

A Influência da Concentração do Controle Acionário no Valor das Empresas, Calculado com Base no Modelo de Ohlson

Autores

ABEL TEIXEIRA HAGE

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças

MARCELO SANCHES PAGLIARUSSI

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças

Resumo

Este trabalho faz uma comparação do valor de empresas com forte concentração do controle acionário, calculado com base no modelo de Ohlson e o seu valor de mercado (BOVESPA). A comparação busca verificar se o nível de concentração do controle acionário impacta a avaliação da empresa calculada com base em informações contábeis, disponibilizadas através de seus demonstrativos financeiros. Para se realizar o estudo foi utilizada uma amostra de 194 empresas listadas em ordem crescente de concentração acionária em ações ON. Deste conjunto de empresas formaram-se dois grupos. O Grupo I constituído por 52 empresas com concentração de até 60% do controle e o Grupo II constituído 120 empresas com concentração variando de 60,1 a 100%. O período avaliado foi de 1994 a 2003. Efetuada a regressão utilizou-se o nível de significância de R^2 para indicar se a concentração acionária impacta no valor da empresa, calculado pelo modelo de Ohlson. Como o modelo fundamenta-se em números contábeis, quanto menor o R^2 , maior o indicativo da pouca capacidade informacional dos dados contábeis apresentados nos demonstrativos financeiros das empresas da amostra. Os resultados evidenciados pelo R^2 indicam que o nível de concentração do controle acionário impactam o valor das empresas calculado com base no modelo de Ohlson.

1 Introdução

A influência da concentração acionária, restringindo o poder nas mãos de poucos acionistas controladores, nos leva a questionar se o controlador da empresa na qual se está investindo está preocupado em aumentar os seus resultados para que a companhia cresça, distribua dividendos, e adicione cada vez mais valor ao seu patrimônio.

No Brasil, diferentemente dos países anglo-saxões, onde predomina a estrutura de propriedade pulverizada, a característica predominante é de estruturas concentradas, com forte posicionamento em ações ON (ações com direito a voto).

Estudos têm demonstrado que a assimetria de interesses entre o acionista controlador que detem o poder sobre a gestão do negócio, e o acionista fora do bloco de controle não é pequeno. Segundo Silveira (2002, p. 31):

A alta concentração da propriedade (posse de ações) e do controle (tomada de decisão) das companhias, aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agencia no país se dê entre acionistas controladores e minoritários, e não entre acionistas e gestores, como nos países anglo-saxões com estrutura de propriedade pulverizada.

La Porta *et al.* (1999, p. 494). O trabalho realizado por esses pesquisadores, estudando grandes empresas em 27 países, constatou que o modelo de governança mais comum no mundo (e no Brasil), é o de estrutura de propriedade concentrada nas mãos de grandes acionistas, gerando os conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários. Conforme Silveira (2002, p. 32):

Desta forma os benefícios de se ter um grande acionista controlador, principalmente como monitor mais eficaz dos gestores da companhia por ter grande parte dos seus recursos nela alocados, são reduzidos em grande parte no Brasil, pois, apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de grande percentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (holdings que controlam holdings que controlam empresas) faz com que muitos controladores sejam, de fato, acionistas minoritários das empresas controladas, por não possuírem a maioria do capital social da empresa. Esta situação gera uma combinação de muito poder com baixa alocação de recursos próprios na empresa, diminuindo os benefícios de se ter um acionista controlador.

O risco que o minoritário não controlador corre é o de que o controlador passe a usar o seu poder em benefício próprio e não para alavancar os resultados e conseqüentemente gerar valor para os acionistas. Conforme Falcini (1995, p. 11):

Ocorre que essa linguagem comum, esse elo de ligação entre administradores e investidores, ou seja, a noção de que o valor econômico de um empreendimento é a medida final de sua eficiência econômico-social, aparentemente, ainda não se disseminou entre ambos.

O estudo segue uma abordagem positiva utilizando para precificar o valor da empresa o modelo desenvolvido por James A. Ohlson, apresentado no artigo *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation (Contemporary Accounting Research, Vol. 11, Nr. 2, p. 661-687 Spring 1995)*. Este modelo utiliza como variáveis para avaliação da firma o patrimônio Líquido, lucros auferidos e expectativas de lucros.

No trabalho, faz-se uma comparação entre dois grupos de empresas, o primeiro com menor índice de concentração do controle acionário, e o segundo com a maior concentração de controle do mercado.

