

RESUMO

Vários trabalhos sugerem que os benefícios privados podem explicar o diferencial de preços entre espécies de ações com direitos diferenciados de voto. Entretanto, no Brasil o diferencial de preço entre a ação ordinária e a ação preferencial é negativo para várias empresas no período de julho de 1994 a setembro de 2002. Este trabalho investiga os determinantes que implicam este desconto da ação ordinária em relação à ação preferencial. Em particular, o trabalho analisa os impactos da liquidez, dos dividendos diferenciados, e das recentes mudanças na legislação sobre o prêmio pelo voto. Este artigo documenta que liquidez é extremamente relevante na determinação dos preços relativos. Constatações empíricas confirmam o impacto negativo da Lei nº 9.457 – revogando os direitos dos ordinaristas minoritários de venda conjunta com controlador – e o impacto positivo da introdução da Lei nº 10.303, restabelecendo estes direitos aos ordinaristas. Finalmente, a estrutura de propriedade se mostrou ter uma relação positiva com o prêmio pelo voto, mas a participação do maior acionista em ações ordinárias não apresentou uma relação significativa.

PALAVRAS-CHAVES

Ações Ordinárias e Preferenciais; Benefícios Privados; Liquidez, Estrutura de Propriedade, Regulamentação do Mercado Acionário.

ABSTRACT

Several papers suggest that private benefits can explain the price differential between classes of stocks with different voting rights. However, in Brazil the price differential between voting and non-voting stocks has been negative for several companies during the July/1994-September/2002 period. This paper investigates the

determinants that imply this voting share discount relative to the non-voting share. Particularly, the paper analyses the impacts of liquidity, dividends differential, and recent changes in legislation on the voting premium. This article documents that liquidity is extremely relevant in the determination of relative prices. Empirical evidence confirms that the negative impact of Law 9.457 – revoking voting minority shareholders` tag along rights – and the positive impact of the introduction of Law 10.303, reinstating those rights to voting shareholders. Finally, ownership structure confirmed a positive relationship with the voting premium, but the major shareholder`s voting share participation has not presented a significant relationship.

KEY WORDS

Voting and Non-voting Stocks; Private Benefits; Liquidity, Ownership Structure, Market Share Regulation.

SUMÁRIO

I.	Introdução	4
II.	Quadro Institucional.....	8
	1. Leis das Sociedades por Ações (LSA).....	8
	2. Mudanças na legislação e implicações para o diferencial de preços Ações	9
III.	Determinantes do Diferencial de Preços entre ON e PN.....	13
	1. Benefícios Privados de Controle	13
	2. Liquidez.....	16
	3. Outras Características	18
IV.	Seleção da Amostra.....	20
V.	Análise Empírica	22
	1. Benefícios Privados de Controle	22
	2. Resultados	25
VI.	Comentários Finais.....	31
VII.	Bibliografia	32

INFORMAÇÃO CONTIDA NO DIFERENCIAL DE PREÇOS DE CLASSES DE AÇÕES: ANTES E APÓS 10303/01

Richard Saito

I. INTRODUÇÃO

Duas espécies de ações de uma empresa com os mesmos direitos ao fluxo de caixa da empresa, mas com direitos diferenciados de voto deveriam, a princípio, possuir o mesmo preço¹. Entretanto, uma série de estudos empíricos confirmou que, na maioria dos mercados secundários, as ações com direito a voto são negociadas a um prêmio² de 5% a 82%, com relação às respectivas ações sem direito a voto. Este prêmio pelo voto captura a possibilidade do acionista com poder de voto receber um pagamento adicional no evento de uma disputa pelo controle.

Os benefícios privados que o acionista (ou grupo) controlador desfruta podem explicar uma parte deste prêmio pelo controle. Grossman e Hart (1988), e Harris e Haviv (1988) argumentam que os benefícios privados determinam o prêmio pelo voto no âmbito teórico. Confirmações empíricas deste argumento foram obtidas em vários mercados. Barclay e Holderness (1989), e Lease, McConnell e Mikkelson (1983) documentam que ações votantes superiores³ normalmente são negociadas a um prêmio de 5% de ações em relação a ações com direitos a voto inferiores. Megginson (1990) relata um prêmio de 13% para o Reino Unido, enquanto Horner (1998) encontra um prêmio de 20% para Suíça, e 26% é o prêmio obtido na

¹ Isto ocorreria em um mercado de capitais perfeito, ou seja, um mercado onde há simetria de informações, sem custos transacionais diferenciados, e sem conflitos de interesses entre os diferentes acionistas (majoritário e minoritário).

² O prêmio pelo voto é definido como a razão entre a diferença entre preços de ações com direito a voto e ações sem direito a voto, e o preço da ação sem direito a voto.

³ Por exemplo, as ações votantes superiores podem ter o equivalente a duas vezes o número de votos das ações votantes inferiores.

Alemanha por Hoffmann-Burchardi (1999). Um prêmio de 46% é registrado em Israel por Levy (1983), e Zingales (1994) registra um prêmio de 82% para Itália.

Por outro lado, há mercados onde um desconto ao invés de um prêmio pelo voto é relatado para várias empresas. Por exemplo, no mercado dinamarquês, Neumann (2002) constatou que 13 empresas de um total de 34 tiveram suas ações com direito a voto negociadas com desconto em relação às ações sem direito a voto no ano de 1999. Resultado semelhante é obtido para o mercado norueguês (Ødergaard, 1998). O mercado brasileiro apresenta igualmente um desconto para várias empresas para ações com direito a voto à semelhança dos mercados nórdicos. Duas possíveis razões para este desconto presente nos mercados nórdicos e no mercado brasileiro são: (i) preferência por liquidez, e (ii) proteção diferenciada ao acionista minoritário para cada espécie de ação com e sem poder de voto.

A preferência por liquidez reflete a existência de outros participantes do mercado e seu desejo de negociar a preços de mercado (ou próximo a este preço). Esta definição implica que liquidez é o tempo necessário para converter estes ativos em caixa, sem que o investidor precise aceitar “preços extremamente desfavoráveis”. Os detentores de blocos de ações concentram sua posse em ações com direitos de voto superior, e como consequência, a sua participação tende a ser mais estável ao longo do tempo. Além disso, o número de ações emitidas com direitos de voto superiores tende a ser menor que o número de ações com direitos de voto inferiores. Conseqüentemente, as ações com direitos de voto superiores são associadas a um baixo número de ações em circulação⁴, e supõe-se que as ações com direitos de voto inferiores sejam mais líquidas.

Outro aspecto importante na análise do diferencial de preços entre ações com direitos diferenciados de voto é a sua regulamentação. No Brasil há eventos importantes que ocorreram no período de 1997 a 2001 que podem ter influenciado este diferencial de preços. A introdução da Lei n° 9457 em maio de 1997 retirou o

direito de venda conjunta dos ordinaristas, implicando a maior capacidade do grupo controlador de extrair benefícios privados dos minoritários ordinaristas no evento de transferência de controle. Contudo, a Lei n° 10.303 de 31 de outubro de 2001 restabelece o direito de venda conjunta aos minoritários ordinaristas a um preço de 80% do preço pago ao acionista (ou grupo) controlador, implicando um possível aumento do prêmio pelo voto.

Este artigo analisa os determinantes do diferencial de preços entre ações ordinárias com direito a voto (ON) e ações preferenciais sem direito a voto (PN) de empresas com ambas as espécies de ações (ON e PN) listadas e negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”) no período de julho de 1994 a junho de 2002. Este período apresentou mudanças importantes no âmbito institucional, bem como se caracterizou como um período marcado pela transferência de controle através das privatizações e da venda de controle de empresas brasileiras listadas em bolsa.

