

MEC-SETEC
INSTITUTO FEDERAL DE MINAS GERAIS - Campus Formiga
Curso de Administração

**DETERMINANTES DO *DUAL CLASS PREMIUM*:
EVIDÊNCIAS NO MERCADO BRASILEIRO**

Taynara Cardoso Ribeiro

Orientador: Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade

FORMIGA-MG.
2017

TAYNARA CARDOSO RIBEIRO

**DETERMINANTES DO *DUAL CLASS PREMIUM*: EVIDÊNCIAS NO
MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto Federal, *campus* Formiga, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade

FORMIGA-MG.
2017

TAYNARA CARDOSO RIBEIRO

**DETERMINANTES DO *DUAL CLASS PREMIUM*: EVIDÊNCIAS NO
MERCADO BRASILEIRO**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto Federal, *campus* Formiga, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovado em: 7 de dezembro de 2017.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Lélis Pedro de Andrade

Prof. Dr. Bruno César de Melo Moreira

Prof. Dr. Daniel Fonseca Costa

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao Instituto Federal de Minas Gerais, *campus* Formiga, bem como a todos os professores que contribuíram para a minha formação e me auxiliaram nesta jornada. Agradeço especialmente ao Professor Dr. Lélis Pedro de Andrade, pela excelente orientação, confiança, paciência, por sempre me motivar a atingir meus objetivos e acreditar no meu potencial mais do que eu mesma. Agradeço à banca avaliadora, composta pelo Prof. Dr. Bruno César de Melo Moreira e pelo Prof. Dr. Daniel Fonseca Costa. Também agradeço a participação do Prof. Dr. Washington Santos da Silva na banca avaliadora do projeto inicial do TCC. Agradeço ao apoio de toda a minha família e ao meu irmão por sempre me motivar com uma frase: nossas conquistas dependem de 1% de inspiração e 99% de transpiração (Thomas Edson). Esta frase me ensinou a ser perseverante e a nunca desistir, mesmo nos momentos difíceis. Agradeço até mesmo os finais de semana de imenso esforço e aprendizado.

RESUMO

A diferença nos preços das ações com voto e sem direito a voto, definida na literatura relacionada como *Dual Class Premium (DCP)*, ainda carece de novas evidências ou explicações, especialmente no mercado brasileiro, onde é considerado alto o risco de expropriação aos acionistas minoritários. Assim, este trabalho objetiva identificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* no mercado brasileiro. Para este fim, foram realizadas regressões com dados em painel e testes de comparações de média e de mediana. A amostra total foi composta por 383 empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2000 a 2015. O prêmio médio encontrado para este período foi de 18,07%. Os fatores que determinaram negativamente o *DCP* foram: o tamanho da empresa, a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, a proporção de ações ordinárias em relação ao capital total, a concentração acionária e o diferencial de liquidez. Já os determinantes que afetaram positivamente o *DCP* foram: a maior distribuição de dividendos para ações ordinárias e a tangibilidade. A alavancagem financeira também foi considerada determinante do *DCP*, sendo que a sua relação com o valor do *DCP* é semelhante ao formato de U invertido. Além disso, identificou-se que os resultados da comparação de médias e de medianas indicaram que as companhias que possuem prêmio positivo possuem menor rentabilidade em comparação com i) as empresas do Novo Mercado ou ii) as empresas que possuem *DCP* negativo, sendo isto um indicativo de que existe maior risco de expropriação aos minoritários nas companhias que possuem *DCP* positivo. Já a rentabilidade das empresas com *DCP* negativo é semelhante à das empresas do Novo Mercado; no entanto, as empresas do Novo Mercado são mais valorizadas do que aquelas com *DCP* negativo, havendo uma possível subprecificação, por parte dos investidores, devido ao risco maior de expropriação.

Palavras-chave: *Dual Class Premium*, direito de voto, governança corporativa, desempenho financeiro, valor de mercado, risco de expropriação.

ABSTRACT

The difference between the prices of shares with voting and nonvoting rights, which is defined in the related literature as a Dual Class Premium (DCP), still lack new evidence or explanations, especially in the Brazilian stock market, where the expropriation risk is deemed high. So, this study aims identify the determinants of Dual Class Premium in the Brazilian market. To this end, we performed regressions using panel data models and means and medians comparison tests. The total sample consisted of 383 companies listed on the BM&FBovespa, from 2000 to 2015. The average of the premium for this period is 18.07%. The factors that negatively determine the DCP are: firm's size, adherence to superior corporate governance levels, the proportion of voting shares in relation to total capital, ownership concentration and the differential liquidity. On the other hand, the determinants that positively affect the DCP are: the largest distribution of dividends for common shares and tangibility. The financial leverage is also deemed a determinant of the DCP, and its relationship with the DCP value follows an inverted U shaped. Furthermore, we identified that the results using the t and the Wilcoxon tests indicate that companies having a positive DCP value have lower profitability than i) the companies with shares listed in the Novo Mercado level or ii) with negative DCP; which it indicates that there is a larger expropriation risk of minority shareholders in these companies. Even that the profitability of companies with negative DCP is similar to the *Novo Mercado* companies, the companies with shares listed in *Novo Mercado* have higher market value than the group of firms with negative DCP; which indicate that the investors are underpricing the expropriation risk.

Keywords: Dual Class Premium, voting rights, corporate governance, financial performance, market value, expropriation risk.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Percentual de empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	28
Gráfico 2 – Evolução do <i>Dual Class Premium</i> no Brasil	28
Gráfico 3 – Comparação da evolução do <i>DCP</i>	29
Gráfico 4 – Q-Tobin de cada grupo de empresa.....	38
Gráfico 5 – Rentabilidade sobre o ativo dos grupos de empresas	40
Gráfico 6 – Diferencial de dividendos das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	53
Gráfico 7 – Diferencial de liquidez medido por meio do volume financeiro das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	53
Gráfico 8 – Diferencial de liquidez medido pela liquidez em bolsa das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	54
Gráfico 9 – Diferencial de liquidez medido pelo índice de negociabilidade das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	54
Gráfico 10 – Tangibilidade das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo.....	54
Gráfico 11 – Tamanho das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo.....	55
Gráfico 12 – Alavancagem financeira (Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total) das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo.....	55
Gráfico 13 – Alavancagem financeira (Dívidas/ Ativo Total) entre empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	55
Gráfico 14 – Proporção de ações ordinárias em relação ao capital total das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	56
Gráfico 15 – Proporção de ações possuída pelos três maiores acionistas das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo	56
Gráfico 16 – Proporção de ações ordinárias possuída pelos três maiores acionistas das empresas com <i>DCP</i> positivo e negativo.....	56

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Descrição das variáveis.....	21
Quadro 2 – Hipóteses.....	24
Quadro 3 – Descrição da variável <i>Desempenho</i>	26

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Valor médio do controle em diferentes países	15
Tabela 2 – Estatística descritiva do <i>Dual Class Premium</i>	27
Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas	29
Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas <i>dummy</i>	30
Tabela 5 – Regressões - Efeitos aleatórios	31
Tabela 6 – Regressões - Efeitos Fixos	35
Tabela 7 – Comparação de média e mediana do Q-Tobin	37
Tabela 8 – Comparação de média e mediana da rentabilidade sobre o ativo (ROA)	39
Tabela 9 – Comparação das características das empresas do Novo Mercado com as empresas com duas classes de ações	41
Tabela 10 – Comparação das características das empresas com <i>DCP</i> positivo e com <i>DCP</i> negativo	42
Tabela 11 – Regressões	57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 Objetivo Geral.....	11
1.2 Objetivos Específicos.....	11
1.3 Justificativa	11
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	12
2.1 Conflitos de Agência.....	12
2.2 Governança Corporativa	13
2.3 Valor do controle.....	14
2.4 Determinantes do <i>Dual Class Premium</i>	16
2.5 Implicações do <i>Dual Class Premium</i> no desempenho financeiro e no valor das empresas	18
3 METODOLOGIA	19
3.1 Caracterização da pesquisa	19
3.2 Amostra e coleta de dados.....	19
3.3 Modelo de regressão e definição das variáveis para determinação do <i>Dual Class Premium</i>	20
3.4 Análise comparativa do desempenho financeiro e do valor das empresas com <i>DCP</i> positivo, <i>DCP</i> negativo ou do Novo Mercado.....	26
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	26
4.1 Estatísticas Descritivas	26
4.2 Determinantes do <i>Dual Class Premium</i>	30
4.3 Comparação do desempenho das empresas	36
5 CONCLUSÕES	42
REFERÊNCIAS	44
APÊNDICE A – Matriz de correlação	47
APÊNDICE B – Gráficos das características das empresas com <i>DCP</i> positivo e <i>DCP</i> negativo	53
APÊNDICE C – Regressões	57
APÊNDICE D – Lista de empresas que fazem parte da amostra	60

1 INTRODUÇÃO

A emissão de duas classes de ações contraria o princípio “*uma ação, um voto*”, porém, considera-se que ainda há uma carência de pesquisas que analisem as causas e implicações do prêmio pelo controle nas empresas brasileiras, especialmente quando elas têm ações listadas no segmento especial de governança corporativa, que é o Novo Mercado.

