Acionistas	Cinco Maiores Acionistas	Dez Maiores Acionistas
Maior Acionista	1			
Três Maiores Acionistas	0,766697	1		
Cinco Maiores Acionistas	0,590124	0,904089	1	
Dez Maiores Acionistas	0,509317	0,811964	0,948172	1

Entre o percentual de ações que os três maiores acionistas possuem e o percentual dos cinco maiores, a correlação também é alta (0,9040), indicando que não há muita diferença entre esses indicadores de concentração da propriedade. Por fim, também existe alta correlação entre o percentual de ações dos cinco e dos dez maiores acionistas. Concluiu-se, assim, que só há distinção entre dois grupos de indicadores de concentração: o percentual de ações do acionista majoritário e o percentual de ações dos cinco maiores acionistas.

Para as empresas presentes na amostra, na média dos anos de 1998 a 2001, o acionista majoritário detinha 61,01% das ações; para os cinco maiores acionistas esse percentual foi de 85,68%. Dessa forma, optou-se por utilizar o indicador de percentual de ações do maior acionista e dos cinco maiores acionistas. Esses indicadores de concentração da propriedade foram utilizados em regressões distintas, constituindo, assim, a primeira e a segunda versões de cada conjunto anteriormente explicitado. A análise dos resultados baseia-se nas hipóteses estruturadas a partir da literatura já citada neste artigo.

Nas tabelas com os resultados das regressões, os coeficientes encontram-se na primeira linha de cada indicador seguidos pelos valores das probabilidades estatísticas (*p-value*). A apresentação e a análise dos resultados dar-se-á a partir de cada grupo de regressões e apenas para os indicadores estatisticamente significativos a 5% e/ou a 10%.

4.3.2. Resultados para ROE — taxa de retorno sobre o patrimônio líquido

Esse indicador de desempenho mede o retorno que os acionistas obtêm por cada unidade de capital investido, ou seja, é uma medida da lucratividade no curto prazo.

Na análise dos indicadores de concentração da propriedade, ou seja, no percentual de ações do acionista majoritário e dos cinco maiores, não se observaram coeficientes significativos em nenhum modelo ou versão. Contudo, quando se considerou a identidade do acionista majoritário, viu-se, conforme demonstrado na tabela 6, que os coeficientes do indicador de famílias como acionistas majoritários são significativos e negativos nos dois modelos e versões.

Tabela 6

Resultados das Regressões para a Taxa de Retorno sobre o Patrimônio Líquido — Identidade do Acionista Majoritário

Indicadores	Básico		Básico com <i>Dummies</i>	
	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas
Constante	-7,151	84,84702	44,77754	166,2128
<i>p-value</i>	0,461844	0,274257	0,401249	0,229452
Famílias	-168,066	-171,727	-204,19	-205,283
<i>p-value</i>	0,010337	0,007344	0,004752	0,003506
Governo	-16,1475	-16,1475	-15,5134	-18,3579
<i>p-value</i>	0,448157	0,448157	0,459668	0,452282
Bancos	4,076	4,076	-10,2861	7,806576
<i>p-value</i>	0,488847	0,488847	0,473467	0,479312
Investidores Institucionais	-31,5183	-31,5183	-186,262	-170,942
<i>p-value</i>	0,457029	0,457029	0,27812	0,293379

Esse resultado indica que, quando as famílias são acionistas majoritários, há expressiva redução na taxa de retorno das empresas (168,06% no modelo básico). Observou-se que a taxa de retorno média da amostra, no período analisado, foi de -0,33%. Isso indica que as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários têm ROE menor em, aproximadamente, 168%, se comparado com o das demais empresas. Conforme demonstrado anteriormente, as famílias são acionistas majoritários nos setores de alimentos, comércio, construção civil, material de transporte, metalurgia e têxtil. Esses foram os setores que apresentaram as menores taxas de retorno sobre ativos no período analisado. Contudo, essas diferenças setoriais foram também observadas nos modelos com *dummies*, o que confirma o resultado de que as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários têm taxas de retorno sobre o patrimônio líquido menores do que as demais, independente do setor da atividade econômica em que atuam.

4.3.3. Resultados para margem líquida

Esse indicador de desempenho mede o quanto resta das vendas depois que todas as despesas foram deduzidas. O indicador é, mais precisamente, a relação entre os lucros líquidos e as vendas.