O trabalho documenta que o prêmio pelo voto diminuiu sensivelmente de -5,0% em 1995 para -22,1% em 1999, subindo para -6,7% em 2002. As constatações empíricas confirmam que o desconto do preço da ON em relação à PN é determinado fortemente pela sua liquidez. Segundo, o diferencial de dividendos pagos aos acionistas de cada espécie, se for o caso, é outro fator importante no diferencial de preços. Terceiro, o estudo confirma que: (a) quanto maior for a participação das ações ordinárias na composição acionária da empresa, tanto maior será o seu prêmio pelo voto, e que (b) há uma relação positiva entre a participação de ações ordinárias no capital social da companhia. As duas últimas constatações empíricas confirmam as evidências de benefícios privados refletidos no prêmio pelo voto. Finalmente, a questão da legislação das sociedades por ações (“SA”) é analisada para três sub-períodos: (a) antes da Lei n° 9.457, (b) entre a vigência da Lei n° 9.457 até a aprovação da Lei n° 10.303, e (c) após a aprovação da Lei n°

⁴ Ações em circulação (“free float”) representam todas as ações emitidas pela companhia, exceto as ações do controlador, de pessoas a ele vinculadas, de administradores e ações em tesouraria.

10.303. Os resultados confirmam empiricamente que durante a ausência de direito de venda conjunta, o prêmio pelo voto decresceu.

Este artigo contribui para a literatura existente de três formas. Primeiro, revisa as instituições e mudanças na legislação das SA desde julho de 1994 até setembro de 2002 no Brasil, e seu impacto sobre o prêmio pelo voto. Segundo, revisa os principais trabalhos realizados na literatura – suas metodologias e suas contribuições – na análise do diferencial de preços para as duas espécies de ações. Terceiro, testa várias medidas de liquidez, e de controle e de propriedade, além de características das espécies de ações como determinantes do seu diferencial.

Este artigo está estruturado da seguinte forma: a Seção 2 revê as recentes mudanças de legislação das SAs, incluindo as mudanças na lei das SA e as Instruções da CVM que poderiam ter influenciado o diferencial de preços. A Seção 3 apresenta uma breve revisão da literatura relacionada ao diferencial de preço e seus determinantes, incluindo benefícios privados e liquidez. A descrição da amostra, os dados utilizados, e a descrição das principais estatísticas são apresentados na Seção 4. A Seção 5 apresenta e comenta os resultados da análise empírica. Os comentários finais são apresentados na Seção 6.

II. QUADRO INSTITUCIONAL

É particularmente importante rever a questão legal dos direitos dos investidores como elemento essencial de governança corporativa, conforme destacado por Shleifer e Vishny (1997). Constatações empíricas de La Porta et al. (2000) mostram que o valor da empresa aos seus acionistas reflete o nível de proteção legal dos minoritários. Níveis de proteção diferenciados para ordinaristas e preferencialistas podem, portanto, refletir o diferencial de preços entre as espécies de ações.

O período de análise tem início em julho de 1994 e término em junho de 2002. Durante este período, as regras de transferência de controle para empresas listadas na bolsa podem ter impactado o diferencial de preços das espécies de ações no Brasil. Notoriamente, destacamos (a) a Lei no 9.457 de 5 de maio de 1997, e (b) a Lei no 10.303 de 31 de outubro de 2001. A subseção 2.1 apresenta o status da Lei das SA, e a subseção 2.2 apresenta as principais implicações da Lei no 9.457 e da Lei no 10.303 sobre o diferencial de preços entre ordinárias e preferenciais.

1 LEI DAS SOCIEDADES POR AÇÕES (LSA)

Toda companhia aberta deve ser constituída como uma sociedade por ações (“SA”). As regras básicas de constituição e funcionamento das sociedades por ações estão contidas na Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976, que sofreu diversas alterações ao longo do tempo, sendo duas as de maior interesse para a presente discussão: a Lei nº 9.457, de 1997, e a Lei nº 10.303, de 2001. De acordo com a Lei das Sociedades por Ações, ações representam o capital social da empresa, e a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. Uma companhia aberta com ações listadas em uma bolsa de valores é sujeita às regras da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), além das normas da bolsa de valores onde as ações sejam listadas.

O capital social da maior parte das SAs pode ser formado por ações ordinárias (com direito a voto) e ações preferenciais (sem direito a voto). Até outubro de 2001, as companhias abertas podiam ter até dois terços de suas ações como preferenciais sem direito a voto. A partir da entrada em vigor da Lei nº 10.303, estas ações sem direito a voto estão limitadas a um máximo de 50% do total de ações emitidas por (a) novas sociedades que forem constituídas após a entrada em vigor das novas regras, ou (b) sociedades já existentes que optarem pela abertura de capital após a entrada em vigor da nova lei.

Os preferencialistas, cujas ações propõem pagamento de dividendos fixos ou mínimos, podem adquirir o direito a voto se a empresa não distribuir dividendos por três anos consecutivos (§1º do Art. 111 da Lei nº 6.404), salvo se o estatuto social da companhia não prever um prazo menor do que três anos. Em adição, a Lei nº 6.404 estipula que as empresas devem distribuir a todos os seus acionistas (ONs e PNs) dividendos obrigatórios correspondentes a não menos que 25% do lucro líquido ajustado (§2º do Art. 202), ou 50% do lucro líquido ajustado se o estatuto social for omissivo (Art. 202, I). Este dividendo obrigatório é repartido entre os acionistas conforme o tipo de dividendos das PNs (fixos, mínimos, 10% maior que ONs, igual ao das ONs) e das ONs.

2 MUDANÇAS NA LEGISLAÇÃO E IMPLICAÇÕES PARA O DIFERENCIAL DE PREÇOS AÇÕES

A principal mudança na legislação das sociedades por ações teve início com a Lei nº 9.457 de 5 de maio de 1997. Com o objetivo de obter o maior valor pela venda de participações em empresas listadas em bolsa, o governo – via aprovação da Lei nº 9.457 – evitou compartilhar parte destes ganhos da venda do controle com os minoritários ordinaristas. Isto possivelmente implicou um desconto no valor da ação ordinária relativo a ação preferencial até a promulgação da Lei nº 10.303. Esta última lei estabelece que os ordinaristas minoritários têm o direito de receber pelo menos 80% do preço pago ao bloco de controle, no caso de alienação de controle.

Nesta subseção, analiso as implicações das principais mudanças na Lei das SA e das regras de transferência de controle, e seus impactos sobre o diferencial de preços.

Resumidamente, a Lei nº 9457 de 5 de maio de 1997 revogou o Artigo 254 da Lei nº 6.404, que estabelecia uma oferta obrigatória para todas as ações com direito a voto no caso de uma transferência de controle pelas mesmas condições àquelas oferecidas pela compra do bloco de controle. As ações sem direito a voto nunca foram objeto de uma oferta obrigatória, segundo a lei brasileira. Além disso, a Lei nº 9.457 eliminou direitos de retirada do acionista no caso de cisão da companhia. Antes de sua promulgação, os acionistas dissidentes tinham o direito de se retirar por um preço igual no mínimo equivalente ao valor contábil de suas ações. Quanto ao valor de retirada a ser pago ao acionista dissidente, a Lei nº 9.457 permitia que as empresas estabelecessem critérios em seus estatutos sociais para cálculo do valor de retirada, no caso do preço proposto ser inferior ao valor contábil.

Outra mudança relevante para este estudo foi a Instrução 299 da CVM de 9 de fevereiro de 1999, seguida pela Instrução 345 de 4 de setembro de 2000, ambas posteriormente revogadas e consolidadas na Instrução 361 de 5 de março de 2002. As Instruções da CVM 299 e 345 estabelecem as regras sobre a divulgação de preço no caso de alienação de controle (e.g. condições, preços, etc). No período pré-1997, os acionistas dissidentes tinham direitos de retirada tendo como patamar mínimo o valor contábil da ação. Isto era particularmente importante para os acionistas preferencialistas, pois não desfrutavam a possibilidade de venda conjunta com o controlador como os acionistas minoritários ordinaristas.