Segundo Adams e Ferreira (2008), apesar de alguns estudos apresentarem resultados divergentes, há um apoio na literatura de que desviar-se do princípio “*uma ação, um voto*” pode gerar um impacto negativo no valor da empresa. Para eles, isto pode gerar ineficiências por duas razões: primeiro, pode indicar a extração de benefícios privados por acionistas controladores; segundo, o custo de capital pode se tornar maior, o que dificulta a aprovação de novos projetos de investimentos. Também há indícios de que a emissão de duas classes de ações pode gerar um efeito negativo no desempenho financeiro das empresas (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2014; KIN; GRANDO; BRUNOZI JÚNIOR, 2016).

A emissão de duas classes de ações, sendo uma delas sem direito a voto, possibilita que o acionista controle a organização sem necessariamente obter a maioria das ações emitidas pela empresa. Isto poderia gerar conflitos de interesse entre os acionistas controladores e minoritários (REIS, 2015). Assim, os acionistas controladores poderiam obter benefícios privados por meio da utilização de recursos da empresa, sendo que os demais acionistas estariam arcando parcialmente com estes custos (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

A magnitude do *Dual Class Premium* pode ser usada como um indicativo de que os acionistas estão obtendo benefícios decorrentes do seu poder de controle. Se o controle for valioso, devido à obtenção de benefícios privados, as ações com direito a voto seriam negociadas com prêmio em relação às demais (ADAMS; FERREIRA, 2008).

Além disso, o valor de um ativo é determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa futuros descontando-se o custo de capital da empresa. Sendo assim, as classes de ações de uma mesma empresa deveriam apresentar o mesmo valor (CAMARGOS; SALVATO; CAMARGOS, 2012). No entanto, isto não é observado nas negociações do mercado. Pesquisas realizadas com informações referentes ao período compreendido entre 2002 e 2014 verificaram que as ações com direito a voto foram negociadas com prêmio em relação às que não oferecem este direito (SOUZA, 2014; REIS, 2015). Também houve pesquisas em que o prêmio foi negativo, tais como a de Saito (2003) e Ødegaard (2007).

Sendo assim, torna-se necessário identificar os fatores que determinam a diferença de preços entre duas classes de ações, bem como verificar se a magnitude do prêmio pelo controle pode impactar no desempenho financeiro e no valor das empresas. Neste sentido, algumas pesquisas já foram realizadas para encontrar os fatores determinantes do *DCP*, tais como a de Terra, Lemgruber e Becker (1994), Saito (2003), Saito e Silveira (2010), Souza (2014) e Reis (2015). Pesquisas também foram realizadas para analisar o desempenho financeiro e o valor das empresas que adotam estruturas com duas classes de ações, tais como a de Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), Grandó *et al* (2016) e Kin, Grandó e Brunozi Júnior (2016). Bortolon e Leal (2014) ainda analisaram as empresas que decidiram unificar suas classes de ações. No entanto, ainda há carência de pesquisas que analisam o impacto do *DCP* no desempenho das empresas brasileiras.

1.1 Objetivo Geral

O objetivo deste estudo é identificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* no mercado brasileiro.

1.2 Objetivos Específicos

Esta pesquisa possui os seguintes objetivos específicos:

- I) Analisar a evolução do *DCP* das empresas brasileiras no período de 2000 a 2015;
- II) Descrever o perfil das empresas com duas classes de ações;
- III) Identificar os possíveis determinantes do *DCP* e;
- IV) Comparar a rentabilidade e o valor das empresas com *DCP* positivo, *DCP* negativo e das empresas do segmento Novo Mercado.

1.3 Justificativa

Esta pesquisa se faz relevante, pois apesar de já existirem alguns trabalhos que analisam os determinantes do *DCP*, pretende-se utilizar uma amostra maior e aumentar o período de análise para 16 anos. Além disso, esta pesquisa diferencia-se das demais, pois verifica se existe diferença no desempenho financeiro e valor das empresas que possuem prêmio de controle positivo ou negativo. Com isto, pretende-se averiguar se empresas que possuem maior prêmio de controle têm menor desempenho devido ao maior risco de expropriação dos minoritários.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Conflitos de Agência

No decorrer dos anos, com a evolução das organizações, houve uma separação entre a propriedade e o controle das empresas. A Teoria da Agência indica que, quando existe esta separação, vários conflitos de interesse surgem entre as partes envolvidas (CORREIA; AMARAL, 2008).

A teoria da agência aborda a relação entre o agente, que é o administrador, e o controlador. O surgimento de conflito nesta relação deve-se ao fato de haver interesses divergentes quanto ao destino da companhia. O agente busca o crescimento da empresa, de modo que ela mantenha seu emprego e seu poder. Já o acionista deseja maximizar seu investimento, sendo que nem sempre isto possibilita o crescimento dos negócios da empresa (LAMEIRA, 2001, apud CHING; MARQUES; PRADO, 2007).

De acordo com Brigham, Capenski e Ehrhardt (2001), os principais conflitos surgem entre acionistas e administradores e entre acionistas e credores. No primeiro caso, o gestor-proprietário decide vender parte das ações para outras pessoas, o que resultaria em conflito entre as partes envolvidas. Isto porque o gestor-proprietário pode não se esforçar para maximizar a riqueza dos acionistas, pois se beneficiará de uma parte muito pequena deste retorno. Também, pode ser que o gestor aproveite de vários benefícios, pois os custos serão repartidos entre os acionistas.

No segundo caso, os acionistas, por intermédio dos gestores, podem fazer com que a empresa invista em um projeto com risco elevado. Neste caso, se o projeto for bem sucedido, apenas os acionistas receberão os benefícios, caso contrário, os acionistas e credores provavelmente terão que repartir as perdas.

A emissão de ações sem direito a voto permite que acionistas mantenham o controle sem necessariamente obter a maioria das ações emitidas pela empresa. Isto poderia gerar conflitos de interesse entre os acionistas controladores e minoritários (REIS, 2015). Okimura, Silveira e Rocha (2007) afirmam que os acionistas controladores podem usar recursos da empresa em seu próprio benefício, ao passo que outros acionistas estariam arcando parcialmente com estes custos. Os autores elencaram algumas formas das quais acionistas controladores poderiam expropriar o fluxo de caixa da organização. Dentre elas, destacam-se pagamentos de salários excessivos a si próprios, utilização de ativos da empresas para obter garantias em transações pessoais, autonegação ou nomeação de familiares para assumir cargos executivos privilegiados e outras.

De acordo com Reis (2015), quando a estrutura de propriedade é pulverizada, os conflitos prevalecem entre acionistas e executivos; já quando a estrutura de propriedade é concentrada, os conflitos ocorrem entre acionistas majoritários e minoritários. Eles afirmam que, no Brasil, as discussões voltam-se principalmente para o segundo caso.

2.2 Governança Corporativa

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), os debates sobre governança corporativa surgiram para minimizar o conflito de agência. As boas práticas de governança possibilitam alinhar os interesses com a finalidade da organização, além de contribuir para qualidade da gestão. Correia e Amaral (2008) também afirmam que o objetivo principal das práticas de governança corporativa é resolver os conflitos de interesse e assim tornar a organização mais eficiente.

A governança corporativa tem como princípios a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa (IBGC, 2015). A transparência envolve disponibilizar todas as informações que são do interesse dos indivíduos. A equidade refere-se ao tratamento igualitário e justo de todos os sócios e demais *stakeholders*. A prestação de contas envolve tornar público a execução das atividades dos agentes de modo simples e conciso, sendo que estes também devem se responsabilizar por seus atos e atuar com responsabilidade. A responsabilidade corporativa indica que os agentes devem se esforçar para manter a viabilidade econômico-financeira da empresa, além de buscar reduzir os efeitos negativos dos negócios e aumentar os positivos.

De acordo com o Código das melhores práticas de governança corporativa elaborado pelo IBGC (2015), a adoção destes princípios melhora a confiança no relacionamento entre as partes interessadas. O código também indica que o melhor alinhamento dos interesses dos sócios é obtido em organizações que adotam o princípio “uma ação, um voto”, mas, quando este princípio não é atendido, as organizações ainda devem zelar pelo tratamento equitativo entre todos os sócios.

A BM&FBOVESPA, considerando a importância de boas práticas de governança corporativa, criou segmentos especiais de governança corporativa que asseguram direitos e garantias aos acionistas. A empresa pode optar por aderir aos segmentos de governança Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Quando uma empresa adere a um destes segmentos, ela se compromete a cumprir obrigações além das que são impostas pela lei.

As empresas que aderem ao segmento de governança Nível 1 têm que garantir, obrigatoriamente, pelo menos 25% de *free float*, ou seja, no mínimo 25% das ações devem ser

livremente negociadas no mercado. Isto proporciona uma melhoria da liquidez das ações, visto que aumenta a circulação das mesmas. Também é vedada a acumulação dos cargos de presidente do conselho de administração e de diretor presidente ou principal executivo e deve haver pelo menos uma reunião pública durante o ano. Outro requisito é a divulgação da política de negociação de valores mobiliários e do código de conduta.