O Objetivo é demonstrar que o grupo com maior concentração de controle, possui uma avaliação pelo modelo de Ohlson com maior divergência de seu valor de mercado do que o primeiro grupo com menor concentração. Evidenciando, assim, o menor nível informacional dos números contábeis das empresas com maior nível de concentração, e conseqüentemente com menor nível de governança corporativa.

A representatividade da informação contábil decorrerá da explicação do valor da empresa apurado com base no modelo de Ohlson, em relação ao seu valor de mercado, apurado com base no valor de suas ações negociadas na BOVESPA. Segundo Lopes (2001, p. 214):

Nesse tipo de mecanismo de governança corporativa o papel da contabilidade como redutora da assimetria de informações entre administradores e investidores é reduzida uma vez que o proprietário tem

acesso privilegiado às informações das empresas. A literatura recente a respeito da relação entre os modelos de governança e a relevância da informação contábil sugere que, nesse tipo de situação, a contabilidade não é relevante para explicar o comportamento de preços negociados no mercado.

Utilizou-se o modelo de Ohlson para precificação desses ativos, pelo fato de utilizar informações contábeis disponibilizados nos demonstrativos, indicando, então, a qualidade da informação contábil disponibilizada ao mercado. Segundo Lopes (2001, p.9):

Baseado nesse modelo de avaliação compara-se o poder explicativo dos resultados contábeis e do patrimônio em termos do preço atual das empresas. Nesse caso avalia-se o poder explicativo da contabilidade em concorrência com todo o conjunto de informações a disposição do mercado.

O estudo busca evidências de que a concentração do controle acionário impacta o nível de governança corporativa, comprometendo a qualidade das informações contábeis disponibilizadas ao mercado. Um menor nível de qualidade das informações tenderia a comprometer a precificação a valor de mercado do Patrimônio Líquido da firma. Segundo Lopes (2001, p. 1): "... a maior parte desses trabalhos tem sido realizada na tentativa de estudar o impacto da divulgação de informações contábeis no comportamento dos ativos em mercados financeiros..."

Considerando-se a abordagem acima, apresenta-se a seguinte questão de pesquisa:

Qual a influência da concentração do controle acionário no valor das empresas, apurado com base no modelo de Ohlson?

O teste da influência será efetuado utilizando-se como metodologia para apuração do valor da empresa o modelo de Ohlson. Comparando-se o valor apurado com o valor de mercado.

O percentual de explicação do valor do ativo, apurado pelo modelo de Ohlson em relação ao seu valor de mercado, funcionará como um indicativo do grau de representatividade das informações contábeis no valor das empresas, demonstrando o nível de governança corporativa praticado. Segundo Iudicibus e Lopes (2004, p.70):

O modelo teórico de Ohlson (1995) é de grande utilidade para a pesquisa empírica da Teoria Positiva da Contabilidade, porque sugere uma teoria na qual o valor de mercado do patrimônio líquido de uma entidade é função de variáveis contábeis atuais e futuras, além de incluir outras informações que afetarão os resultados contábeis no futuro. Isso somente é possível pelo fato do modelo teórico estabelecer ligação entre o lucro contábil, patrimônio líquido contábil e o valor de mercado da empresa.

A academia vem recentemente desenvolvendo pesquisas com o objetivo de verificar o impacto da governança corporativa e da qualidade da informação contábil no valor das empresas e no preço de suas ações, Silveira (2004), Lopes (2001), Sarlo Neto (2004) e outros.

Este estudo busca contribuir para esta discussão abordando o não menos importante conflito entre acionista controlador e o acionista fora do bloco de controle. Conflito que gera grandes impactos no nível de governança e na qualidade da divulgação de informações dos demonstrativos contábeis.

2 Hipótese

Dado que uma forte concentração do controle acionário possa afetar o nível de governança corporativa e a qualidade das informações contábeis, supõe-se que a avaliação de empresas com estas características, apresente discrepâncias significativas em relação aos preços praticados no mercado de bolsa (Bovespa). Isto é, o valor da firma apurado com base em seus números explicam pouco o preço de bolsa. Segundo Bushman *et all*(2000):

A contabilidade funciona como um mecanismo de redução de assimetria de informação e de conflitos de forma que modelos contábeis mais “fracos” fazem com que as empresas adotem outros mecanismos de governança corporativa para controlar as ações dos administradores que não seriam necessários com modelos contábeis mais informativos. Nesse sentido, verifica-se quão ampla è a influencia da qualidade dos padrões contábeis nos mecanismos de gestão e controle das empresas por acionistas e outros interessados no desempenho da empresa.