A Lei nº 10.303 tem como objetivo minimizar alguns impactos negativos sobre os acionistas não integrantes do bloco de controle, tanto preferencialistas como ordinaristas. Para os minoritários ordinaristas, a Lei nº 10.303 restabelece a obrigatoriedade de aquisição de suas ações por, no mínimo, 80% do preço pago aos controladores. Além disso, a lei prevê a outorga de vantagens extras às ações preferenciais como condição para negociação em mercado aberto. Resumidamente,

as vantagens incluem uma das alternativas: (a) prioridade no recebimento de dividendo mínimo correspondente a, pelo menos, 3% do valor contábil das ações; (b) dividendos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias; ou (c) direito de venda em conjunto por 80% do preço pago ao(s) acionista(s) controlador(es) em caso de transferência de controle. A alteração obrigatória dos estatutos sociais para adaptação ou inclusão de um dos itens acima deve ser realizada até início de março de 2003. O item (b) anterior foi objeto de vantagem oferecida aos preferencialistas durante o regime da Lei nº 9.457.

A Lei nº 10.303 ainda estabelece o direito de retirada nos eventos de fusão, incorporação e participação em grupo de sociedades se não houver liquidez e dispersão por espécie e classe de ações. Entende-se por liquidez a participação da espécie e classe da ação em índices de ações no Brasil ou no exterior, e por dispersão a situação acionária onde mais da metade das ações de uma determinada espécie ou classe está em circulação. O direito de retirada permanece no caso de cisão parcial que resulte em mudança de objeto social, redução de dividendo obrigatório, ou participação em grupo de sociedades. As alterações dos direitos das ações preferenciais não implicarão direito de recesso caso efetuadas antes de 31 de dezembro de 2002.

O cancelamento de registro de companhia aberta junto a CVM é feito via oferta pública de aquisição de ações pelo seu valor justo. A base de cálculo inclui desde o valor contábil até o uso de avaliações baseadas em critérios múltiplos, fluxo de caixa descontado, e preço de mercado das ações. Os acionistas minoritários – que representem no mínimo 10% das ações em circulação – podem discordar do valor da oferta, solicitando uma reavaliação, e impedir o cancelamento de registro ao não aceitar a oferta.

A Lei nº 10.303 estabeleceu uma nova redação para o §6º do art. 4 da Lei nº 6.404 – que estabelece a necessidade de realização de uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) no caso do acionista controlador elevar sua participação em

determinada espécie ou classe de ações, comprometendo sua liquidez. A Instrução CVM 361 determina uma OPA sempre que o acionista controlador adquirir por outro meio que não uma OPA, mais de um terço de ações de cada espécie ou classe em circulação. Caso o controlador adquira mais de 10% das ações em circulação (ainda que menor que um terço), a CVM poderá determinar a realização de OPA em até 6 meses. Alternativamente, o controlador – que exceder o limite de 1/3 – pode se comprometer a vender ações excedentes em até 3 meses.

Finalmente, a Lei das SA em vigor não estabelece quorum qualificado ou especial para a provação do resgate de ações. Portanto, este resgate – salvo disposição expressa em contrário no estatuto social da companhia – passará a depender de aprovação de, no mínimo, 50% dos detentores da classe afetada pelo resgate de ações (§6º do art. 44 da Lei nº 10.303).

A hipótese relativa aos efeitos das principais mudanças na legislação sobre o diferencial de preços entre as ações ordinárias e preferenciais é objeto de investigação:

H1: *O prêmio pelo voto diminuiu durante o regime da Lei nº 9.457, implicando menor valor das ações ordinárias relativamente às ações preferenciais, ceteris paribus. Por outro lado, o prêmio pelo voto aumentou como resultado da inclusão do “tag along rights” com a Lei nº 10.303, implicando maior valor às ações ordinárias, ceteris paribus.*

III. DETERMINANTES DO DIFERENCIAL DE PREÇOS ENTRE ON E PN

Como objeto de estudo, analiso os possíveis determinantes do diferencial de preços entre as ações ordinárias e as ações preferenciais no mercado brasileiro: (i) os benefícios privados de controle, (ii) a preferência por liquidez, e (iii) outras características inerentes das ações (e.g. dividendos diferenciados). As subseções seguintes discutem as contribuições para cada determinante, e como estes determinantes podem influenciar o diferencial de preços.

1 BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

A separação entre a propriedade e o controle de uma empresa oferece um incentivo para que seus gestores usem parte dos recursos em seu próprio benefício (Berle e Means (1932)). Conflito semelhante ocorre entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. Jensen e Meckling (1976) argumentam que os acionistas majoritários – que controlam os recursos da empresa – desfrutam de benefícios privados.

As três formas mais utilizadas de separação entre propriedade e controle incluem: (i) estruturas piramidais, (ii) estruturas com cruzamento de propriedade, e (iii) estruturas com mais de uma espécie de ação (“estruturas denominadas duais” na literatura). Bebchuck, Kraakman e Triants (1999) discutem as principais razões para a escolha da forma para separar propriedade e controle, e os custos de agenciamento respectivos de cada estrutura. Notoriamente, o uso de estruturas com duas espécies de ações são mais comuns na Europa, Ásia e América Latina. Nos Estados Unidos, estruturas com duas espécies tornaram-se populares a partir dos anos 1980,

especialmente depois que a Bolsa de Nova York decidiu excluir empresas com ações com mais de uma classe de ação com direitos⁵ diferenciados de voto.

Harris e Raviv (1988) definem os benefícios privados de controle como algum valor “físico” pelo controle. Dyck e Zingales (2002) discorrem sobre os típicos abusos de poder pelo controlador. Por exemplo, o uso de recursos da empresa para pagamento de contas e transferência de empréstimos para afiliadas. Outro exemplo citado é a transferência de preço pelo valor “injusto” de um certo ativo ou produto a uma empresa e/ou ao próprio controlador em detrimento da posição dos acionistas minoritários. A idéia básica destes benefícios é que não são compartilhados por todos os acionistas de forma igualitária. Por outro lado, o controlador pode incorrer em custos, tais como menor possibilidade de diversificação, e responsabilidade civil pelos seus atos que podem acarretar litígios, em casos extremos.

A mensuração destes benefícios tem sido objeto de estudo por vários pesquisadores, apesar da reconhecida dificuldade de sua mensuração de forma direta. Barclay e Holderness (1989) quantificam estes benefícios através do prêmio pago pela transferência de controle com relação ao valor negociado na bolsa. Uma outra forma de estimar o valor dos benefícios privados do controle é através do diferencial de preços entre duas espécies de ações (com e sem direito a voto). Esta abordagem foi utilizada por Rydqvist (1987), Zingales (1994 e 1995), Nenova (2001), e Dyck e Zingales (2002).

Dyck e Zingales (2002) medem os benefícios privados de controle para empresas listadas em bolsa em 39 países baseados em 412 transferências de blocos de controle entre 1990 e 2000. Os autores encontram que o valor de controle varia entre -4% a +65%, com uma média de 14%. Para o Brasil, o prêmio de transferência de controle obtido por Dyck e Zingales (2002) foi igual a +65%. Paralelamente, Valadares (2002) obtém para uma amostra de 20 transações de transferência de bloco de ações

⁵ Por exemplo, uma empresa com duas espécies de ações A e B, onde acionistas da espécie A têm direito a cinco votos por ação, e acionistas da espécie B têm direito a um voto por ação.

ordinárias um prêmio pago cuja mediana foi +80% para o período de janeiro de 1993 a janeiro de 1997.