No segmento Nível 2, as empresas se comprometem a cumprir outras obrigações além das impostas no segmento Nível 1. Algumas destas obrigações são: a concessão de *tag along* de 100% pra acionistas ordinários e preferenciais¹; a obrigatoriedade da adesão à câmara de arbitragem do mercado; divulgação das demonstrações financeiras traduzidas para o inglês; a composição do conselho de administração por no mínimo 5 membros, sendo que pelo menos 20% deles devem ser independentes, além disso, o mandato é unificado e de no máximo dois anos.²

A diferença entre o Novo Mercado e o Nível 2 é que o primeiro não permite a emissão de ações sem direito a voto. Segundo a BM&FBOVESPA, o Novo Mercado é o segmento que conduz a empresa ao mais alto padrão de governança corporativa.

2.3 Valor do controle

Existem duas abordagens para mensurar o valor do controle (ADAMS; FERREIRA, 2008). A primeira refere-se à diferença de valor entre as classes de ações e é a abordagem mais utilizada na literatura. O valor positivo indica que ações com direito a voto foram negociadas com valor superior ao das ações sem este direito e isto indica o maior risco de obtenção de benefícios privados decorrentes do poder de controle. A segunda abordagem foi desenvolvida por Barclay e Holderness (1989) e refere-se ao valor superior da negociação das ações do bloco de controle.

A Tabela 1 apresenta o valor médio do controle em diferentes países. A coluna Nenova (2003) apresenta os resultados a partir da média do valor do bloco de controle para empresas com duas classes de ações em 1997. Já a coluna Dyck e Zingales (2004) representa o prêmio pelo controle em transações ocorridas no período de 1990 a 2000.

¹ *Tag along* é um mecanismo que visa proteger os acionistas minoritários caso ocorra transferência de controle. No segmento Nível 2 e Novo Mercado é obrigatório a concessão de 100% de *tag along* para todos os acionistas, ou seja, se houver transferência do controle, a empresa ou indivíduo que está adquirindo o controle deverá fazer uma oferta pública de aquisição das demais ações garantindo 100% do preço pago pelas ações do bloco de controle.

² Informações obtidas no site da BM&FBOVESPA (<http://www.bmfbovespa.com.br>)

Tabela 1 – Valor médio do controle em diferentes países

País	Nenova (2003)	Dyck e Zingales (2004)
África do Sul	7%	2%
Alemanha	10%	10%
Austrália	23%	2%
Argentina	-	27%
Áustria	-	38%
Brasil	23%	65%
Canadá	3%	1%
Cingapura	-	3%
Chile	23%	18%
Colômbia	-	27%
Coréia do Sul	-	16%
Dinamarca	1%	8%
Egito	-	4%
Espanha	-	4%
Estados Unidos	2%	1%
Filipinas	-	13%
Finlândia	-5%	2%
França	28%	2%
Holanda	-	2%
Hong Kong	-3%	0%
Indonésia	-	7%
Israel	-	27%
Itália	29%	37%
Japão	-	-4%
Malásia	-	7%
México	36%	34%
Noruega	6%	1%
Nova Zelândia	-	3%
Peru	-	14%
Polônia	-	13%
Portugal	-	20%
Reino Unido	10%	1%

(continua)

(continuação)

País	Nenova (2003)	Dyck e Zingales (2004)
República Tcheca	-	58%
Suécia	1%	7%
Suíça	5%	6%
Tailândia	-	12%
Taiwan	-	0%
Turquia	-	37%
Venezuela	-	27%

Fonte: Nenova (2003); Dyck e Zingales (2004); Adams e Ferreira (2008)

Por meio da Tabela 1, observa-se que o prêmio sofre variações consideráveis entre os países. Diferenças na metodologia e na amostra dos estudos também podem ser determinantes das diferenças nos valores. Destaca-se que, na pesquisa realizada por Dyck e Zingales (2004), o Brasil foi o país que apresentou maior prêmio de controle (65%). Adams e Ferreira (2008) também acrescentam que as evidências sobre o valor do prêmio de controle apoiam fortemente a hipótese de que existem benefícios privados consideráveis e que os acionistas controladores estão dispostos a pagar por esses benefícios privados.

O valor do controle representado pelo diferencial de preços entre classes de ações, também conhecido como *Dual Class Premium*, pode ser calculado por meio da seguinte equação (SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007; SAITO; SILVEIRA, 2010; CAMARGOS; SALVATO; CAMARGOS, 2012; SOUZA; 2014):

$$DCP = \frac{P_{ON} - P_{PN}}{P_{PN}} \quad (1)$$

sendo que P_{ON} e P_{PN} representam o preço da ação ordinária e preferencial respectivamente.

Camargos, Salvato e Camargos (2012) também afirmam que o fato de ações ordinárias serem negociadas com prêmio em relação a ações preferenciais pode indicar que ações com direito a voto apresentam benefícios maiores, sendo que estes benefícios podem ser decorrentes dos fluxos de caixa gerados pela empresa que seriam aproveitados por acionistas controladores.

2.4 Determinantes do *Dual Class Premium*

Algumas pesquisas já foram realizadas com o intuito de contribuir para a discussão a respeito do diferencial de preços entre classes de ações. Na literatura internacional, destacam-

se as pesquisas realizadas por Zingales (1995), Neuman (2003), Ødegaard (2007), Caprio e Croci (2008).

Zingales (1995) analisa o valor do voto em 94 empresas dos Estados Unidos. Ele encontrou evidências de que o prêmio pelo voto é determinado pela expectativa que os controladores têm em receber pagamentos adicionais quando houver competição pelo controle.

Neumann (2003) observou que, na Dinamarca, o prêmio foi negativo para muitas empresas durante longos períodos. A pesquisa foi realizada com 34 empresas no período entre 1992 e 1999 e foi verificado que a liquidez exerce influência sobre a diferença de preços entre classes de ações.

Ødegaard (2007) observou que o prêmio pelo controle no mercado norueguês foi negativo em parte do período de análise, o que poderia ser explicado pelas restrições à propriedade estrangeira. No período posterior, o qual não havia restrições regulamentares, o prêmio foi positivo e relacionado à liquidez e à governança corporativa.

Na Itália, Caprio e Croci (2008) observaram um prêmio positivo no período entre 1974 e 2003. Também encontraram evidências de que o prêmio tende a ser maior quando a empresa é controlada por uma família, isto porque estas empresas são mais propensas a expropriar acionistas sem direito a voto.

No Brasil, também são encontrados trabalhos investigando fatores determinantes do diferencial de preços entre classes de ações. Terra, Lemgruber, Becker (1994) realizaram sua pesquisa com informações de quatro empresas no período de 1979 a 1988. A pesquisa evidenciou que a liquidez e a proximidade das datas das assembleias gerais dos acionistas podem explicar a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais.

Saito (2003) observou que o diferencial de preços entre classes de ações foi negativo para diversas companhias entre os anos 1994 e 2002. O estudo também evidenciou que a liquidez, as alterações na legislação brasileira e a estrutura de posse influenciam a diferença de preços entre classes de ações.

Silva e Subrahmanyam (2007) analisaram os determinantes do *Dual Class Premium* utilizando informações de 141 empresas no período de 1994 a 2004. Foi constatado que empresas controladas pelo governo possuem menor prêmio. Também foi verificado que as práticas de governança corporativa e a regulamentação da proteção dos acionistas podem influenciar o prêmio.

Saito e Silveira (2010) utilizaram dados de 87 empresas referentes ao período entre 1995 e 2006. Foram encontradas evidências de que o controle pela família, diferenças na

liquidez e na distribuição de dividendos entre as classes de ações e alterações na legislação podem afetar o valor do *Dual Class Premium*.

Camargos, Salvato e Camargos (2012) investigaram os fatores determinantes do *Dual Class Premium* utilizando informações de 51 empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2005 a 2012. Foi constatado que, neste período, a média do prêmio foi positiva, apresentando leve tendência de queda. Foram encontradas evidências de que empresas que concedem voluntariamente *tag along* para ações ordinárias e preferenciais, com controle estatal, governança diferenciada e percentual elevado do total de ações detido por acionistas controladores, apresentaram menor *DCP*. Já empresas com controle familiar, liquidez e distribuição de dividendos superior para ações ordinárias em relação a preferenciais, pertencentes a setores com maior probabilidade de fusões e aquisições, apresentaram maior *DCP*.

Souza (2014) utilizou uma amostra composta por 48 empresas listadas na BM&FBovespa no período entre 2003 e 2013 e observou um prêmio médio de controle positivo. Também foram encontradas evidências de que empresas as quais um acionista detém mais de 50% das ações com direito a voto ou que o estado detém mais de 20% das ações ordinárias tendem a ter menor prêmio por controle. Outros fatores que influenciaram o valor do prêmio foram o nível de governança corporativa e o direito de *tag along*.

Dornaus (2014) encontrou evidências de que o nível de governança corporativa, a proteção aos acionistas minoritários, o tamanho da empresa e a proporção de ações com direito a voto na estrutura de capital podem influenciar o diferencial de preços entre classes de ações. Sua pesquisa foi realizada com informações referentes ao período de 2002 a 2013 e com amostra composta por 44 empresas.