Com o objetivo de verificar se isto realmente ocorre foi testada a seguinte hipótese:

H₀ - O alto nível de concentração do controle acionário influencia negativamente no valor das empresas apurado com base no modelo de Ohlson.

Para testar esta hipótese foram gerados dois grupos de empresas. O primeiro grupo com um nível de concentração menor que o segundo grupo. Após a apuração do valor das empresas com base no modelo de Ohlson, e a regressão com o preço de mercado, constatou-se que no grupo com maior concentração o valor apurado explica menos o preço de mercado que o primeiro grupo, a um nível de significância de 5%.

3 Referencial Teórico

Uma revisão das metodologias mais utilizadas para avaliação de empresas indica a existência de seis principais, que diferem no grau de subjetividade e no enfoque temporal envolvido (CORNELL, 1993; DAMODARAM, 1997; COPELAND, KOLLER E MURRIN, 2002; MARTINS, 2001, OHLSON, 1995). De todas, a mais difundida e utilizada na prática por empresas de consultoria e bancos de investimento é a de fluxos de caixa descontados (FCD), baseada na determinação do valor-presente da estimativa de fluxos de caixa futuros gerados pela empresa. Martins (2000), diz que esse é o critério mais utilizado nos processos de avaliação de empresas para fins de negociação, fusão, cisão, privatização etc. A estimação do fluxo de caixa se dá com a previsão do desempenho futuro da empresa, baseada na análise histórica de seu desempenho. A estimativa do valor dos fluxos de caixas futuros do modelo apresenta-se ao mesmo tempo como o seu ponto forte e ponto fraco, em função do grau de subjetividade implícita. Igualmente importante para o modelo é a determinação da taxa de desconto adequada para refletir o tempo e o risco envolvidos nos fluxos de caixa. Pequenas variações na taxa implicam em substanciais impactos na estimativa de valor das empresas. Conforme Martins (2000, p. 16):

São várias as formas de se medir o patrimônio e o lucro de uma empresa; desde o Custo Histórico, com base nas transações ocorridas, passando

pelo Custo Corrente, considerando a reposição dos fatores de produção sendo consumidos, avaliando cada ativo e passivo pelo seu Valor Líquido de Realização e chegando ao Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuros. Todas elas consideram, no fundo, um único objeto: o caixa; ora o caixa acontecido, o prestes a acontecer, o que aconteceria se ativos e passivos fossem vendidos, o caixa esperado por transações futuras etc, cada uma das informações válidas para uma finalidade diferente.

Este trabalho busca definir o valor da empresa utilizando-se uma metodologia que utilize dados disponíveis a qualquer investidor nos demonstrativos contábeis das empresas.

O trabalho de Ohlson teve o grande mérito de resgatar a utilidade dos números contábeis no processo de avaliação, na medida em que estabeleceram a ligação entre o patrimônio líquido, o lucro contábil e o valor das ações da empresa. Seu trabalho incrementou as discussões sobre a utilidade da informação contábil e suas limitações para fins de avaliação.

Bernard (1995, p. 733), informa que a teoria de Ohlson fornece uma base para redefinição do objetivo apropriado de pesquisa na relação entre dados contábeis e valor da empresa.

A reduzida literatura nacional sobre o assunto demonstra que ainda não foi dado o devido destaque ao tema no Brasil, a despeito da atenção dispensada pela comunidade acadêmica internacional.

O Professor James A. Ohlson, com base em teoria já existente, estruturou um modelo de avaliação, com base na relação de lucro limpo (CSR), apurado estritamente com base em dados contábeis, e pelo modelo de avaliação pelo lucro residual, que calcula o valor da empresa pelo somatório do valor contábil do PL mais o valor presente dos lucros residuais futuros.

O modelo de Ohlson (MO) baseia-se em três premissas:

1. O MDD determina o valor de mercado, considerando-se a ausência de risco;

Nesta premissa o valor de mercado da empresa é resultado do desconto dos dividendos futuros esperados de acordo com a equação 1:

$$P_n = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{d}{(1+i)^n} \quad (1)$$

2. O lucro limpo (CSR), calculado com base na contabilidade tradicional;

Esta premissa condiciona o lucro a ser utilizado no modelo àquele que resulte das operações da empresa que impactem o Patrimônio Líquido em um período. Impactos que não podem ser decorrentes de transações entre os sócios (distribuição de dividendos, juros sobre o capital próprio, aumentos e diminuições do capital).