Conforme mencionado por Nicodano (1998), estes benefícios privados serão tanto maiores quanto menor for o capital empregado para controlar um maior volume de ativos. Nicodano define multiplicador dos benefícios privados (MBP) como a razão entre os ativos sob controle e o capital requerido para obter o controle corporativo. Duas formas de obter um maior MBP são: (a) alavancagem utilizando ações sem direito a voto, e (b) alavancagem financeira.

O uso de ações sem direito a voto no capital acionário da empresa propicia ao acionista controlador alavancar recursos junto aos preferencialistas. Conforme sugerido por Harris e Raviv (1988), Grossman e Hart (1988), e confirmado empiricamente por Zingales (1994, 1995), o uso desta alavancagem acionária implica um maior MBP, e conseqüentemente, um maior prêmio pelo voto. A seguinte hipótese deriva da discussão:

H2: *Prêmio pelo voto será tanto maior quanto maior for a participação de ações PN no capital acionário da empresa*

Quanto ao efeito da alavancagem financeira, Hoffman-Burchardi (1999) argumenta que a taxas baixas de endividamento, um maior índice de endividamento incrementa o MBP. Por outro lado, uma maior endividamento aumenta a probabilidade de falência, e, portanto, aumenta a probabilidade de passagem do controle aos seus credores. Portanto, seria esperado que a alavancagem financeira impactasse positivamente o prêmio pelo voto, mas a taxas decrescentes, implicando a hipótese:

H3: *A alavancagem financeira possui um efeito não-linear sobre o prêmio pelo voto. Para baixos níveis de endividamento, a alavancagem possui um impacto positivo, enquanto que para altos níveis de endividamento a relação se inverte devido ao aumento de transferência de controle aos credores.*

A participação do controlador nas ações preferenciais pode ser relevante na determinação do prêmio pelo voto. Conforme sugerido por Megginson (1990), quanto maior a participação do maior acionista em ações sem direito a voto, maior o incentivo dos gestores em agir a favor dos acionistas sem direito a voto. Por outro lado, espera-se um impacto positivo quanto maior a participação do maior acionista em ações ON. A hipótese a seguir reflete esta suposição.

H4: *A percentagem das ações PN de posse do maior acionista possui um impacto negativo sobre o prêmio pelo voto, enquanto que o inverso ocorre para ações ON.*

Zingales (1995) sugere que o tamanho pode influenciar a probabilidade de transferência de controle no mercado acionário dos Estados Unidos, ou seja, empresas maiores são menos suscetíveis a transferência de controle, implicando um menor prêmio pelo voto. Esta evidência não foi confirmada por Zingales (1995), mas foi confirmada por Smith e Amoako-Adu (1995) para o mercado acionário canadense, onde as empresas são relativamente menores do que as dos EUA. Testo a hipótese:

H5: *Prêmio pelo voto é negativamente relacionado ao tamanho da empresa*

2 LIQUIDEZ

O segundo possível determinante do diferencial de preços entre ON e PN é a liquidez relativa entre as duas ações. Ações votantes superiores (e.g. ON) tendem a ter um menor número de ações em circulação, e, portanto, menor liquidez uma vez que são adquiridas para fins de participação de controle. Amihud e Mendelson (1988) apresentam evidência de que os preços de ativos são positivamente relacionados com a liquidez. O fato de que ações votantes superiores (e.g. ON) tendem a ter menos liquidez do que ações restritas (e.g. PN) podem implicar um desconto justamente pela sua falta de liquidez.

Há diversas medidas de liquidez na literatura. Primeiro, a diferença entre a oferta de venda e a oferta de compra é um indicador do risco de falta de liquidez implícita nos mercados, conforme sugerido por Neumann (2002).

Segundo, é possível utilizar uma variável *dummy* para ações que participam de algum índice local ou internacional. Esta foi a abordagem utilizada por Hoffmann-Burchardi (1999) quando analisou o mercado acionário alemão, associando a liquidez de uma ação a sua participação no índice do mercado acionário alemão, DAX. Hoffmann-Burchardi observou que as ações pertencentes ao índice de ações DAX possuem um menor desconto pela liquidez. Entretanto, o uso deste conceito prevê uma estabilidade do conceito de liquidez ao longo do tempo, pois a participação da ação no índice pode mudar ao longo do tempo.

Terceiro, Zingales (1995) sugere que o volume relativo entre as duas espécies de ações representaria um indicador de liquidez relativa para as duas espécies. Entretanto, Zingales não detecta qualquer impacto deste índice de liquidez relativa para explicar o diferencial de preços no mercado acionário nos Estados Unidos.

Finalmente, Bruni e Famá (1998) analisam a relação entre a liquidez de uma ação e o seu retorno no período de 1988 a 1996, tendo como base as ações negociadas na BOVESPA. Os autores encontraram uma relação positiva significativa entre retorno da ação e sua liquidez – medida pelo índice de negociabilidade média da ação na bolsa.

Este estudo investiga como a liquidez afeta o diferencial de preços entre as ações ON e ações PN. Seguindo os estudos anteriores, analisa a influência de três indicadores relativos de liquidez sobre o diferencial de preços: (a) participação em índices de ações locais, (b) volume financeiro relativo entre as duas espécies de ações, e (c) a razão entre os índices de negociabilidade calculados mensalmente para cada espécie. O índice de negociabilidade da ação é calculado como $100 \cdot \frac{p}{P} \cdot \sqrt{\frac{n}{N} \cdot \frac{v}{V}}$, onde p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do

período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; v = volume em dinheiro de negociações com a ação dentro do período escolhido; V = volume em dinheiro de negociações com todas as ações dentro do período escolhido. Utilizo a razão dos índices de negociabilidade para as duas espécies de ação para refletir a liquidez relativa para o período mensal. A hipótese a seguir reflete a influência da liquidez relativa sobre o prêmio pelo voto:

H6: *O prêmio pelo voto será diretamente proporcional a liquidez da ação ordinária com direito a voto, e inversamente proporcional a liquidez da ação preferencial sem direito a voto.*

3 OUTRAS CARACTERÍSTICAS

O prêmio pelo voto é influenciado por outras características intrínsecas de cada uma das espécies de ação. Particularmente, dois aspectos presentes no mercado acionário brasileiro podem ser de importância: (a) dividendos diferenciados, e (b) existência de “*tag along rights*” extensível aos minoritários preferenciais.

Algumas empresas dão tratamento preferencial de dividendo para PN como um “direito de propriedade” compensatório pela restrição de seus direitos de voto. Desde a Lei nº 9.457 seguida pela Lei nº 10.303, os preferencialistas têm direito a uma distribuição de 10% a mais do que os ordinaristas, salvo se as regras de pagamento de dividendos forem especificadas no seu estatuto social. A hipótese referente a este diferencial é refletida como segue:

H7: *Haverá uma implicação negativa ao prêmio pelo voto, ceteris paribus, se a ação preferencial tiver expectativas de dividendos adicionais com relação a ação ordinária.*

A existência de um direito de venda conjunta (“*tag along rights*”) no estatuto social pode implicar um prêmio pelo voto, se for extensível aos preferencialistas, *ceteris paribus*. No caso de empresas no Nível 2 das “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa”, há extensão a todos os acionistas detentores de ações ordinárias nas mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais. Além disso, prevê-se o direito de voto às ações preferenciais em casos de incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo.

Em 28 de outubro de 2002, havia três empresas enquadradas no Nível 2: Centrais Elétricas de Santa Catarina S/A - CELESC, Marcopolo S/A e Net Serviços de Comunicação S/A. A principal hipótese que poderia ser investigada é que as empresas listadas no nível 2 de práticas de governança corporativa apresentam um impacto positivo sobre o prêmio pelo voto. Contudo, esta hipótese não será testada, pois não há dados suficientes para uma análise empírica.