Conforme demonstrado na tabela 7, não se observaram coeficientes significativos para o indicador do percentual de ações do acionista majoritário. Contudo, o indicador do percentual de ações dos cinco maiores acionistas apresentou coeficientes significativos e negativos (a 5% e a 10%) para os dois modelos.

Tabela 7

Resultados das Regressões para Margem Líquida — Concentração da Propriedade

Indicadores	Básico		Básico com <i>Dummies</i>	
	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas
Maior	0,023962	—	-0,05748	—
<i>p-value</i>	0,417048	—	0,320396	—
Cinco Maiores	—	-0,33944	—	-0,48734
<i>p-value</i>	—	0,029708	—	0,00642
Famílias	-11,0836	-15,3112	-15,5732	-19,4857
<i>p-value</i>	0,097377	0,031962	0,045381	0,013965
Governo	5,540025	6,158951	2,811577	1,709721
<i>p-value</i>	0,352256	0,336178	0,437759	0,461841
Bancos	13,12904	11,80267	10,27442	10,16786
<i>p-value</i>	0,222507	0,241836	0,285239	0,281082
Investidores Institucionais	-1,51092	-2,1384	-19,1436	-19,8823
<i>p-value</i>	0,482498	0,47507	0,302849	0,293785

Ainda conforme a tabela 7, os sinais negativos e os valores de *p-value* sugerem que as empresas com propriedade menos concentrada têm margens líquidas menores do que aquelas mais concentradas. Esse resultado corrobora a hipótese 1, segundo a qual empresas com maior concentração da propriedade incorrem em menores custos de agência, o que determina melhor desempenho em termos de lucratividade.

Quanto aos indicadores de identidade do acionista majoritário, obtiveram-se coeficientes significativos e negativos, em todos os modelos e versões, para o indicador das famílias. No modelo básico, o coeficiente para esse indicador foi de -11,0836 e o *p-value* = 0,09737. Observou-se que a margem líquida das empresas da amostra, na média do período analisado, foi de 1,7%, indicando que, se o acionista majoritário são as famílias, as empresas têm margens líquidas muito menores do que a média das empresas. Esses resultados são confirmados no modelo básico com *dummies* para setores e anos, sugerindo que, independentemente das diferenças nas margens líquidas determinadas pelas características de cada setor, as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários apresentam margens líquidas menores do que as demais.

4.3.4. Resultados para tamanho

Essa medida de desempenho refere-se aos ativos (em reais) das empresas. No conjunto de regressões, obtiveram-se os resultados comentados a seguir.

O indicador de concentração da propriedade baseado no percentual de ações do maior acionista não apresentou, conforme demonstrado na tabela 8, coeficientes significativos para nenhuma versão.

Entretanto, o indicador de percentual de ações dos cinco maiores acionistas apresentou coeficientes significativos e negativos em todas as versões. Esses resultados confirmam a hipótese 2, de que as empresas com menor concentração da propriedade têm tamanho maior. Sendo assim, as empresas com maior dispersão da propriedade têm tamanhos maiores, R\$ 24.893 mil (a preços de 1998) na média (para a primeira versão). Esse valor não é expressivo quando se considera que a média do tamanho das empresas da amostra era, no período analisado, de R\$ 1.916.206 mil.

Quando se analisaram os coeficientes das regressões para o indicador de identidade do acionista majoritário, os indicadores do governo como acionista majoritário foram significativos e positivos em todas as versões. Os valores dos coeficientes indicam que, quando o acionista majoritário é o governo, as empresas têm, em média, mais R\$ 14.475 mil (a preços de 1998) de ativos do que as demais. Os coeficientes referentes às famílias como acionistas majoritários são significativos no modelo básico. Contudo, quando se utilizam as *dummies* para setores, os coeficientes não são significativos. Esses resultados indicam que a diferença no tamanho das em-

Tabela 8

**Resultados das Regressões para Tamanho —
Concentração da Propriedade e Identidade do
Acionista Majoritário**

Indicadores	Básico		Básico com <i>Dummies</i>	
	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas
Maior	-11580	—	1766233	—
<i>p-value</i>	0,137155	—	0,182942	—
Cinco Maiores	—	-24892,7	—	-29150,1
<i>p-value</i>	—	0,06794	—	0,054144
Famílias	-1130098	-1107486	-312798	-369290
<i>p-value</i>	0,076589	0,074139	0,356463	0,326442
Governo	14475724	14506708	12180680	12133007
<i>p-value</i>	1,14 x10 ⁻²⁴	8,61 x10 ⁻²⁵	4,11 x10 ⁻¹³	4,64 x10 ⁻¹³
Bancos	-747144	-480511	-1535654	-1310253
<i>p-value</i>	0,319267	0,379243	0,179594	0,210581
Investidores Institucionais	1727008	2012855	5521427	5705185
<i>p-value</i>	0,293921	0,262902	0,053861	0,04704

presas é explicada por características dos setores e não pelo fato de terem as famílias como acionistas majoritários.