A formulação da premissa do lucro limpo garante a consistência da determinação do lucro, independente do sistema de contabilidade adotado.

$$y_{t-1} - y_t = d_t - x_t \quad (2)$$

3. *Comportamento estocástico dos lucros residuais;*

Nesta premissa Ohlson resgata a teoria dos lucros residuais ou lucros anormais. Os lucros residuais ou anormais é o resultado do ajuste do lucro contábil pelo lucro esperado. O lucro esperado resulta da aplicação sobre o PL, do exercício imediatamente anterior, de uma taxa que remunere o capital próprio em uso. A taxa utilizada pelo modelo de Ohlson é a taxa livre de risco.

$$\tilde{x}_{t+1}^a = \alpha x_t^a + v_t + \delta_{t+1} \quad (3)$$

Em que:

$$\tilde{V}_{t+1} = \gamma V_t + \delta_{t+1} \quad (4)$$

O modelo de Ohlson (1995) utiliza conceitos bem conhecidos, obtidos a partir dos relatórios contábeis, tais como o lucro e o valor do patrimônio líquido. O modelo estabelece a restrição da Clean Surplus Relation, que tem reflexo na qualidade dos dados contábeis. A eficácia do modelo dependerá também da aleatoriedade do valor patrimonial da empresa e de seus lucros residuais ou anormais. A aleatoriedade está associada às influências dos fatores conjunturais e específicos a cada empresa.

O valor de mercado do Patrimônio Líquido da empresa pelo modelo de Ohlson é dado pela fórmula abaixo:

$$P_n = y_0 + \sum_{n=1}^{\infty} \frac{x_n^a}{(1+i)^n} \quad (5)$$

O valor da empresa ao final do período n, é igual ao valor do PL contábil ao final do período n mais o valor presente dos lucros anormais esperados.

4 Dados e Metodologia

Com relação à metodologia e abordagem epistemológica, a presente pesquisa se caracteriza por ser empírico-analítica, pois utiliza técnicas de coleta, tratamento e análise de dados. Segundo Martins (1992, p. 27):

São abordagens que apresentam em comum à utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Tem forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é obtida através de testes de instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

O método do estudo é estatístico, procurando captar as características de uma amostra.

Utilizar-se-á a fundamentação teórica, com base no modelo de precificação de ativos de Ohlson.

Para realização dos testes, foi utilizada uma seleção empresas de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, que apresentam uma forte concentração acionaria. A amostra utilizada foi retirada de trabalho de pesquisa apresentada por Alexandre Di Miceli da Silveira (FEAC – USP) em sua dissertação de mestrado, apresentada em outubro de 2002.

A amostra analisada por Silveira em seu trabalho constitui-se por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e na Sociedade Operadora de Mercado de Ativos (SOMA) que apresentaram liquidez significativa nos anos de 1998, 1999 e 2000. A amostra considera apenas a participação em ações ON (ações com direito a voto).

A partir da amostra pesquisada por Silveira extraiu-se apenas as empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), excluindo-se, também, as empresas que não apresentaram dados suficientes para a realização da pesquisa.

A partir da definição da amostra constituiu-se dois conjuntos para análise. O conjunto número 1, denominado Grupo I foi composto por 52 empresas com concentração do controle acionário variando de 0 a 60%. O Grupo II pelas demais empresas com variação do controle de 60,1 a 100%, com composição de 120 empresas.

A Tabela 1 apresenta a distribuição da amostra por faixa de concentração do controle acionário:

Tabela 1: Distribuição da Amostra Por Faixa de Concentração

Faixa de Concentração Forma Percentual %	Numero de Empresas	Participação em Relação ao Total da Amostra %
0,0 a 10,0	1	0,52
10,1 a 20,0	0	0,00
20,1 a 30,0	4	2,06
30,1 a 40,0	2	1,03
40,1 a 50,0	8	4,12
50,1 a 60,0	39	20,10
60,1 a 70,0	24	12,37
70,1 a 80,0	26	13,40

80,1 a 90,0	31	15,98
90,1 a 100,0	59	30,41

Fonte: Adaptado de Silveira (2002, p. 77)

Os dados da Tabela 2 evidenciam o alto grau de concentração do controle acionário das empresas que compõem o mercado de ações brasileiro. Analisando-se a distribuição ali apresentada, constata-se que mais de 70% das empresas da amostra, encontra-se na faixa de 70 a 100 % de concentração.