IV. SELEÇÃO DA AMOSTRA

A amostra consiste de empresas listadas que possuam as duas espécies de ações – preferencial sem direito a voto (PN), e ordinária com direito a voto (ON) – listadas na BOVESPA durante o período de julho de 1994 a junho de 2002.

Considerarei as empresas que tiveram as suas ações ON e PN listadas e negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (“BOVESPA”) durante o período de análise. O critério de inclusão foi considerar as companhias que tiveram negócios na BOVESPA com uma média de pelo menos 30 negócios por mês. De um total de 113 empresas que apresentaram ações ON e PN negociadas no período, 53 empresas satisfizeram este critério⁶.

Os preços das ações e os volumes de negociação foram obtidos da base de dados da *Economática*⁷. Os dados foram calculados com base mensal. O prêmio pelo voto foi calculado com base nos dias onde as duas espécies – ON e PN – foram negociadas, seguindo procedimento de Neumann (2002).

Os dados referentes a estrutura do capital de cada empresa e seus acionistas foram coletados da base de dados da *Economática*, e confirmados nos dados contidos nos Informativos Anuais (IANs) emitidos pelas empresas e entregues a CVM. É importante notar, entretanto, que os IANs não captam os acionistas de forma completa e consistente: (i) negociações de ações não são registradas a menos que envolvam uma participação de 5% do capital social da empresa, (ii) a amostra é construída com base em fontes trimestrais, e portanto variações durante o transcorrer do trimestre podem não estar refletidas. Apesar destes fatores, considero

⁶ Este procedimento evita um viés de sobrevivência (*survivor bias*) na amostra, pois observações que poderiam trazer alguma informação de importância poderiam ter sido desconsideradas.

⁷ Os preços das ações foram corrigidos para bonificação, stock splits, etc. Considerarei para o cálculo do prêmio pelo voto, a ação preferencial com maior volume, no caso de haver mais de uma PN com negócios na BOVESPA.

que a amostra representa um quadro representativo da estrutura de propriedade das principais empresas listadas na BOVESPA.

Os dados contábeis utilizados neste estudo foram obtidos da base de dados da Economatica, e incluem dados trimestrais das 53 empresas analisadas, a saber: (i) ativo total, (ii) endividamento total, (iii) patrimônio líquido, (iv) pagamento de dividendos por espécie de ação, e (v) participação do maior acionista em ações ordinárias e preferenciais.

A Tabela I apresenta o prêmio pelo voto para o período de julho de 1994 a junho de 2002. A mediana para o período foi igual a -9,2%. Contudo, note que a mediana foi mais alta em 1999 (-22,1%) justamente no período onde não houve os direitos de venda conjunta dos minoritários ordinaristas (de maio de 1997 a outubro de 2001).

Tabela I – Prêmio Pelo Voto de Julho 1994 a Junho 2002

Período	Prêmio pelo Voto				
	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-Padrão
1994 ^a	7,3%	-5,0%	-79,7%	280,3%	53,5%
1995	17,3%	-0,1%	-76,5%	338,4%	66,2%
1996	17,7%	-3,0%	-74,6%	381,6%	77,1%
1997	6,7%	-5,6%	-53,3%	244,1%	52,7%
1998	-8,3%	-16,9%	-58,0%	351,8%	41,0%
1999	-16,8%	-22,1%	-57,2%	208,2%	29,9%
2000	-13,7%	-17,4%	-51,4%	208,0%	25,1%
2001	0,6%	-4,8%	-42,6%	216,7%	27,6%
2002 ^b	4,1%	-6,7%	-49,1%	134,7%	32,5%
1994-2002	-1,3%	-9,2%	-79,7%	381,6%	45,9%

Nota: (a) Julho 1994 a dezembro de 1994, (b) Janeiro de 2002 a junho de 2002.

V. ANÁLISE EMPÍRICA

1 BENEFÍCIOS PRIVADOS DE CONTROLE

Conforme discutido nas Seções 2 e 3, analiso empiricamente como as recentes mudanças na legislação das SAs, os efeitos da liquidez, os benefícios privados, e características intrínsecas das ações podem influenciar o diferencial de preços entre ON e PN. As especificações são aplicadas para todo o período, sendo o prêmio pelo voto, VP , definido como $(PON-PPN)/PPN$, onde PON e PPN representam os preços da ação ON e ação PN, respectivamente. Os valores do prêmio pelo voto foram calculados com base mensal para os dias onde as duas espécies tiveram negócios. As variáveis independentes podem ser sumarizadas a seguir:

Log(VOL_{ON}/VOL_{PN})	O logaritmo natural da razão entre os volumes financeiros mensais das ações ON e PN.
Log(INEG_{ON}/INEG_{PN})	O logaritmo natural da razão entre os índices de negociabilidade mensais para ações ON e PN.
IB_{ON} (IB_{PN})	Variáveis “dummies” tomando o valor unitário se a ação ON participar do índice IBOVESPA ou IBX. (o mesmo se aplica a ação PN).
PART_{ON}	Representa a proporção das ações ON no capital total da empresa, ou seja, o número de ações ON dividido pelo número total de ações emitidas pela companhia (ON e PN).
MAJ50ON(40)	Variável <i>dummy</i> igual a 1, se a proporção de ações ON que o maior acionista possui for maior que 50% (40%).
MAJ20PN	Variável <i>dummy</i> igual a 1, se a proporção de ações PN que o maior acionista possui for maior que 20%.

(DIVON-DIVPN)/DIVPN A razão entre o diferencial de dividendos pagos as ações ON e PN, pelos dividendos pagos por ação da PN.

LEI6404 Variável *dummy* igual a 1 se o mês de análise estiver entre Julho 1994 e Abril 1997, anterior a Lei nº 9.457, quando o artigo 254 da Lei nº 6.404 era válido.

LEI9457 Variável *dummy* igual a 1 se o mês de análise estiver entre Maio 1997 a Fevereiro 2001 – período de vigência da Lei nº 9.457, mas anterior a aprovação da Lei nº 10.303 pelo Congresso.

LEI10303 Variável *dummy* igual a 1 se o mês de análise estiver entre Março 2001 e Junho 2002, período em que teve início a aprovação da Lei nº 10.303.

TAMANHO Representa o logaritmo natural do total de ativos do balanço consolidado ao final do trimestre, como *proxy* do tamanho da empresa.

ALAVFIN Representa a alavancagem financeira da empresa definida como a razão entre a diferença entre os ativos e o patrimônio líquido pelos ativos.

A Tabela II apresenta um sumário das estatísticas descritivas para as principais variáveis de análise.

TABELA II – SUMÁRIO DAS ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

	Unidade	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	No. Obs.
Prêmio pelo Voto	%	-1,3%	-9,2%	381,6%	-79,7%	45,9%	3.591
Ativos	R\$'000	17.328.515	4.847.472	169.909.948	212.656	27.775.766	3.570
Patrimônio Líquido	R\$'000	2.693.750	242.545	70.621.612	107	7.632.305	3.570
Alavancagem Fin.	%	52,9%	48,4%	97,0%	0,1%	24,8%	3.570
PART _{ON}	%	49,4%	50,0%	91,8%	33,3%	13,2%	2.469
Diferencial Dividendos	%	-11,7%	0,0%	364,2%	-100,0%	28,5%	2.734
VOL _{ON} /VOL _{PN}		2,54	0,12	2.043,72	-	42,22	3.853
INEG _{ON} /INEG _{PN}		4.082	0	9.755.209	0	182.118	3.591

As Hipóteses **H1** a **H7** serão testadas empiricamente, e os resultados se encontram na Seção 5.2. Vale a pena revisar os sinais esperados dos coeficientes face aos estudos realizados para outros países, e compará-los com os resultados esperados no mercado acionário brasileiro. A TABELA III apresenta um sumário dos sinais esperados para cada variável, refletindo as hipóteses apresentadas nas Seções 2 e 3.