Reis (2015) investigou a evolução e os fatores determinantes do *Dual Class Premium* no mercado brasileiro em uma amostra de 46 companhias no período de 2002 a 2014. Neste período, o prêmio pelo voto foi positivo e apresentou leve tendência de alta. Dentre as evidências encontradas, destaca-se que o maior grau de proteção aos acionistas minoritários, o tamanho da empresa e o maior grau de tangibilidade do ativo geraram um impacto negativo sobre o Prêmio.

2.5 Implicações do *Dual Class Premium* no desempenho financeiro e no valor das empresas

Pesquisas têm analisado como a utilização de mecanismos que possibilitam desviar-se do princípio “uma ação, um voto” impactam o desempenho financeiro e valor das empresas.

Estes mecanismos têm sido apontados como formas que propiciam o aumento do risco de extração de benefícios privados de controle. Um dos mecanismos em que a separação entre o direito de controle e o fluxo de caixa é mais evidente é por meio da emissão de duas classes de ações e esta tem sido analisada em algumas pesquisas, tais como a de Maury e Pajuste (2011), Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014) Grandó *et al* (2016), Kin, Grandó e Brunozi Júnior (2016).

No entanto, a emissão de duas classes de ações, por si só, pode não ser um indicativo válido da obtenção de benefícios privados pelos controladores. Isto porque algumas empresas apresentam *DCP* negativo em alguns períodos (SAITO, 2003; SILVA; SUBRAHMANYAM, 2007). Isto implica que as ações preferenciais estariam sendo negociadas com valor superior ao das ações ordinárias. Logo, não existiria prêmio pelo controle nestas empresas, então, não se pode dizer que há obtenção de benefícios privados por parte dos controladores.

Portanto, torna-se necessário investigar as implicações do *DCP* no desempenho financeiro e no valor da empresa. Cabe destacar que não foram encontradas pesquisas que investigam esta relação. Assim, esta pesquisa traz uma nova contribuição para a literatura ao analisar se existe diferença no desempenho financeiro e no valor das empresas entre organizações que possuem *DCP* positivo e *DCP* negativo. Posteriormente, pesquisas devem investigar esta relação por meio de modelos de regressão.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa caracteriza-se, quanto aos objetivos, como explicativa e como exploratória. Segundo Vergara (2013), a pesquisa explicativa é aquela que busca explicar quais fatores influenciam na ocorrência de um determinado fenômeno e a pesquisa exploratória é aquela que é realizada em área na qual existem poucos conhecimentos estruturados. Neste sentido, a pesquisa busca identificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* e explorar a relação entre ele e o desempenho financeiro e valor da empresa. Quanto à abordagem, a pesquisa pode ser definida como quantitativa, já que utiliza dados quantitativos e modelos estatísticos.

3.2 Amostra e coleta de dados

A amostra considerou as informações das empresas listadas na BM&FBovespa no período correspondente aos anos de 2000 a 2015, utilizando, portanto, um período de 16 anos.

As empresas pertencentes ao setor financeiro foram excluídas da amostra, tal como na pesquisa de Reis (2015). Optou-se por esta exclusão, pois estas empresas possuem contas diferenciadas em seus demonstrativos, fato este que impede a comparação destas empresas com as demais. Também foram excluídas, da amostra, as empresas que não apresentaram informações suficientes para atender o propósito da pesquisa.

Algumas empresas possuíam mais de um tipo de ação preferencial. Nestes casos, foram selecionadas as ações com maior quantidade de fechamentos e com maior participação no capital total da empresa. Também, quando necessário, optou-se pelas ações com maior liquidez. Para minimizar os efeitos dos *outliers*, foram excluídas 2,54% das observações, sendo 1,27% das observações com maior *DCP* e 1,27% com menor *DCP*.

Após as devidas exclusões, a amostra resultante considerou 253 empresas que possuíam duas classes de ações e 2.223 observações. Também, para realizar a comparação dessas com as empresas do Novo Mercado, foram consideradas 146 empresas que pertenciam a este segmento, sendo que, dessas, 16 possuíam *DCP* em parte do período e depois migraram para o Novo Mercado. O Apêndice D apresenta a lista de todas as empresas que compõem a amostra e em quais anos foram consideradas.

A base de dados de cada empresa corresponde às informações disponíveis no dia 31 de dezembro de cada ano do período de análise ou a última informação disponível. Além disso, as informações foram corrigidas pela inflação. Em relação à fonte para coleta de dados, foi utilizada a base de dados da Economatica. Além desta, a BM&FBovespa disponibilizou informações relativas ao segmento de governança das empresas em cada ano do período analisado.

3.3 Modelo de regressão e definição das variáveis para determinação do *Dual Class Premium*

O modelo para verificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* consiste em uma regressão com dados em painel. O conjunto de dados em painel tem dimensões de um corte transversal e de uma série temporal. Assim, são obtidas informações de um grupo de indivíduos ao longo de vários períodos de tempo (WOOLDRIDGE, 2011).

O modelo de regressão para identificar os fatores determinantes do *Dual Class Premium* foi baseado nos trabalhos de Saito (2003), Saito e Silveira (2010), Souza (2014) e Reis (2015). A equação 2 apresenta o modelo proposto nesta pesquisa. Foram realizadas várias regressões a partir de combinações das variáveis presentes na Equação 2.

$$DCP_{it} = B_0 + B_1 Dividendos_{it} + B_2 Liquidez_{it} + B_3 Tangibilidade_{it} + B_4 Tamanho_{it} + B_5 GC_{it} + B_6 Alavancagem_Financeira_{it} + B_7 ProporçãoAçõesON_{it} + B_8 ParticipaçãoMajoritários_{it} + B_9 Setor_{it} + B_{10} Ano_t + a_i + u_{it}, \quad (2)$$

$i = 1, \dots, N$ e $t = 1, \dots, T$

em que DCP_{it} é o *Dual Class Premium* da empresa i no período t , a_i é o efeito não observado da empresa i e u_{it} é o erro de variação temporal da empresa i no período t . As demais variáveis incluídas no modelo estão descritas no Quadro 1.

Quadro 1 – Descrição das variáveis

Definição	Variável	Descrição ^(*)	Referência
<i>Dual Class Premium</i>	<i>DCP</i>	(Preço das ações ON – Preço das ações PN) / Preço das ações PN	Saito e Silveira (2010)
Dividendos	<i>Div_diferencial</i>	(Dividendos das ações ON – Dividendos das ações PN) / Dividendos das ações PN	Saito (2003), Saito e Silveira (2010)
	<i>Div_binário</i>	Variável binária igual a (1) se os dividendos das ações ON forem maiores ou iguais aos dividendos das ações PN e (0), caso contrário	Saito e Silveira (2010)
Liquidez	<i>Liq_VolFin</i>	ln (volume financeiro das ações ON / volume financeiro das ações PN)	Saito (2003); Saito e Silveira (2010)
	<i>Liq_Negoc</i>	ln (índice de negociabilidade das ações ON / índice de negociabilidade das ações PN)	
	<i>Liq_Bolsa</i>	ln (liquidez em bolsa das ações ON / liquidez em bolsa ações PN)	
Tangibilidade do ativo	<i>Tangibilidade</i>	Ativo Imobilizado / Ativo Total	Reis (2015)
Tamanho da empresa	<i>Tamanho</i>	Logaritmo natural do total de ativos.	Saito (2003), Saito e Silveira (2010)

(Continua)

(Continuação)

Definição	Variável	Descrição ^(*)	Referência
GC	<i>Gov_nIn2</i>	Variável binária igual a (1) se a empresa possui governança diferenciada (nível 1 ou nível 2) e (0), caso contrário.	
	<i>Gov_Nível1</i> <i>Gov_Nível2</i>	Duas variáveis binárias. Cada uma delas assumirá valor (1) se a empresa pertencer ao segmento de governança nível 1 ou nível 2 e (0), caso contrário	Souza (2014)
Alavancagem Financeira	<i>Alav_Fin(Pas)</i>	(Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total	Saito (2003)
	<i>Alav_Fin(Pas)²</i>	[(Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total] ²	Saito (2003)
	<i>Alav_Fin(Div)</i>	Dívida Bruta / Ativo Total	
	<i>Alav_Fin(Div)²</i>	(Dívida Bruta / Ativo Total) ²	
Proporção de ações ON no capital total	<i>Proporção_ON</i>	Percentual de ações ON em relação à quantidade total de ações emitidas	Saito (2003); Saito e Silveira (2010)
Participação Majoritários	<i>3Maior_ONPN</i>	Percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações emitidas	Saito e Silveira (2010)
	<i>3Maior_ON</i>	Percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações ordinárias	Saito e Silveira (2010)
	<i>3Maior_ON50</i>	Variável binária igual a (1), se os três maiores acionistas possuírem mais de 50% das ações ordinárias e (0), caso contrário	Souza (2014)
	<i>1maior_ON50</i>	Variável binária igual a (1), se o maior acionista possuir mais de 50% das ações ordinárias e (0), caso contrário	Saito (2003); Souza (2014)

(Continua)

(Continuação)

Definição	Variável	Descrição ^(*)	Referência
Setor de atuação	<i>Setor</i>	Variáveis binárias indicando o setor de atuação da empresa	Saito e Silveira (2010)
Ano	<i>Ano</i>	Variáveis binárias indicando o tempo.	