Os dados contábeis necessários para utilização do modelo de Ohlson no período de 1994 a 2003, bem como o preço das ações das empresas foram extraídos da base de dados da Economática, empresa especializada em informações para o mercado de capitais. Foram utilizados dados consolidados para as empresas que caracterizam grupo empresarial.

A limitação do escopo do trabalho no período de 1994 a 2003, deveu-se a maior disponibilidade de dados bem como à relativa estabilidade econômica brasileira com advento do Plano Real. A limitação deveu-se a necessidade de se evitar trabalhar com dados influenciados por inflação de quatro dígitos ao ano no período anterior a 1994, e dados impactados por inflação de dois dígitos (ou menos) após esta data.

Na apuração do valor de mercado utilizou-se o preço da ação mais líquida, independente de ser ON ou PN.

Para integrar o cálculo do valor da empresa a ação deveria apresentar dados por pelo menos quatro períodos consecutivos. Isto permitiria ter um período como ano base e no mínimo três para se proceder ao desconto dos lucros anormais.

Para cada grupo de empresas, Grupo I e Grupo II, foram calculados o valor de mercado por ação do Patrimônio Líquido da empresa com base no modelo de Ohlson para cada ano de 1994 a 2000, com base na fórmula nr. 5.

O lucro anormal foi apurado com base nos lucros auferidos pelas empresas nos anos seguintes a cada ano base, 1994 a 2000. Tomando-se como ano base 1994, descontaram-se os lucros anormais dos anos de 1995 a 2003; como ano base 1995, descontou-se os lucros anormais dos anos de 1996 a 2003, e assim por diante até o ano de 2000, onde se descontou os lucros anormais dos anos de 2001 a 2003.

O lucro anormal foi obtido subtraindo-se do lucro contábil por ação auferido pelas empresas, os lucros esperados obtidos com base na correção do valor patrimonial por ação do ano imediatamente anterior pela taxa de juros da poupança, 6% ao ano.

$$La_b = L_b - (PL_{b-1} * R_{fj}) \quad (6)$$

La_b = Lucro anormal no ano base;

L_b = Lucro contábil no ano base;

$(PL_{b-1} * R_{fj})$ = Lucro esperado;

PL_b = Patrimônio Líquido no ano imediatamente anterior ao ano base.

R_{Fj} = Taxa livre de risco mais a unidade.

O modelo de Ohlson utiliza em sua formulação a esperança matemática dos lucros anormais. Neste trabalho utilizou-se como lucro anormal não a expectativa de lucro mas sim o lucro contábil auferido pela empresa, subtraído de seu lucro esperado, nos anos subsequentes ao ano base. A mesma metodologia utilizou Lopes(2001).

A taxa de juros utilizada como taxa livre de risco na formulação de Ohlson foi a taxa de juros da poupança. Segundo Securato (1996, p.128):

“Na economia brasileira poderíamos considerar como risco zero as cadernetas de poupança ou os títulos federais do tipo: BBC (Bônus do Banco Central), NBC (Notas do Banco Central), LFT (Letras Financeiras do Tesouro), e outros, visto que, em cada ocasião, temos um tipo de título, como representativo do risco zero.”

Após o cálculo do valor de mercado por ação do patrimônio líquido da firma nos anos de 1994 a 2000, efetuou-se uma regressão linear de todos esses dados com os seus respectivos valores de mercado em cada ano.

Análise do valor de mercado em relação ao patrimônio líquido e o lucro anormal:

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 PL_t + \beta_2 LA_{t+1} + \beta_3 LA_{t+2} + \dots + \beta_4 LA_{t+n} + \xi_t \quad (7)$$

Em que:

LA_{t+1} = Lucro Anormal no período t_1

LA_{t+2} = Lucro Anormal no período t_2

LA_{t+n} = Lucro Anormal no período t_n

A especificação linear é mantida por intermédio da utilização de uma regressão linear simples. O preço de mercado é o preço da ação. O patrimônio líquido é o divulgado, isto é, não é feito ajuste no valor publicado. O Modelo de Ohlson não recomenda um único tipo de modelo contábil ou práticas contábeis específicas.

Obteve-se uma regressão com 304 e 686 observações para o Grupo I e o Grupo II respectivamente.