Tabela III – Hipóteses e Sinais Esperados

As hipóteses serão testadas empiricamente através de modelos de regressões em painel para o período de julho de 1994 a junho de 2002. As variáveis independentes – descritas na coluna Hipótese – possuem seus sinais esperados conforme ilustrados na segunda coluna. Breves comentários estão na terceira coluna.

HIPÓTESE	SINAL ESPERADO	COMENTÁRIOS
H1: IMPACTO DA LSA <ul style="list-style-type: none"> • <i>LEI6404</i> • <i>LEI9457</i> • <i>LEI10303</i> 	<ul style="list-style-type: none"> + - + 	Durante a revogação do art. 254 da Lei nº 6.404, espera-se que o valor da ação ON tenha sido afetado negativamente em relação a PN.
H2: PARTICIPAÇÃO ON <ul style="list-style-type: none"> • <i>PART_{ON}</i> 	-	Maior participação de ON implica menor possibilidade de benefícios privados, e portanto, menor prêmio pelo voto.
H3: ALAVANCAGEM FINANCEIRA <ul style="list-style-type: none"> • <i>ALAVFIN</i> • <i>(ALAVFIN)²</i> 	<ul style="list-style-type: none"> + - 	A baixos níveis de alavancagem financeira, espera-se um impacto positivo no prêmio pelo voto. Contudo a altos níveis, o controle pode passar ao credor, implicando menor prêmio pelo voto.
H4: PARTICIPAÇÃO DO MAIOR ACIONISTA <ul style="list-style-type: none"> • <i>MAJ20PN</i> • <i>MAJ50ON(40)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - + 	Se o maior acionista tiver uma participação em PN, ele pode desfrutar de benefícios como preferencialistas. (o mesmo se aplica no caso de ON).
H5: INFLUÊNCIA DO TAMANHO <ul style="list-style-type: none"> • <i>TAMANHO</i> 	-	Quanto maior o tamanho da empresa, menos provável que esteja sujeita a transferência de controle. (Zingales, 1995)
H6: DIFERENCIAL DA LIQUIDEZ <ul style="list-style-type: none"> • <i>Log(VOL_{ON}/VOL_{PN})</i> • <i>Log(INEG_{ON}/INEG_{PN})</i> • <i>IBOV_{ON}(IBOV_{PN})</i> 	<ul style="list-style-type: none"> + + + (-) 	O desconto pela falta de liquidez é analisado para ações ON (que tipicamente tem menor liquidez que as PN)
H7: DIFERENCIAL DE DIVIDENDOS <ul style="list-style-type: none"> • <i>(DIV_{ON}-DIV_{PN})/DIV_{PN}</i> 	+	O diferencial de dividendos influencia diretamente o prêmio pelo voto.

2 RESULTADOS

Os resultados são apresentados em três blocos. Em primeiro lugar, analiso os impactos da liquidez, do diferencial de dividendos, do tamanho sobre o prêmio pelo voto, cujos resultados se encontram na Tabela IV. Em seguida, o impacto dos benefícios privados sobre o prêmio pelo voto é avaliado. As variáveis que capturam estes benefícios incluem a alavancagem junto aos preferencialistas, a alavancagem financeira, a participação do maior acionista nas ações ordinárias e preferenciais. Os resultados se encontram na Tabela V. Finalmente, a questão de mudanças na LSA é investigada, e os resultados reportados na Tabela VI.

A Tabela IV apresenta os resultados de regressão dos dados de painel que avaliam o impacto da liquidez, do diferencial de dividendos, e do tamanho da empresa sobre o prêmio pelo voto no período de julho de 1994 a junho de 2002.

Os modelos (1) a (3) testam a hipótese de que o prêmio pelo voto é influenciado pela liquidez relativa avaliada por três medidas de liquidez: volume financeiro relativo, razão de índice de liquidez, e participação em índices de ações locais. Os resultados mostram que o volume financeiro relativo – $\text{Log}(\text{VOL}_{\text{ON}}/\text{VOL}_{\text{PN}})$ – e a razão de índices de negociabilidade – $\text{Log}(\text{INEG}_{\text{ON}}/\text{INEG}_{\text{PN}})$ – impactam positivamente o prêmio pelo voto e se mostram significativos a um nível de 1%. Os sinais dos coeficientes das variáveis dummies para a participação em índices – IB_{ON} (IB_{PN}) – suportam que a liquidez relativa influencia e explica parte do desconto pelo prêmio pelo voto a um nível de 5%.

Tabela IV – Impacto da Liquidez, Diferencial de Dividendos e Tamanho da Empresa sobre o Prêmio Pelo Voto

Os determinantes do prêmio pelo voto, VP , são analisados usando um modelo simples de painel de dados com efeitos aleatórios. VP – a variável dependente – é o prêmio pelo voto, calculado como a razão entre a diferença dos preços da ON e da PN pelo preço da PN. $\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$ captura a liquidez relativa definida pelo logaritmo natural da razão entre os volumes financeiros negociados das ações ON e PN. $\text{Log}(INEG_{ON}/INEG_{PN})$ mede a liquidez relativa representada pela razão dos índices de negociabilidade das ações ON e PN. IB_{ON} é uma variável dummy sendo igual a 1 se a ação ON respectiva participar do índice IBOVESPA ou do IBX, o mesmo é aplicado para ações preferenciais através da dummy IB_{PN} . $(DIV_{ON}-DIV_{PN})/DIV_{PN}$ representa o diferencial relativo pago por ação ON e PN em relação aos dividendos pagos por ação PN. $TAMANHO$ é o logaritmo natural dos ativos consolidados da companhia. As estatísticas t em itálico se encontram abaixo do coeficiente, e estão corrigidas para heterocedasticidade, e autocorrelação serial dos erros para observações de uma mesma empresa ao longo do tempo. ^(a), ^(b) e ^(c) indicam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Modelos de Regressão (1) - (6)	Variável Dependente: VP					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Intercepto</i>	0.063 <i>1.16</i>	0.047 <i>0.91</i>	0.012 <i>0.23</i>	0.147 ^b <i>2.31</i>	0.842 ^a <i>4.35</i>	1.107 ^a <i>4.80</i>
$\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$	0.035 ^a <i>9.08</i>			0.052 ^a <i>11.20</i>	0.033 ^a <i>8.62</i>	0.050 ^a <i>10.60</i>
$\text{Log}(INEG_{ON}/INEG_{PN})$		0.027 ^a <i>7.36</i>				
IB_{ON}			0.050 ^b <i>2.32</i>			
IB_{PN}			-0.066 ^b <i>(3.15)</i>			
$(DIV_{ON} - DIV_{PN})/DIV_{PN}$				0.122 ^a <i>4.50</i>		0.116 ^a <i>4.31</i>
$TAMANHO$					-0.050 ^a <i>(4.18)</i>	-0.061 ^a <i>(4.33)</i>
Observações	3,520	3,591	3,591	2,679	3,505	2,672
R^2 -Ajustado	54.6%	51.3%	50.7%	57.3%	54.7%	57.6%

Além disso, as diferenças entre os modelos (1) a (3) ilustram a sensibilidade das especificações a um mesmo conceito – onde liquidez é importante – e suportam a Hipótese **H1**. Os resultados apontam que o volume financeiro relativo possui um maior poder de explicação – medido pelo R^2 -ajustado igual a 54,6% – do que a razão de índice de negociabilidade entre ON e PN (com R^2 -ajustado igual a 51,3%), apesar de os dois índices serem significativos a 1%. Portanto, utilizo o volume financeiro relativo – $\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$ – como uma proxy de liquidez para os modelos seguintes.