Os coeficientes dos indicadores de identidade dos acionistas majoritários como investidores institucionais são significativos nos modelos que utilizam as *dummies* de setores. Os coeficientes significativos e positivos comprovam, conforme o esperado, que as empresas que têm, dentro do mesmo setor, os investidores institucionais como acionistas majoritários apresentam maior tamanho em termos de ativos.

Thomsen e Pedersen (2000) consideram que os investidores institucionais e os bancos são as categorias de acionistas com o maior acesso a recursos financeiros e mais propensos aos riscos inerentes aos negócios. Assim, esperava-se que as empresas que tivessem essas categorias de acionistas fossem maiores que as demais.

4.3.5. Resultados para vendas

Entre as variáveis de desempenho presentes na pesquisa, a variável vendas foi a que menos variou ao longo do período analisado.

Os coeficientes do indicador de concentração da propriedade, ou seja, do indicador de percentual de ações do maior e dos cinco maiores acionistas são significativos somente no modelo **básico**. Quando se corrigem as diferenças com as *dummies* para setores, esses coeficientes não são significativos a 5% ou 10%. Dessa forma, não se devem estabelecer relações

precisas entre a concentração da propriedade e as vendas das empresas.

Por outro lado, obtiveram-se coeficientes significativos e positivos, em todas as versões, para os indicadores de identidade dos acionistas majoritários governo e investidores institucionais. Pode-se considerar que as empresas que têm o governo como acionista majoritário vendem, em média, R\$ 1.719 milhões (para a primeira versão do modelo **básico**) mais do que as empresas que têm outras categorias como acionista majoritário. No caso das empresas que têm os investidores institucionais como acionistas majoritários, o acréscimo nas vendas, devido a esse atributo, é de R\$ 1.235 milhões. Esses resultados confirmam a hipótese de que essas categorias de acionistas têm maior acesso a recursos financeiros e, portanto, suas empresas são maiores e vendem mais do que aquelas cujos acionistas fazem parte de outras categorias (tabela 9).

Tabela 9

**Resultados das Regressões para Vendas —
Concentração da Propriedade e Identidade dos
Acionistas**

Indicadores	Básico		Básico com <i>Dummies</i>	
	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas	Maior Acionista	Cinco Maiores Acionistas
Maior	-3155,77	—	-905,523	—
<i>p-value</i>	0,064275	—	0,338946	—
Cinco Maiores	—	-5578,04	—	-1389,21
<i>p-value</i>	—	0,044145	—	0,344733
Famílias	-384797	-365742	-87879,9	-79847,3
<i>p-value</i>	0,006611	0,007519	0,294619	0,306041
Governo	1719755	1726092	1651838	1650668
<i>p-value</i>	9,49 x10 ⁻¹¹	8,07 x10 ⁻¹¹	1,42 x10 ⁻⁰⁷	1,46 x10 ⁻⁰⁷
Bancos	-188369	-113318	-190762	-166019
<i>p-value</i>	0,272763	0,355708	0,275875	0,297499
Investidores Institucionais	1235880	1313889	2109427	2131954
<i>p-value</i>	0,024062	0,017477	0,000692	0,000577

Observou-se, também, que os coeficientes dos indicadores das famílias como acionistas majoritários são significativos e negativos. Contudo, quando se corrigem as diferenças setoriais, os coeficientes não são significativos. Pode-se considerar, então, que as diferenças setoriais explicam as vendas, independentemente de as famílias serem ou não os acionistas majoritários.

Com esses resultados, conclui-se que as empresas apresentam vendas maiores quando os acionistas majoritários são o governo e os investidores institucionais.

Contudo, esses e os demais resultados obtidos das regressões em painel podem estar sendo determinados por efeitos derivados de provável **multicolinearidade** e/ou **autocorrelação** dos dados. Para eliminar tais efeitos, seria necessária a utilização de técnicas estatísticas mais avançadas, para além da análise em painel, o que foge ao escopo desse trabalho.