Fonte: Elaboração própria.

PN – preferencias; ON - ordinárias

(*)Algumas equações foram ajustadas a fim de minimizar a perda de informações relevantes. A variável “div_diferencial” foi ajustada para “0” quando os dividendos das ações ON e PN são iguais a zero. Isto porque, apesar de não ser possível realizar o cálculo quando o divisor é zero, o objetivo desta variável é verificar se existe diferença na distribuição de dividendos entre as classes de ações, sendo assim o valor retornado pela equação é zero quando os dividendos entre as classes de ações são iguais ($(x-x)/x = 0/x = 0$). As variáveis “Liq_Negoc”, “Liq_VolFin” e “Liq_Bolsa” foram ajustadas para “0” quando a liquidez das ações ON e PN são iguais a zero. Do mesmo modo, apesar de o divisor ser zero, o objetivo da variável é capturar as diferenças na liquidez e, quando a liquidez das duas classes são iguais, o valor retornado é zero ($\ln(x/x) = \ln(1) = 0$), indicando que não há diferença de liquidez entre as classes de ações.

No modelo de regressão utilizado para encontrar os fatores determinantes do *Dual Class Premium*, expresso na equação 2, foram consideradas apenas as empresas que emitem ações ordinárias e preferenciais. Portanto, optou-se por excluir deste modelo as empresas que possuem apenas ações ordinárias, pois, entende-se que elas não devem ser tratadas como as empresas que possuem *DCP* igual a zero.

Destaca-se que as variáveis “*Div_diferencial*”, “*Alav_Fin(Pas)*” e “*Alav_Fin(Div)*” foram *winsorizadas* na tentativa de minimizar os efeitos dos *outliers*. A variável “*Div_diferencial*” foi *winsorizada* a um nível de 2%, já as demais, foram *winsorizadas* a um nível de 2,5%.

Diferentes métodos têm sido utilizados para estimar os parâmetros do modelo. Saito (2003) e Reis (2015) utilizaram um painel de dados com efeitos aleatórios. Caprio e Croci (2008), Saito e Siveira (2010), Dornaus (2014) e Reis (2015) estimaram o modelo por meio do método de efeitos fixos. Também foi utilizada a estimação por meio do método MQO agrupado (*pooled*), por Saito e Siveira (2010).

Seguindo trabalhos anteriores, este estudo utilizará o teste de Hausman para identificar o ajuste dos modelos via estimação por efeitos fixos e por efeitos aleatórios. Para decidir qual dos dois métodos é mais eficiente, deve-se analisar a correlação entre os efeitos não observados (a_i) e as variáveis explicativas (WOOLDRIDGE, 2011). Se os efeitos não observados forem não-correlacionados com as variáveis explicativas, então o método dos efeitos aleatórios será mais adequado, caso contrário, o método mais indicado será o de efeitos fixos, o qual permite uma restrição menor em relação às premissas assumidas no

modelo. Isto porque o método de efeitos fixos consegue remover o efeito não observado antes da estimação, assim como no método MQO agrupado usando primeiras diferenças.

Wooldridge (2011) afirma que a comparação entre efeitos fixos e MQO agrupado usando primeira diferença é mais complexa. Quando N é grande e T é pequeno, deverá ser analisada a correlação serial dos erros de variação temporal. O método de efeitos fixos será mais eficiente quando os erros de variação temporal (u_{it}) são não-correlacionados. No entanto, quando T é grande e N é pequeno, é necessário ter cuidado ao utilizar o método de efeitos fixos, pois ele é mais sensível a violação das hipóteses do modelo. Para Wooldridge (2011), o ideal seria descrever os resultados dos dois métodos e tentar definir o motivo de eles serem diferentes.

As hipóteses podem ser visualizados no Quadro 2 e foram baseadas nos trabalhos de Saito (2003), Saito e Silveira (2010), Souza (2014) e Reis (2015).

Quadro 2 – Hipóteses

Definição	Variável	Sinal Esperado	Hipótese
Dividendos	<i>Div_diferencial</i> <i>Div_binário</i>	+	A distribuição de dividendos em quantidade superior para ações ON em relação às ações PN influencia positivamente o <i>DCP</i> .
Liquidez	<i>Liq_VolFin</i> <i>Liq_Negoc</i> <i>Liq_Bolsa</i>	+	Quanto maior a liquidez das ações ON em relação às ações PN, maior será o prêmio.
Tangibilidade do ativo	<i>Tangibilidade</i>	-	A tangibilidade do ativo e o <i>DCP</i> são inversamente proporcionais. Um maior grau de tangibilidade facilitaria o monitoramento pelos acionistas dos investimentos realizados o que reduziria a probabilidade de expropriação dos minoritários*.
Tamanho da empresa	<i>Tamanho</i>	-	Empresas maiores têm chances menores de transferir o controle, o que levaria a um prêmio menor.
GC	<i>Gov_nIn2, Gov_Nível1,</i> <i>Gov_Nível2</i>	-	Empresas com governança diferenciada têm menor <i>DCP</i> .

(continua)

(continuação)

Definição	Variável	Sinal Esperado	Hipótese
Alavancagem Financeira	<i>Alav_Fin(Pas)</i> <i>Alav_Fin(Div)</i> <i>Alav_Fin(Pas)²</i> <i>Alav_Fin(Div)²</i>	+ + - -	Baixos níveis de alavancagem financeira impactam o prêmio de forma positiva. No entanto, altos níveis de alavancagem geram um efeito negativo, pois o controle poderá ser transferido aos credores.
Proporção de ações ON	<i>Proporção_ON</i>	+/-	O uso de ações sem direito a voto permite ao acionista controlador alavancar recursos com acionistas preferenciais. Essa alavancagem implica em maiores benefícios privados de controle, levando a maiores prêmios. Por outro lado, o valor esperado do controle é dividido pelo número de ações com direito a voto, quanto menor esse número, maior o valor atribuído a cada ação**.
Participação Majoritários	<i>3Maior_ONPN</i>	-	Uma maior concentração do total de ações pelos acionistas controladores estaria relacionada a baixos níveis de benefícios, resultando em menor prêmio.
	<i>3Maior_ON</i> <i>3Maior_ON50</i> <i>1maior_ON50</i>	(+/-)	Por um lado, a maior concentração de ações ordinárias pelos acionistas majoritários reduziria a probabilidade de haver uma disputa pelo controle devido à menor proporção de ações ordinárias em circulação, isso impactaria o prêmio de forma negativa. Por outro lado, uma maior proporção de ações ordinárias pelos controladores possibilitaria que estes acionistas obtivessem benefícios, isso impactaria o prêmio de forma positiva.

Fonte: Baseado em Saito (2003), Saito e Silveira (2010), Souza (2014) e Reis (2015).

(*)Himmelberg (1999 apud REIS, 2015)

(**) Damodaran (2005 apud SAITO, SILVEIRA, 2010)

3.4 Análise comparativa do desempenho financeiro e do valor das empresas com *DCP* positivo, *DCP* negativo ou do Novo Mercado

Foram comparadas as médias e medianas do desempenho financeiro e do valor das empresas entre o grupo que possui *DCP* positivo e o grupo que possui *DCP* negativo. Esta comparação foi realizada por meio do teste T de Student e do teste de Wilcoxon, respectivamente. Também, buscou-se verificar se o desempenho das empresas do Novo Mercado se aproxima mais do desempenho das empresas com *DCP* positivo ou com *DCP* negativo. Para atender este fim, também foram realizados testes para comparar a média e a mediana entre o grupo que possui *DCP* positivo e o grupo de empresas que aderiram ao segmento Novo Mercado e entre o grupo com *DCP* negativo e as empresas do Novo Mercado.

Foi utilizada a rentabilidade sobre o ativo como medida para o desempenho financeiro e a variável Q-Tobin para mensurar o valor da empresa. As equações utilizadas para calcular o desempenho encontram-se no Quadro 3.

Quadro 3 – Descrição da variável *Desempenho*

Definição	Variável	Medida
Desempenho	ROA	Ebit/ Ativo Total
	Q-Tobin	$[(\text{Ativo total} - \text{patrimônio líquido}) + (\text{Enterprise Value})]/\text{Ativo total}$

Fonte: Elaboração própria.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas do *Dual Class Premium* que foram realizadas utilizando uma amostra composta por 253 empresas listadas na BMF&Bovespa no período de 2000 a 2015. O prêmio médio encontrado a partir desta base de dados foi de 18,07%. Este valor é superior ao prêmio médio encontrado em períodos anteriores, tal como na pesquisa de Saito (2003) que encontrou um prêmio médio de -1,3% no período de 1994 a 2002. No entanto, seu valor foi relativamente mais próximo ao prêmio encontrado em pesquisas que abordaram períodos recentes, tais como as pesquisas de Dornaus (2014), Souza (2014) e Reis (2015) que encontraram um prêmio médio de 9,24%, 11,41% e 14,6% respectivamente.