5 Resultados

Os resultados obtidos após a regressão dos dados do valor por ação da empresa com base no MO e o valor de mercado de sua ação nos respectivos períodos foram:

Tabela 2: Resultados da Regressão

Modelo	Intercepto	Coefficiente Variação	R ²
Grupo I	1,6594 (4,11)**	0,1853 (15,30)*	0,4370

Grupo II	3,5472 (2,52)*	0,0923 (15,30)*	0,2552
* P – Value (1%); ** P – Value (5%)			

Os testes realizados apresentaram coeficientes de variação positivos e significantes indicando a existência de uma relação entre as variáveis do modelo.

Observou-se que pelos coeficientes de explicação apresentados, o modelo de avaliação de mercado do patrimônio líquido da empresa desenvolvido por James A. Ohlson explica o valor de bolsa da empresa.

O coeficiente de variação e o coeficiente de explicação obtido nos testes levam a aceitação da hipótese de trabalho estruturada. Indicando que o modelo de Ohlson explica menos o valor de mercado de bolsa das empresas com maior concentração do controle acionário.

Os resultados apresentados pelo R^2 foram significantes ao nível de 5%, nos levando a aceitar a hipótese formulada de que “ *O alto nível de concentração do controle acionário influencia negativamente no valor das empresas apurado com base no modelo de Ohlson*”.

Nas empresas do Grupo II, formado por empresas em que o acionista controlador detém acima de 60,0% do poder de voto, as informações contábeis disponibilizadas em seus demonstrativos contábeis, quando utilizados para definir o valor de mercado de seu patrimônio, com base no modelo de Ohlson, explicam menos o seu valor de mercado de bolsa que as empresas do Grupo I com nível de concentração menor.

Os resultados encontrados sinalizam que:

O modelo de Ohlson funciona como uma boa metodologia de avaliação do valor de mercado do patrimônio líquido da firma, ratificando os resultados de outros trabalhos sobre o assunto.

O nível de concentração do controle acionário influencia na avaliação das empresas, efetuada com base em informação contábeis.

O nível de concentração do controle acionário influencia o nível de governança corporativa e, a capacidade informacional dos números contábeis.

As medidas adotadas para melhoria dos preceitos de governança corporativa e da capacidade informacional dos demonstrativos contábeis, são as mais indicadas para redução da assimetria informacional entre acionista controlador e acionista minoritário, dentre outros.

Considerações Finais

Este trabalho teve a finalidade de averiguar se o alto índice de concentração do controle acionário impacta o valor da empresa apurado com base no modelo de Ohlson.

Foram analisadas empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa, extraídas de uma amostra do trabalho apresentado por Alexandre Di Miceli da Silveira (FEAC – USP), em sua dissertação de mestrado, apresentada em outubro de 2002.

A metodologia utilizada constitui em efetuar uma regressão entre o valor de mercado de bolsa e o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa, calculado com base no modelo de Ohlson, nos anos de 1994 a 2003.

Os resultados encontrados no teste levaram a aceitação da hipótese de trabalho, confirmando que o alto nível de concentração do controle acionário influencia negativamente no valor das empresas, calculado com base no modelo de Ohlson.

Os resultados indicam um nível inferior de qualidade das informações contábeis, disponibilizadas nos demonstrativos financeiros de empresas com alto nível de concentração do controle acionário, onde o acionista controlador obtém informação privilegiada dentro da empresa, repassando ao mercado o que lhe interessa.

Adicionalmente, as evidências encontradas indicam que nas empresas com alto índice de concentração acionária o nível de governança corporativa é baixo.

Espera-se que o trabalho tenha contribuído para a ampliação do conhecimento sobre a aplicabilidade do modelo de avaliação desenvolvido por James A. Ohlson no mercado brasileiro. Utilizando dados contábeis disponibilizados pelas empresas, permite que se proceda a aferição do nível de assimetria informacional entre investidor e controlador.

A capacidade preditiva do modelo evoluirá juntamente com a melhora da qualidade das informações contábeis.

O mercado tem caminhado para corrigir estas distorções com as novas práticas de governança corporativa para empresas que queiram adentrar o novo mercado.

Destaque-se a substituição de ações PN por On, a necessidade de free float de no mínimo 25%. Obrigação da extensão do direito do Tag Along ao acionista minoritário, no caso de alienação do bloco de controle. Medidas que visam corrigir os malefícios de uma estrutura de mercado altamente concentrada nas mãos de poucos.

Por fim, sugere-se para novas pesquisas, a busca de evidências para empresas em que o acionista detenha o controle da empresa, com pequena participação em ações ON, porém, com grande participação no capital total da empresa (grande participação em ações PN).