O modelo (4) investiga a influência do diferencial de dividendos – $(DIV_{ON}-DIV_{PN})/DIV_{PN}$ – sobre o prêmio pelo voto. Como esperado, o coeficiente é positivo e estatisticamente significativo a 1%, suportando a Hipótese **H7**. O R^2 -ajustado (igual a 57,3%) é maior que o encontrado no modelo (1), fornecendo maior poder de explicação ao modelo.

Finalmente, os modelos (5) e (6) introduzem o tamanho da empresa representado pelo logaritmo natural dos seus ativos. Para as duas especificações o coeficiente é negativo e estatisticamente significativo a 1%, suportando a Hipótese **H5**. Ou seja, quanto maior a empresa, menor o prêmio pelo voto. A inclusão da variável *TAMANHO* não implicou um maior R^2 -ajustado.

Os modelos (7)-(11) analisam o impacto da estrutura de propriedade e de capital sobre o prêmio pelo voto. Maior avalancagem utilizando ações preferenciais e recursos de terceiros são analisados nos modelos (7) e (8). Os modelos (9) a (11) investigam a estrutura da propriedade, e a participação do maior acionista em ON e PN, e seu impacto sobre o prêmio pelo voto. Os resultados encontram-se na Tabela V.

Os resultados do modelo (8) suportam a Hipótese **H3**, mas contradizem os resultados no modelo (7) contradizem a Hipótese **H2**. Note que o coeficiente para a variável $PART_{ON}$ é positivo e estatisticamente significativo a 1%, não dando suporte a conjectura que uma maior alavancagem junto a preferencialistas é positivamente

relacionada com o prêmio pelo voto. Além disso, os coeficientes para as variáveis *ALAVFIN* e $(ALAVFIN)^2$ são positivo e negativo, respectivamente, suportando a hipótese que a baixos níveis de endividamento o multiplicador MBP beneficia os ordinaristas. Contudo a altos níveis de endividamento, os ganhos advindos deste multiplicador deveriam ser balanceados provavelmente com os riscos de falência, implicando uma relação negativa com o prêmio pelo voto.

Os resultados dos modelos (9) a (11) não suportam a Hipótese **H4**. O coeficiente para a variável *dummy MAJPN20* é positivo e estatisticamente significativo a um nível de 10%, contudo o coeficiente da variável *dummy MAJON40* é negativamente significativo a 5%. Contudo o resultado no modelo (11), contradiz a Hipótese **H4** no que diz respeito a participação do maior acionista em PN, pois o coeficiente para *MAJ20PN* é positivo e estatisticamente significativo a 1%. Uma possível explicação é que quanto maior a participação do maior acionistas em ações preferenciais, menor a liquidez para as ações preferenciais, implicando positivamente o prêmio pelo voto.

Finalmente, testamos os impactos das mudanças recentes na LSA sobre o prêmio pelo voto. Utilizo variáveis dummies para capturar o período de vigência dos três sub-períodos – *LEI6404*, *LEI9457*, *LEI10303* – conforme discutido na Seção 2. O modelo (12) na Tabela VI confirma que o coeficiente para a *dummy LEI6404* é positivo e estatisticamente significativo a um nível de 1%, enquanto o modelo (13) confirma que durante a vigência da *LEI9457* – período onde não havia “*tag along rights*” ao minoritário ordinarista - é negativamente relacionado ao prêmio pelo voto. Este coeficiente é negativo e estatisticamente significativo a 1%. Por último, utilizamos dois modelos adicionais para analisar o restabelecimento do “*tag along rights*” aos minoritários ordinaristas com a Lei nº 10.303. Os resultados nos modelos (14) e (15) confirmam que a introdução é positivamente relacionada e estatisticamente significativa a 1%.

Tabela V – Benefícios Privados e Prêmio Pelo Voto

Os determinantes do prêmio pelo voto, VP , são analisados usando um modelo simples de painel de dados com efeitos aleatórios. VP – a variável dependente – é o prêmio pelo voto, calculado como a razão entre a diferença dos preços da ON e da PN pelo preço da PN. $\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$ captura a liquidez relativa definida pelo logaritmo natural da razão entre os volumes financeiros negociados das ações ON e PN. $(DIV_{ON}-DIV_{PN})/DIV_{PN}$ representa o diferencial relativo pago por ação ON e PN em relação aos dividendos pagos por ação PN. $TAMANHO$ é o logaritmo natural dos ativos consolidados da companhia. $PART_{ON}$ representa a proporção de ações ordinárias sobre ações totais no final de cada ano. $ALAVFIN$ é uma proxy para alavancagem financeira, $MAJ50ON(MAJ40ON)$ é uma dummy com valor igual a um, se o maior acionista possui mais que 50% (ou 40%) das ordinárias. $MAJ20PN$ é uma *dummy* com valor igual a um, se o maior acionista possui mais que 20% das preferenciais. As estatísticas t em itálico se encontram abaixo do coeficiente, e estão corrigidas para heterocedasticidade, e autocorrelação serial dos erros para observações de uma mesma empresa ao longo do tempo. ^(a), ^(b) e ^(c) indicam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Modelos de Regressão (7) - (11)	Variável Dependente: VP				
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
<i>Intercepto</i>	2.310 ^a <i>6.66</i>	3.982 ^a <i>8.47</i>	4.118 ^a <i>8.67</i>	3.845 ^a <i>8.13</i>	4.312 ^a <i>9.08</i>
$\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$	0.065 ^a <i>11.87</i>	0.059 ^a <i>10.66</i>	0.060 ^a <i>10.77</i>	0.058 ^a <i>10.51</i>	0.059 ^a <i>10.65</i>
$(DIV_{ON} - DIV_{PN})/DIV_{PN}$	0.061 ^b <i>2.00</i>	0.056 ^c <i>1.85</i>	0.064 <i>2.10</i>	0.049 <i>1.59</i>	0.066 ^b <i>2.15</i>
<i>TAMANHO</i>	-0.176 ^a <i>(9.23)</i>	-0.251 ^a <i>(9.27)</i>	-0.257 ^a <i>(9.43)</i>	-0.248 ^a <i>(9.13)</i>	-0.274 ^a <i>(10.02)</i>
<i>PART_{ON}</i>	1.389 ^a <i>6.57</i>	1.351 ^a <i>6.43</i>	1.231 ^a <i>5.61</i>	1.493 ^a <i>6.80</i>	1.192 ^a <i>5.46</i>
<i>ALAVFIN</i>		2.192 ^a <i>4.90</i>	2.234 ^a <i>4.99</i>	2.084 ^a <i>4.64</i>	2.103 ^a <i>4.72</i>
$(ALAVFIN)^2$		-2.277 ^a <i>(4.21)</i>	-2.318 ^a <i>(4.28)</i>	-2.142 ^a <i>(3.94)</i>	-2.126 ^a <i>(3.94)</i>
<i>MAJ50ON</i>			0.042 ^c <i>1.91</i>		-0.004 <i>(0.18)</i>
<i>MAJ40ON</i>				-0.055 ^b <i>(2.22)</i>	
<i>MAJ20PN</i>					0.127 ^a <i>4.65</i>
Observações	1,762	1,762	1,762	1,762	1,762
R^2 -Ajustado	65.2%	65.7%	65.8%	65.8%	66.2%