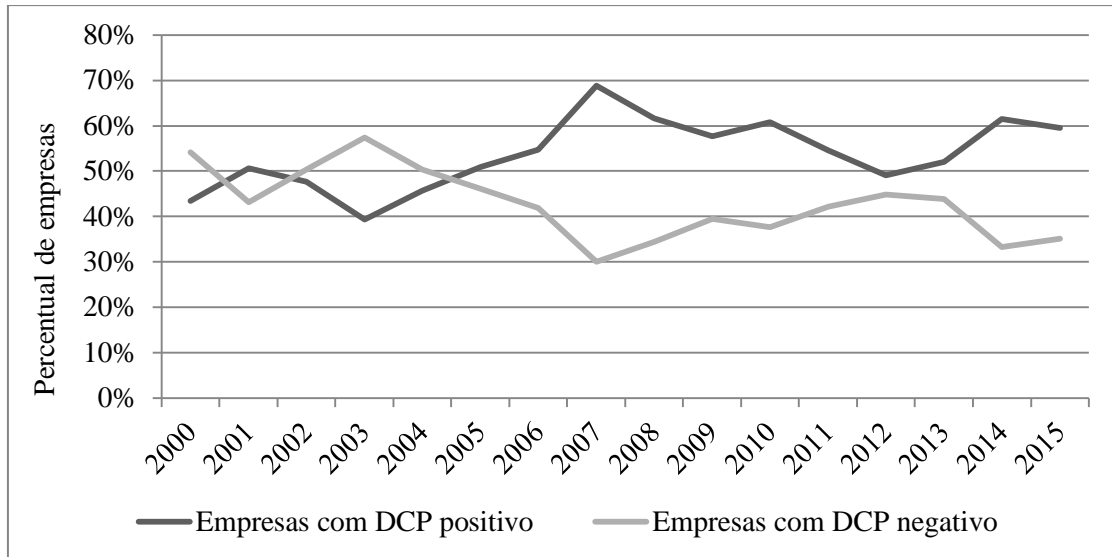
Nota-se, também, que houve uma redução da amostra no decorrer do tempo. Isso se deve ao fato de algumas empresas unificarem suas ações e, também, ao encerramento das atividades de algumas empresas, sendo que as novas aberturas geralmente já são feitas com adesão ao Novo Mercado.

Tabela 2 – Estatística descritiva do *Dual Class Premium*

<i>Dual Class Premium</i>									
Ano	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Coefficiente de Variação	Desvio Padrão	N
2000	8,57%	-0,75%	-51,81%	302,77%	3,327	16,912	6,060	51,94%	166
2001	15,01%	0,003%	-43,53%	237,88%	2,459	10,142	3,153	47,32%	160
2002	14,66%	-1,08%	-50,00%	309,96%	2,582	11,805	3,469	50,87%	151
2003	4,29%	-3,22%	-49,02%	246,65%	2,701	12,679	9,565	41,05%	155
2004	12,05%	-0,57%	-43,06%	335,70%	3,289	15,653	4,428	53,37%	173
2005	9,47%	0,36%	-51,86%	227,18%	2,933	14,404	4,213	39,88%	167
2006	16,13%	2,14%	-47,26%	336,71%	3,548	20,904	2,988	48,19%	148
2007	32,38%	10,30%	-53,19%	330,35%	2,309	8,913	1,944	62,95%	160
2008	39,49%	7,20%	-50,22%	373,52%	2,223	7,709	2,095	82,75%	151
2009	20,50%	1,99%	-53,18%	337,84%	2,836	13,111	2,735	56,07%	137
2010	14,63%	3,53%	-50,30%	249,41%	2,787	15,271	2,576	37,68%	130
2011	22,11%	1,94%	-34,52%	331,67%	2,937	13,736	2,522	55,74%	121
2012	17,01%	0,00%	-44,21%	344,93%	3,443	16,863	3,425	58,26%	116
2013	12,18%	0,58%	-52,83%	174,10%	2,010	8,185	3,056	37,23%	98
2014	21,44%	4,72%	-52,11%	316,67%	2,503	11,506	2,561	54,90%	96
2015	38,83%	11,41%	-45,95%	359,24%	2,050	6,668	2,166	84,12%	94
2000 – 2015	18,07%	0,93%	-53,19%	373,52%	2,963	13,942	3,078	55,61%	2223

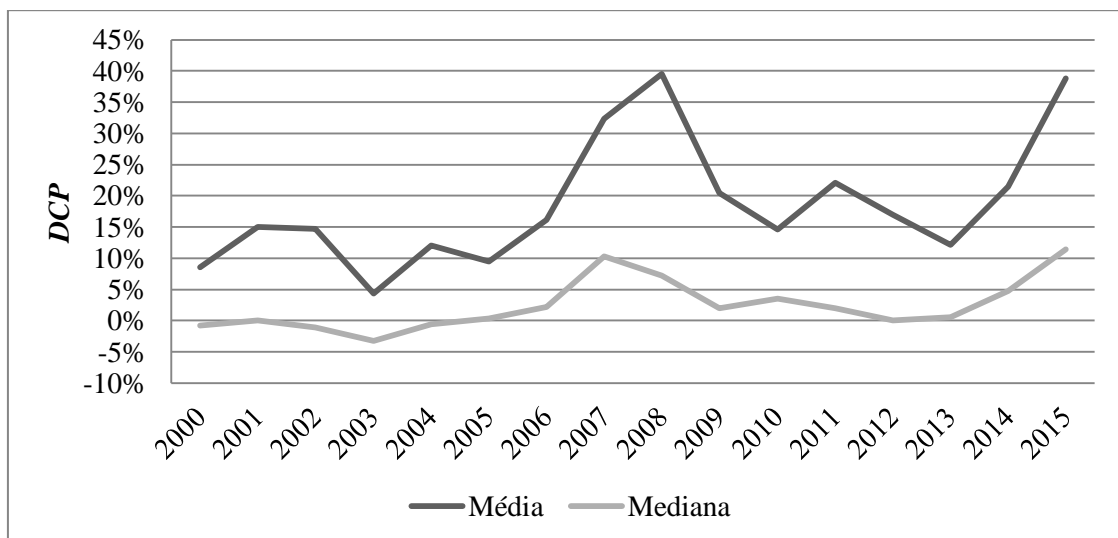
Fonte: Elaboração Própria

O Gráfico 1 apresenta o percentual de empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo em cada período. Nota-se que, a partir de 2005, a maioria das empresas possuía prêmio positivo. Já nos períodos anteriores, este fato aconteceu apenas em 2001. Isso pode ter contribuído para que Saito (2003) e Silva e Subrahmanyam (2007) encontrassem um prêmio negativo em parte do período de análise. No entanto, ainda assim, o prêmio encontrado nesta pesquisa foi positivo em todos os períodos. Destaca-se, ainda, que a mediana foi negativa nos anos 2000, 2002, 2003 e 2004.

Gráfico 1 – Percentual de empresas com *DCP* positivo e negativo

Fonte: Elaboração Própria

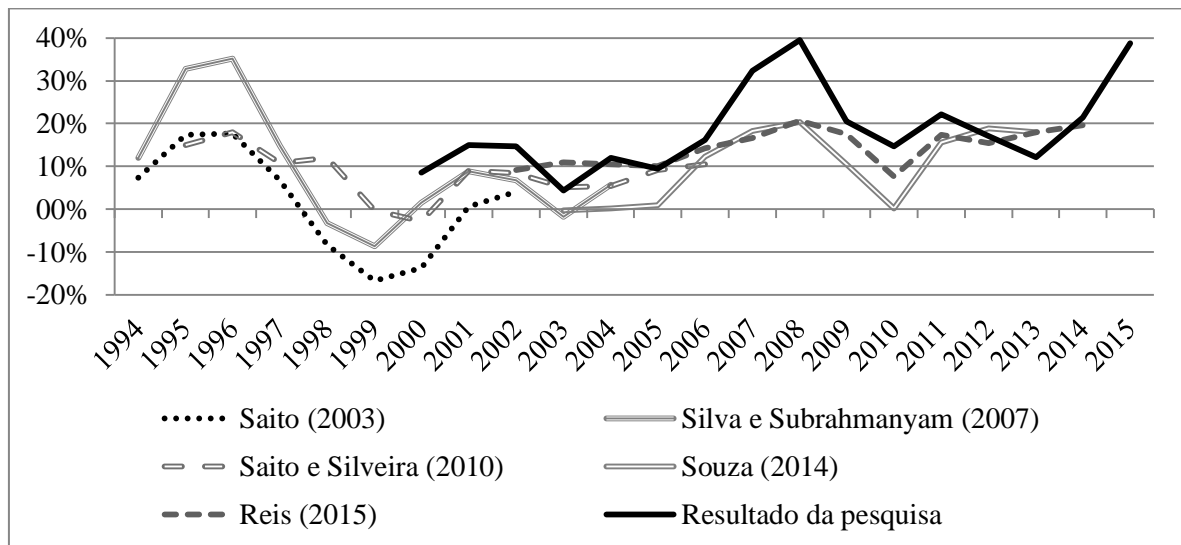
O Gráfico 2 apresenta a evolução do *Dual Class Premium* no Brasil, no período de 2000 a 2015, utilizando o prêmio médio e a mediana. Apesar de apresentar a mesma tendência, a mediana é menor que o prêmio médio em todos os períodos. Destaca-se que houve um aumento significativo do *Dual Class Premium* no ano de 2008 e 2015. Dornaus (2014) e Souza (2014) também destacaram o aumento do *DCP* em 2008. Dornaus (2014) afirmou que este acontecimento poderia estar relacionado à crise *sub-prime* nos Estados Unidos, que provocou quedas nos índices acionários globais no ano de 2008. Também, cabe destacar que o Ibovespa sofreu uma grande queda no ano de 2008 e que, depois deste ano, atingiu seu menor valor no final de 2015.