A verificação do nível de qualidade das informações contábeis e o impacto no valor de mercado de seu patrimônio líquido, para empresas que estão incorporando novas práticas de governança corporativa.

A utilização de alternativas de taxas de juros livre de risco, à utilizada neste trabalho, SELIC, CDI, etc. A taxa de desconto tem grande impacto no modelo, podendo alterar os resultados finais.

Referências

BERNARD, V.L.; **The Feltham-Ohlson Framework**: Implications for Empiricists. Contemporary Accounting Earnings, v. 11, p. 733-747, 1995.

BUSHMAN, R., CHEN, Q., ENGEL, E., **The Sensivity of Corporate Governance Systems to the Timeliness of Accounting Earnings**. Working Paper. University of North Carolina-Chapell Hill, 2000.

- CARVALHO, J.V.; **Análise econômica de investimentos: EVA - valor econômico agregado**; Rio de Janeiro: Qualitymark; 2002.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation: Measuring and managing the value of companies**. 3a.ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- CORNELL, B. **Corporate Valuation: tools for effective appraisal and decision making**. New York: IRWIN Professional Publishing, 1993.
- CUPERTINO, C.M.; **O modelo de ohlson de avaliação de empresas: uma análise crítica de sua aplicabilidade e testabilidade empírica**; 2003; Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis); Universidade de Brasília; Distrito Federal.
- DAMODARAN, Aswath, **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.
- DAMODARAN, A.; **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**; São Paulo: Qualitymark; 2003.
- DAMODARAN, A; **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**; São Paulo; Makron Books; 2002.
- FALCINI, P.; **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**; 2ª. Edição; São Paulo: 1995.
- GITMAN, L; **Princípios de administração financeira**; 7ª. Edição; São Paulo: Harbra; 1997.
- LA PORTA, R., LOPES-DE-SILANEZ, F., SHLEIFER, A., Agency Problems Around the World. **Journal of Finance**, Vol. 55, No. 1, February 2000.
- LOPES, A.B; **A Relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo; São Paulo.
- MARTINS, E.; **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**; FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras; São Paulo: Atlas, 2001.
- NETO, A.S.; **A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro**; 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças; Espírito Santo.
- OHLSON; J.A; Earnings, book values, and dividends in equity valuation. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 661-687, 1995.
- PORTELLA, G.R.; **Modelos de avaliação de empresas baseados em demonstrações financeiras e importância relativa do balanço e da demonstração de resultados**; ENANPAD 24; Florianópolis; 2000. Anais em CD-ROM.
- SECURATO, J. R.; **Avaliação de Investimentos em Condições de Incerteza**; São Paulo; Atlas, 1996.
- ROSS, S.; Westerfield, R. e Jaffe, J.; **Administração financeira – Corporate finance**; São Paulo: Atlas, 1995.

SILVEIRA, A.D.M.; **Governança Corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**; 2002; Dissertação (Mestrado em Administração); Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo; São Paulo.

Apêndice A - Amostra (Relação de empresas/Percentual Controle Acionário)

Empresas	% ACCon tr	Empresas	% ACCont r	Empresas	% ACCont r	Empresas	% ACCon tr
Telebrasili a Cel	9,1%	Ren Hermann	59,1%	Petroq. União	77,5%	Solorrico	94,7%
Dimed	22,8%	Belgo Mineira	59,3%	Recrusul	77,8%	Celpe	94,9%
Ipiranga Ref	23,5%	Brasmotor	60,0%	Iochp- Maxion	78,5%	Paul F Luz	94,9%
Cremer	24,0%	Inepar Energia	60,0%	Bunge Alimentos	79,1%	Cerj	95,0%
Sadia S/A	27,8%	Pão de Açúcar	60,4%	CRT Celular	80,2%	Telpa Celular	95,1%
Eletropaulo Metrop	31,0%	Trasmisão Paulist	60,5%	LightPar	81,6%	Telpe Celular	95,1%
Ipiranga Dist	32,4%	Inds Romi	60,6%	Metal Leve	82,2%	Nitrocarb ono	95,5%
Vale Rio Doce	42,2%	Inepar	60,7%	Gerdau	83,0%	Telebahia	95,8%
Bardella	45,0%	Ipiranga petroleo	62,9%	Cesp	83,7%	Telerj	95,8%
Usiminas	46,3%	Saint Gobain Canal	64,1%	Forjas Taurus	83,9%	Globex	96,0%
Sid Nacional	46,5%	Embraer	64,4%	Tele Sudeste Celular	84,0%	Aracruz	96,5%
Loj Americana s	48,2%	Trikem	64,4%	Albarus	84,2%	Pettenati	96,8%
EPTE	49,0%	Eternit	64,7%	Telesp Operac	84,3%	Weg	96,9%
Mont Aranha	49,1%	Magnesita	65,0%	Duratex	84,5%	Embraco	97,0%
Brasil Realt	50,0%	Zivi	65,0%	Serrana	84,8%	Polar	97,3%
Telemar	50,1%	Oxiteno	65,4%	Sid Tubarão	84,9%	EMAE	97,4%
Celesc	50,2%	Amadeo Rossi	65,9%	Telesp Cel Part	85,1%	Telasa Celular	97,4%
Petroflex	50,4%	Wiest	66,1%	Sabesp	85,3%	EBE	97,8%
Cacique	50,6%	Polialden	66,7%	Teleceara	85,3%	Telepisa	97,9%