5. CONCLUSÕES

Buscou-se avaliar, na pesquisa aqui relatada, em que medida a estrutura da propriedade — concentração e identidade do acionista majoritário — explica o desempenho organizacional. Buscou-se, ainda, na análise dos setores econômicos, caracterizar alguns determinantes da estrutura da propriedade.

Pode-se concluir, a partir da amostra, que 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 se pôde estabelecer um padrão entre os setores no que se refere aos determinantes da concentração da propriedade. Sugere-se esse ponto para novas pesquisas, ou seja, investigar por que setores como comércio, petroquímica e siderurgia são mais concentrados do que os de metalurgia e eletricidade, por exemplo.

Esperava-se estabelecer correlação entre a taxa de retorno sobre o capital investido (ROE) e a concentração acionária das empresas. Essa hipótese consubstanciava-se na proposição de que a existência de poucos acionistas implica maiores monitoramento e supervisão dos gestores e isso teria impactos positivos no desempenho. Não se estabeleceu correlação alguma entre essas variáveis, mesmo utilizando dados em **painel**. Contudo, obtiveram-se os resultados esperados quando se utilizou a margem líquida como indicador de desempenho. Como esse indicador refere-se ao lucro líquido, pode-se inferir 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, conforme a correlação com ROE indicaria.

Por outro lado, a existência de correlação entre o percentual de ações dos cinco maiores acionistas e o tamanho da empresa era o esperado. Empresas com maior número de acionistas são maiores, isso devido ao maior aporte de capital. Contudo, a inexistência de correlação com as vendas sugere que se deva ter precaução quanto às conclusões obtidas.

Deve-se observar que a concentração de capital das empresas brasileiras é muito grande, seja considerando o maior, os três maiores ou os cinco maiores acionistas. Essa estrutura de capital pode não obedecer a racionalidade alguma no sentido de ser estruturada com vistas a obter melhor desempenho organizacional e, portanto, não ter impacto algum sobre essa variável. Essa estrutura 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. Se não há racionalidade na composição acionária, os impactos dessa sobre o desempenho não seriam robustos, o que é expresso pelo baixo valor dos coeficientes das regressões.

Também aqui são feitas sugestões para futuras pesquisas. Seria interessante pesquisar os determinantes da composição acionária das empresas brasileiras e a racionalidade dessa estrutura.

Quanto à identidade do acionista majoritário, a pesquisa demonstrou que as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários apresentam taxa de retorno sobre o patrimônio e margem líquida menores do que as demais. O investimento em especialização e capacidade administrativa não tem sido suficiente para suplantar as carências financeiras e o conservadorismo quanto à tomada de decisão que, conforme prevê a literatura, caracteriza as famílias como proprietárias. Esse é um resultado interessante e pode justificar o fato de que as companhias não-financeiras vêm substituindo as famílias como acionistas majoritários, sugerindo que haja um processo de profissionalização das empresas brasileiras.

Observou-se, também, o importante papel dos bancos e investidores institucionais para capitalizar as empresas. Conforme dispõe a literatura, esses agentes têm acesso a crédito e alta propensão ao risco, o que torna as empresas, das quais são proprietários, maiores em ativos e vendas. Por outro lado, a despeito de a literatura considerar que os investidores institucionais tenham habilidades para influenciar os administradores, os resultados, em termos de lucratividade, indicam que esses e os bancos não têm conseguido ou não têm priorizado os indicadores de rentabilidade. Pode-se considerar que a expectativa quanto ao desempenho organizacional para essas categorias seja de longo prazo e essa postura justifica os investimentos em ativos e a ausência de correlação com os indicadores de lucratividade. Deve-se ressaltar, contudo, que na amostra só há uma empresa cujo acionista majoritário é um investidor institucional. Sugere-se, diante dos promissores resultados obtidos, que novas pesquisas sejam feitas e que, a despeito da possibilidade de construir-se uma amostra viesada, sejam incorporadas mais empresas de propriedade de investidores institucionais e bancos, a fim de estabelecer relações conclusivas sobre a identidade do acionista majoritário e o desempenho organizacional.