Gráfico 2 – Evolução do *Dual Class Premium* no Brasil

Fonte: Elaboração própria

O Gráfico 3 apresenta a evolução do *DCP* considerando diferentes metodologias. De forma geral, pode-se dizer que a evolução do prêmio médio obtido em cada pesquisa apresenta tendências similares. Destaca-se que o *DCP* médio de 18,07% encontrado nesta pesquisa alcançou um valor maior, pois incluiu o ano de 2015, ano em que houve um aumento significativo do *DCP*. Além disso, abrange uma amostra maior do que as outras pesquisas, o que pode gerar algumas diferenças.

Gráfico 3 – Comparação da evolução do *DCP*



Fonte: Elaboração Própria

As Tabelas 3 e 4 apresentam o resumo das estatísticas descritivas das demais variáveis utilizadas na pesquisa. Por meio destas tabelas, é possível notar algumas características das empresas com duas classes de ações. Há uma baixa proporção de ações ordinárias em relação ao total de ações, visto que as empresas possuem em média 49,97% de ações ordinárias no capital total, além disso, a mediana é 43,58%. Também há um elevado grau de concentração de propriedade, isto porque, na maioria das observações, o acionista majoritário detém mais de 50% das ações com direito de voto. Verifica-se, também, que as ações preferenciais possuem maior liquidez que as ações ordinárias.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Desvio Padrão	N
<i>Div_Diferencial</i>	-0,069	0	-0,916	0,308	-2,961	13,255	0,190	2149
<i>Liq_VolFin</i>	-2,714	-2,460	-14,317	10,487	-0,319	3,855	3,107	2223
<i>Liq_Negoc</i>	-2,604	-2,397	-13,449	9,135	-0,327	3,684	2,756	2207
<i>Liq_Bolsa</i>	-3,678	-3,102	-19,267	13,991	-0,348	3,804	4,108	2214

(Continua)

(Continuação)

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Assimetria	Curtose	Desvio Padrão	N
<i>Tangibilidade</i>	0,346	0,338	0	0,991	0,332	2,409	0,234	2126
<i>Tamanho</i>	21,405	21,441	13,601	27,666	-0,094	3,395	2,144	2126
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	0,796	0,616	0,072	4,663	3,516	15,923	0,813	2126
<i>Alav_Fin(Pas)²</i>	1,295	0,379	0,005	21,739	4,670	24,292	3,772	2126
<i>Alav_Fin(Div)</i>	0,281	0,245	0	1,259	1,747	7,296	0,252	2124
<i>Alav_Fin(Div)²</i>	0,142	0,060	0	1,585	4,045	20,400	0,277	2124
<i>Proporção_ON</i>	49,97%	43,58%	33,33%	99,93%	1,233	3,520	18,738	2223
<i>3Maior_ONPN</i>	61,76%	61,89%	8,15%	100%	-0,056	1,900	23,976	1841
<i>3Maior_ON</i>	81,18%	87,07%	17,38%	100%	-1,226	4,045	17,924	1841

Fonte: Elaboração Própria

Destaca-se que, na amostra considerada, 1.239 observações apresentaram distribuição de dividendos iguais para ações ordinárias e preferenciais, 837 apresentaram distribuição maior para ações preferencias e apenas 81 apresentaram distribuição maior para ações ordinárias. É devido a isso que, apesar da variável “*Div_binário*” indicar que, em 61,2% das observações, a distribuição de dividendos para ações ordinária foi maior ou igual à distribuição para as preferenciais, a média da variável “*Div_Diferencial*” é negativa, indicando uma maior distribuição de dividendos para ações preferenciais.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas das variáveis explicativas *dummy*

Variável	Quantidade de valores iguais a (0)	Quantidade de valores iguais a (1)	Assimetria	Curtose	Coefficiente de Variação	Desvio Padrão	N
<i>Div_binário</i>	837	1320	-0,460	1,211	0,796	0,487	2157
<i>gov_nln2</i>	1833	390	1,707	3,913	2,168	0,380	2223
<i>gov_n1</i>	1910	313	2,065	5,266	2,471	0,348	2223
<i>gov_n2</i>	2146	77	5,090	26,906	5,280	0,183	2223
<i>3Maior_ON50</i>	123	1718	-3,470	13,039	0,268	0,250	1841
<i>Imaior_ON50</i>	491	1350	-1,055	2,113	0,603	0,442	1841

Fonte: Elaboração Própria

No Apêndice A, foi inserida a matriz de correlação entre as variáveis e, no Apêndice B, foram disponibilizados gráficos que mostram a evolução da média de cada variável explicativa considerando se a empresa possui *DCP* positivo ou negativo.

4.2 Determinantes do *Dual Class Premium*

Com o intuito de analisar os possíveis determinantes do *Dual Class Premium*, foram realizadas várias regressões. A Tabela 5 apresenta os resultados das regressões para as quais

foi aceita a hipótese nula do teste de Hausman em que os efeitos não observados são não-correlacionados com as variáveis explicativas, ou seja, a estimação por efeitos aleatórios é preferível em relação a estimação por efeitos fixos. O teste LM de Breusch-Pagan também indicou que a estimação por efeitos aleatórios é a mais indicada, mas, neste caso, o teste compara com o modelo MQO. Destaca-se que todas as regressões foram realizadas utilizando o método robusto a fim de minimizar possíveis problemas de heterocedasticidade e autocorrelação. A variável dependente é o *Dual Class Premium* que consiste na diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais dividida pelo preço das ações preferenciais.

Tabela 5 – Regressões - Efeitos aleatórios

	Regressões								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Intercepto</i>	129,0% (0,000)	4,72% (0,568)	16,09% (0,134)	17,61% (0,158)	163,90% (0,000)	17,04% (0,076)	25,60% (0,002)	19,92% (0,033)	86,61% (0,000)
<i>Div_Diferencial</i>			12,83% (0,032)			11,43% (0,054)	11,08% (0,095)		
<i>Div_binário</i>		11,48% (0,002)		11,41% (0,002)					
<i>Liq_VolFin</i>						-0,64% (0,406)			
<i>Liq_Negoc</i>		-2,78% (0,002)			-3,37% (0,000)				
<i>Liq_Bolsa</i>	-2,42% (0,000)		-2,12% (0,000)	-2,41% (0,000)					-2,35% (0,000)
<i>Tangibilidade</i>					19,12% (0,065)			17,19% (0,063)	
<i>Tamanho</i>	-6,34% (0,000)				-7,25% (0,000)				-4,98% (0,000)
<i>gov_nln2</i>		-12,4% (0,021)							-2,25% (0,649)
<i>gov_n1</i>				-14,9% (0,007)			-11,5% (0,022)		
<i>gov_n2</i>				-7,93% (0,387)			-1,60% (0,855)		
<i>Alav_Fin(Pas)</i>									37,05% (0,000)
<i>Alav_Fin(Pas)²</i>									-6,68% (0,000)
<i>Alav_Fin(Div)</i>	28,98% (0,175)								

(continua)

	(continuação)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
<i>Alav_Fin(Div)</i> ²	-1,12%								
	(0,964)								
<i>Proporção_ON</i>							-0,24%	-0,23%	
							(0,030)	(0,060)	
<i>3Maior_ONPN</i>							-0,09%		
							(0,401)		
<i>3Maior_ON</i>				-0,28%	-0,27%				
				(0,042)	(0,073)				
<i>3Maior_ON50</i>			-11,0%						
			(0,269)						
<i>Imaior_ON50</i>	-10,3%	-8,80%							
	(0,057)	(0,095)							
<i>dummy Setor</i>	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
<i>dummy Ano</i>	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Quantidade de observações	1773	1785	1780	1787	1770	1785	2149	2126	2117
Quantidade de empresas	231	231	232	232	229	233	243	242	240
Teste de Hausman	0,1161	0,0531	0,2290	0,1377	0,0529	0,2867	0,4997	0,0600	0,8793
Teste LM de Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R-sq: within	0,0530	0,0436	0,0460	0,0480	0,0488	0,0346	0,0376	0,0411	0,0614
R-sq: between	0,2769	0,1713	0,1360	0,1881	0,2326	0,1272	0,1461	0,1619	0,2508
R-sq: overall	0,1458	0,1018	0,0844	0,1163	0,1322	0,0686	0,0734	0,0671	0,1437
Prob F	0,0000	0,0001	0,0002	0,0000	0,0001	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: Elaboração Própria

Observa-se, por meio da tabela 5, que as variáveis relacionadas às diferenças na distribuição de dividendos entre as classes de ações (“*Div_Diferencial*” e “*Div_binário*”) podem ser consideradas preditoras do *Dual Class Premium*. A variável “*Div_Diferencial*” foi estatisticamente significativa a um nível de 5% na terceira regressão e a 10% na sexta e na sétima regressão, enquanto que a variável “*Div_binário*” foi estatisticamente significativa na segunda e na quarta regressão a um nível de 1%. A relação foi positiva, indicando que uma distribuição de dividendos maior para ações ordinárias em comparação com a distribuição para preferenciais aumenta o prêmio pelo controle. Esta relação também foi encontrada por Saito (2003) Saito e Silveira (2010), Camargos, Salvato e Camargos (2012) e Souza (2014).