				Cel		Celular	
Light	50,9%	CEEE Energia	67,0%	Minupar	85,9%	Ripasa	98,0%
Aubos Trevo	51,0%	Saraiva Livr	67,9%	Varig	87,3%	Vigor	98,2%
Cambuci	51,0%	Docas	68,0%	Telepar Celular	87,4%	Brasil telec	98,7%
Cemig F	51,0%	Guararapes	68,1%	Ciquine	87,9%	Ferbasa	98,8%
Cataguazes	51,0%	Ambev	68,8%	Enersul	87,9%	Millennium	99,0%
Transbrasil	51,0%	Rossi Resid	69,5%	Rhodia-Ster	88,5%	Confab	99,2%
Cia Hering	51,2%	Ultrapar	69,5%	Dixie Toga	88,6%	Metisa	99,5%
Tele Nordeste Celul	51,2%	Fosfertil	69,9%	Votorantin C P	89,0%	Schulz	99,7%
Tele Celular Sul	51,4%	Avipal	71,5%	Telemig	89,2%	Ferro Ligas	99,9%
Tele Norte Celular	51,8%	Seara Alim	71,5%	CEB	89,3%	Fertiza	99,9%
Telemig Celul Part	51,8%	Gerador a Tiete	71,6%	Coelba	89,8%	Mangels	99,9%
Unipar	52,0%	Gerdau Met	71,8%	Lix da Cunha	89,8%	Paraibuna	99,9%
Brasil T Par	52,3%	Alpargatas	72,9%	Telma Celular	89,8%	Petrobrás Distrib	99,9%
Trafo	52,6%	Fertibras	73,0%	Elektro	90,0%	Santista Textil	99,9%
Fras-le	53,1%	Sansuy	73,7%	Teka	90,0%	Usin C Pinto	99,9%
Tele Centroeste Cel	53,8%	Biobras	74,2%	Tectoy	90,1%	Bombril	100,0 %
Kuala	53,9%	Kepler Weber	74,7%	Perdigão	90,4%	Bompreço	100,0 %
Parapanema	55,5%	Antartica Nord	74,8%	Telegoias Celular	91,2%	Caemi Metal	100,0 %
Eucatex	55,6%	Polipropileno	75,2%	Latasa	91,4%	EDN	100,0 %
Petrobrás	55,7%	Wetzel	75,2%	Telesc Celular	91,6%	Petroquisa	100,0 %
Marcopolo	56,3%	Souza Cruz	75,3%	Coelce	91,7%	Politeno	100,0 %
Globo Cabo	56,7%	Portobel	75,6%	Brasilit	92,6%	Sibra	100,0 %

		lo					%
Grazziotin	57,3%	Acesita	75,7%	Telern Celular	92,6%	Sola	100,0 %
Acos Villares	57,4%	Karsten	75,9%	Supergasbras	92,7%	Suzano	100,0 %
Klabin	57,7%	Comgas	76,1%	Ger Paranapanem a	93,1%		
Pronor	57,7%	Bic Caloi	77,0%	Erbele	93,3%		
Tele Leste Celular	58,3%	Escelsa	77,3%	Bahia Sul	93,7%		
Copene	58,4%	Gradient e	77,4%	J B Duarte	94,0%		
Eletrobrás	58,4%	Randon Parta	77,4%	Cach Dourada	94,3%		
Copel	58,6%	Gerasul	77,5%	Estrela	94,7%		