Tabela VI – Recentes Mudanças na LSA e Prêmio Pelo Voto

Os determinantes do prêmio pelo voto, VP , são analisados usando um modelo simples de painel de dados com efeitos aleatórios. VP – a variável dependente – é o prêmio pelo voto, calculado como a razão entre a diferença dos preços da ON e da PN pelo preço da PN. $\text{Log}(VOL_{ON}/VOL_{PN})$ captura a liquidez relativa definida pelo logaritmo natural da razão entre os volumes financeiros negociados das ações ON e PN. $(DIV_{ON}-DIV_{PN})/DIV_{PN}$ representa o diferencial relativo pago por ação ON e PN em relação aos dividendos pagos por ação PN. $TAMANHO$ é o logaritmo natural dos ativos consolidados da companhia. $PART_{ON}$ representa a proporção de ações ordinárias sobre ações totais no início de cada ano. $LEI6404$, $LEI9457$, $LEI10303$ são *dummies* iguais a um, se a respectiva Lei estiver em vigência no período de julho de 1994 a setembro de 2002. As estatísticas t em itálico se encontram abaixo do coeficiente, e estão corrigidas para heterocedasticidade, e autocorrelação serial dos erros para observações de uma mesma empresa ao longo do tempo. ^(a), ^(b) e ^(c) indicam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Modelos de Regressão (7) - (11)	Variável Dependente: VP			
	(12)	(13)	(14)	(15)
<i>Intercepto</i>	1.353 ^a <i>3.42</i>	2.042 ^a <i>5.91</i>	2.996 ^a <i>8.08</i>	2.019 ^a <i>4.89</i>
<i>Log(VOL_{ON}/VOL_{PN})</i>	0.064 ^a <i>11.67</i>	0.062 ^a <i>11.47</i>	0.064 ^a <i>11.69</i>	0.062 ^a <i>11.47</i>
<i>(DIV_{ON} - DIV_{PN})/DIV_{PN}</i>	0.023 <i>0.74</i>	0.008 <i>0.26</i>	0.051 ^c <i>1.67</i>	0.010 <i>0.31</i>
<i>TAMANHO</i>	-0.117 ^a <i>(5.21)</i>	-0.154 ^a <i>(8.12)</i>	-0.221 ^a <i>(10.57)</i>	-0.161 ^a <i>(6.79)</i>
<i>PART_{ON}</i>	1.345 ^a <i>6.39</i>	1.346 ^a <i>6.44</i>	1.394 ^a <i>6.62</i>	1.349 ^a <i>6.45</i>
<i>LEI6404</i>	0.112 ^a <i>4.94</i>			0.119 ^a <i>5.29</i>
<i>LEI9457</i>		-0.125 ^a <i>(7.35)</i>		
<i>LEI10303</i>			0.125 ^a <i>5.08</i>	0.133 ^a <i>5.44</i>
Observações	1,762	1,762	1,762	1,762
R ² -Ajustado	65.6%	66.2%	65.8%	66.2%

Estes últimos resultados são consistentes com Neumann (2002) e Hoffman-Burchardí (1999). Os estudos realizados nos mercados dinamarquês e alemão, respectivamente, confirmam que durante o período de ausência de “*tag-along rights*”, há um impacto negativo do bloco de acionistas, e após a imposição da nova regra o impacto é positivo sobre o diferencial de preços.

VI. COMENTÁRIOS FINAIS

Vários trabalhos sugerem que os benefícios privados podem explicar o diferencial de preços entre espécies de ações com direitos diferenciados de voto. Entretanto, no Brasil o diferencial de preço entre a ação ordinária e a ação preferencial é negativo para várias empresas no período de julho de 1994 a setembro de 2002. Este trabalho investigou os determinantes que implicam este desconto da ação ordinária em relação a ação preferencial.

A análise empírica suportou a hipótese de que liquidez é relevante na determinação dos preços relativos. Além disso, constatações empíricas confirmam o impacto negativo da Lei n° 9.457, e o impacto positivo da introdução da Lei n° 10.303, restabelecendo estes direitos aos ordinaristas minoritários. Além disso, a estrutura de propriedade se mostrou ter uma relação positiva com o prêmio pelo voto, mas a participação do maior acionista em ações ordinárias não apresentou uma relação significativa.

Finalmente, vale mencionar que as empresas devem incluir uma das alternativas nos seus estatutos sociais até março de 2002: (a) prioridade no recebimento de dividendo mínimo correspondente a, pelo menos, 3% do valor contábil das ações; (b) dividendos 10% superiores aos pagos às ações ordinárias; ou (c) direito de venda em conjunto por 80% do preço pago ao(s) acionista(s) controlador(es) em caso de transferência de controle. Uma possível investigação futura seria analisar o impacto da adoção pelas empresas de uma das três alternativas acima no prêmio pelo voto.

VII. BIBLIOGRAFIA

- AMIHUD, Y. & H. Mendelson (1988) Liquidity and Asset Prices: Financial Management Implications, *Financial Management*, **17**:5-15.
- BARCLAY, M. J. & Holderness, C. G. (1989) Private Benefits from Control of Public Corporations”, *Journal of Financial Economics*, **25**:371-395.
- BEBCHUK, L., Kraakman, R., & Triants, G. (1999) Stock pyramids, cross-ownership, and dual class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper Series # 6951*, New York.
- BERLE, A. A. & G. C. Means. (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- BRUNI, A. L. & Famá, R. (1998) Liquidez e Avaliação de Ativos Financeiros: Evidências Empíricas na Bovespa, In: ANPAD, *Anais do ENANPAD*, Foz do Iguaçu, 1998.
- DYCK, A. & Zingales, L. (2002) Private Benefits of Control: An International Comparison, National Bureau of Economic Research, *NBER Working Paper Series 8711*, New York.
- GROSSMAN, S. & Hart, O. (1988) One Share-One Vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* **20**:175-202.
- HARRIS, M. & Raviv, A. (1988) Corporate Control Contests and Capital Structure, *Journal of Financial Economics* **20**:203-235.
- HOFFMAN-BURCHARDI, U. (1999) Corporate Governance Rules and the Value of Control – A Study of German Dual Class Shares. Financial Markets Group, *Discussion Paper #315*, London School of Economics.

- HORNER M. (1998) The Value of the Corporate Voting Right, *Journal of Banking and Finance*, **12**:69-83.
- JENSEN, M. C. & Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, **11**:5-50.
- LA PORTA, R., Lopez-de-Salines, F., & Shleifer, A. (2000) Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, **59**(1-2):3-27.
- LEASE, R. C.; J. J. McConnell & W. H. Mikkelson (1983) The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations. *Journal of Financial Economics*, **11**: 439-471.
- LEVY, H. (1983) Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock. *Journal of Finance*, **38**:79-93.
- NICODANO, G. (1988) Corporate Groups, Dual Class Shares and the Value of Voting Rights, *Journal of Banking and Finance*, **22**(9): 1117-1137.
- MEGGINSON, W. L. (1990) Restricted Voting Stock Acquisition Premiums and the Market Value of Corporate Control. *Financial Review*, **25**:175-198.
- NENOVA, T. (2001) The value of corporate votes and control benefits: A cross-country analysis, mimeo., Harvard University, Department of Economics.
- NEUMANN, R. (2002) Price Differentials between Dual-Class Stocks: Voting Premium or Liquidity Discount? In: European Financial Management Association, 2003 Annual Meetings, Helsinki, *Anais*, no prelo.
- SMITH, B. F. & Amoako-Adu, B. (1995) Relative Prices of Dual Class Shares, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **30**(2): 223-239.

- ØDERGAART, B. A. (1988) Price differences between equity classes. Corporate Control, Foreign Ownership or Liquidity? Evidence from Norway, mimeograph, Norwegian School of Business.
- RYDQVIST, K. (1987) Empirical investigation of the voting premium. Working paper #35, Northwestern University.
- SHLEIFER, A. & Vishny, W. (1987) A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, **52**: 737-783.
- VALADARES, S. (2002) Estimativa de valor de controle no Brasil, In: M. Bonomo (org.) *Finanças Aplicadas no Brasil*, FGV Editora, Rio de Janeiro, cap. 11, p. 299-312.
- ZINGALES, L. (1994) The value of the voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience, *Review of Financial Studies*, **62**:125-148.
- ZINGALES, L. (1995) What determines the value of corporate votes?, *Quarterly Journal of Economics*, **110**:1047-73.