Por fim, observou-se que uma limitação da pesquisa diz respeito ao período de análise, ou seja, de 1998 a 2001. Nesse período, o desempenho das empresas esteve fortemente influenciado pela crise de 1999 e os efeitos da desvalorização cambial e da restrição monetária instituída pelo governo a partir de então. Colocaram-se variáveis *dummies* para corrigir os efeitos da crise sobre os dados, mas acredita-se que a crise afetou de forma decisiva toda a atividade produtiva. Recomendam-se novas pesquisas que compreendam um período de estabilidade macroeconômica, de forma a precisar os resultados encontrados. ◆

NOTAS

- (1) Esse *software* é comercializado no mercado e visa prover informações econômico/financeiras das empresas brasileiras de capital aberto.
- (2) Essa lei regulamenta as companhias brasileiras de capital aberto.
- (3) Esse resultado foi também obtido por Valadares e Leal (2000).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BLAIKIE, Norma. *Designing social research*. Oxford: Blacwell, 2000.
- CHAGANTI, Rajeswarao; DAMANPOUR, Fariborz. Institutional ownership, capital structure and firm performance. *Strategic Management Journal*, v.12, n.5, p.479-491, 1991.
- COCHRAN, Philip; WOOD, Robert A. Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, New York, v.27, n.1, p.42-56, 1984.
- DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago, v.93, n.6, p.155-177, Dec. 1985.
- GEDAJLOVIC, Eric. Ownership, strategic and performance: is the dichotomy sufficient. *Organization Studies*, v.14, n.5, p.731-752, 1993.
- GEDAJLOVIC, Eric R.; SHAPIRO, Daniel M. Management and ownership effects: evidence from five countries. *Strategic Management Journal*, v.19, n.6, p.533-553, June 1998.
- GUJARATI, Damodar N. *Basic econometrics*. New York: McGraw-Hill, 1995. 837p.
- HANSMANN, Henry. *The ownership of enterprise*. London: Harvard University Press, 2000.
- KANG, David; SORENSEN, Age B. Ownership organizational and firm performance. *Annual Review of Sociology*, Califórnia, v.25, p.121-142, 1999.
- LEECH, Dennis; LEAHY, John. Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, London, v.101, n.409, p.1418-1437, Nov. 1991.
- MONKS, Robert A.G; MINOW, Neill. *Corporate governance*. 2nd ed. Oxford: Blackwell, 2001.
- OSWALD, Sharon; JAHERA, John S. The influence of ownership on performance: an empirical study. *Strategic Management Journal*, v.12, p.321-326, May 1991.
- THOMSEN; Steen; PEDERSEN, Torben. Ownership structure and economics performance in the European companies. *Strategic Management Journal*, v.21, Issue 6, p.625-705, June 2000.
- VALADARES, Silvia M.; LEAL, Ricardo. *Ownership and control of Brazilian companies*. Working Paper. Rio de Janeiro: UFRJ/COPEAD, 2000.

ABSTRACT

The property structure and economic performance: a empirical evaluation for open companies in Brazil

The property structure of firms is determined by the concentration of property and the identity of the majority shareholder. The concentration of property refers to the propotion of shares held by the majority shareholder or group. This shareholder may be a family, the state, a bank, an institutional investor or a non-financial firm, these being the categories used for defining identity. The objective in this article is to evaluate the extent to which the property structure affects organizational performance. These relations are evaluated by means of multiple regressions, configured in the form of panels. The article is divided in five topics, including the introduction and conclusion. The second topic discusses the relations between property concentration, the identity of shareholders, and organizational performance. The third presents the research methodology adopted to investigate these relations. Finally, the fourth topic presents the results of the empirical research.

Uniterms: corporate governance, property concentration, shareholders identity, economic performance.

RESUMEN

Estructura de la propiedad y desempeño económico: una evaluación empírica para las empresas de capital abierto en Brasil

La estructura de la propiedad de las empresas está determinada por la concentración de la propiedad y por la identidad del accionista mayoritario. La concentración de la propiedad se evalúa a partir del porcentaje de acciones del accionista mayoritario o de un grupo. Este accionista o grupo puede ser una familia, un gobierno, un banco, un inversor institucional o una compañía no financiera, siendo esas las categorías utilizadas para definir la identidad. El objetivo de este artículo es evaluar en qué medida la estructura de la propiedad afecta el desempeño organizacional. Se analizaron dichas relaciones por medio de regresiones múltiples configuradas en la forma de paneles. El artículo está dividido en cinco secciones, incluyendo la introducción y la conclusión. En la segunda sección, se discuten las relaciones entre la concentración de la propiedad y la identidad de los accionistas y el desempeño organizacional. En la tercera, se aclara la metodología de la investigación que analiza esas relaciones. Finalmente, en la cuarta parte, se presentan los resultados de la investigación empírica.

Palabras clave: gobierno corporativo, concentración de la propiedad, identidad del accionista, desempeño económico.