As variáveis relacionadas ao diferencial de liquidez, “*Liq_Negoc*” e “*Liq_Bolsa*”, possuem relação estatisticamente significativa a um nível de 1%. Já a variável “*Liq_VolFin*” não foi considerada preditora do *DCP*. No entanto, destaca-se que o sinal encontrado contraria

a hipótese. O diferencial de liquidez foi inversamente proporcional ao prêmio, portanto, quanto maior a liquidez das ações preferenciais em relação às ações ordinárias, maior o prêmio. Sugere-se que isto pode indicar que o acionista está assumindo maior risco, pois não está considerando a liquidez ao escolher o tipo de ação que comprará.

Outras pesquisas também encontraram que, no mercado brasileiro, o diferencial de liquidez impacta negativamente o *DCP*, tais como as pesquisas de Camargos, Salvato e Camargos (2012), Dornaus (2014) e Reis (2015). Ressalta-se que Camargos, Salvato e Camargos (2012) sugerem que uma possível explicação para este fato é que a legislação do Brasil impõe a oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos acionistas minoritários, assegurando o valor mínimo de 80% do preço pago por ação integrante do bloco de controle. Isto onera o comprador e inibe as aquisições hostis, o que poderia fazer com que a maior liquidez das ações ordinárias não se associasse a um maior *DCP*.

Os modelos de regressão 5 e 8 incluíram a variável “*Tangibilidade*”, a qual foi significativa apenas a um nível de 10%. Os resultados indicaram que tangibilidade impacta o *DCP* de forma positiva. Porém, esta relação contraria a hipótese e o resultado encontrado por Reis (2015). Destaca-se que poucas pesquisas analisaram a influência da tangibilidade sobre o *DCP*, sendo necessário, portanto, que mais pesquisas sejam feitas para confirmar a relação desta variável com o *DCP*.

A variável “*Tamanho*” foi significativa a 1% em três regressões. Os resultados indicaram que quanto maior o tamanho da empresa, menor o *DCP*. Isto porque as empresas maiores têm chances menores de transferir o controle, o que implica em um prêmio menor. Este resultado também foi confirmado por Saito (2003), Camargos, Salvato e Camargos (2012), Dornaus (2014) e Reis (2015).

A governança diferenciada também foi considerada preditora do *DCP*. A variável “*gov_nIn2*”, que indica se a empresa possui governança Nível 1 ou Nível 2 de acordo com a classificação da BMF&Bovespa, foi significativa a 5% na segunda regressão. O coeficiente foi negativo, logo, as empresas que adotam práticas de governança diferenciada a fim de garantir maior proteção dos acionistas minoritários possuem menor *DCP*. Também foi analisado o efeito individual do segmento Nível 1 e do Nível 2 sobre o *DCP* na quarta e na sétima regressão. Verifica-se que, apenas o segmento Nível 1 foi estatisticamente significativo (a 1% na quarta regressão e a 5% na sétima). Outras pesquisas também confirmaram que as práticas de governança podem reduzir o prêmio de controle, tais como as pesquisas de Camargos, Salvato e Camargos (2012) e Dornaus (2014).

Em relação à alavancagem financeira, observa-se que, embora as variáveis “*Alav_Fin(Div)*” e “*Alav_Fin(Div)²*” apresentaram coeficientes com o sinal esperado na primeira regressão, não possuem relação significativa com o prêmio. Já as variáveis “*Alav_Fin(Pas)*” e “*Alav_Fin(Pas)²*” possuem significância de 1% na nona regressão. Sendo assim, pode-se inferir que baixos níveis de alavancagem financeira impactam o prêmio de forma positiva, no entanto, altos níveis de alavancagem influenciam o prêmio negativamente, pois o controle poderá ser transferido aos credores devido à possibilidade de falência. Este resultado está de acordo com os estudos de Saito (2003).

A proporção de ações ordinárias no capital da companhia, mensurada pela variável “*Proporção_ON*”, obteve significância de 5% na sétima regressão e 10% na oitava. Os resultados permitem inferir que quanto maior o percentual de ações ordinárias em relação ao total de ações emitidas pela empresa, menor o *DCP*. Isto porque o valor esperado do controle é dividido pelo número de ações com direito a voto, assim, quanto menor esse número, maior o valor atribuído a cada ação. Este resultado é divergente dos resultados encontrados por Saito (2003) e Saito e Silveira (2010). Já Reis (2015) encontrou sinal negativo quando utilizou o MQO e sinal positivo no modelo de efeitos aleatórios.

A variável “*3Maior_ONPN*”, referente ao percentual de ações ordinárias e preferencias detido pelos três maiores acionistas, não foi significativa. Portanto, não foi possível validar a hipótese de que a maior concentração do total de ações pelos acionistas controladores estaria relacionada a baixos níveis de benefícios, o que implicaria em um prêmio menor.

As variáveis que se referem à participação dos majoritários na capital votante, “*3Maior_ON*” e “*1Maior_ON50*”, foram significativas para explicar o *DCP*. A variável “*1Maior_ON50*” possui significância de apenas 10% na primeira e segunda regressão, já a variável “*3Maior_ON*” possui significância de 5% na quarta regressão e 10% na quinta. Os resultados indicam que a maior participação dos majoritários reduz o prêmio de controle. Isto porque, nestes casos, a probabilidade de haver uma disputa pelo controle é menor devido à menor proporção de ações ordinárias em circulação. Saito e Silveira (2010) também encontraram a mesma relação para a proporção de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas. Já a variável “*3Maior_ON50*” não foi considerada preditora.

O teste de Hausman indicou, em algumas regressões, a existência de correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos não observados. Sendo assim, a Tabela 6 apresenta os resultados destas regressões, que foram estimados por meio do modelo de efeitos fixos.

Tabela 6 – Regressões - Efeitos Fixos

	Regressões				
	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
<i>Intercepto</i>	122,60% (0,208)	-32,18% (0,033)	-5,31% (0,423)	-18,04% (0,230)	6,04% (0,752)
<i>Div_Diferencial</i>				4,01% (0,581)	
<i>Div_binário</i>			7,73% (0,055)		
<i>Liq_VolFin</i>				-0,64% (0,574)	
<i>Liq_Nogoc</i>		-3,57% (0,010)			-3,67% (0,009)
<i>Liq_Bolsa</i>	-2,47% (0,004)		-2,82% (0,001)		
<i>Tangibilidade</i>		17,98% (0,196)			
<i>Tamanho</i>	-6,83% (0,129)				
<i>gov_nIn2</i>	3,34% (0,600)				
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	63,42% (0,000)	60,45% (0,000)		66,42 (0,000)	
<i>Alav_Fin(Pas)²</i>	-14,20% (0,000)	-13,11% (0,000)		-14,38% (0,000)	
<i>Alav_Fin(Div)</i>					41,10% (0,126)
<i>Alav_Fin(Div)²</i>					-24,59% (0,459)
<i>Proporção_ON</i>	-0,30% (0,493)				
<i>3Maior_ONPN</i>	0,12% (0,451)				
<i>3Maior_ON</i>					-0,20% (0,383)
<i>3Maior_ON50</i>				-4,71% (0,713)	
<i>1maior_ON50</i>		-8,10% (0,284)			
<i>dummy Setor</i>	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
<i>dummy Ano</i>	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Number of obs	1774	1770	2150	1726	1769
Number of groups	231	229	242	225	229

(continua)

	(continuação)				
Teste de Hausman	0,0000	0,0000	0,0000	0,0003	0,0024
Teste LM de Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Chow	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R-sq: within	0,0746	0,0705	0,0528	0,0626	0,0497
R-sq: between	0,1229	0,0671	0,0889	0,0159	0,1139
R-sq: overall	0,0995	0,0527	0,0567	0,0429	0,0442
Prob F	0,0008	0,0003	0,0000	0,0007	0,0032

Fonte: Elaboração Própria

Percebe-se que muitas variáveis deixaram de ser significantes nas regressões que utilizaram o modelo de efeitos fixos. Destaca-se que as variáveis que permaneceram significantes foram: “*Div_binário*”, “*Liq_Nogoc*”, “*Liq_Bolsa*”, “*Alav_Fin(Pas)*” e “*Alav_Fin(Pas)*”. Além disso, estas variáveis também continuaram com o mesmo sinal do coeficiente.

No Apêndice C, foram inseridas outras regressões que utilizaram como variável dependente o *Dual Class Premium*, sendo que todas utilizaram estimação robusta.

4.3 Comparação do desempenho das empresas

Nesta seção, foi analisado o desempenho das empresas por meio da rentabilidade sobre o ativo (ROA) e do *Q-Tobin*. As empresas foram separadas em três grupos: empresas que possuem *DCP* positivo, empresas que possuem *DCP* negativo e empresas do Novo Mercado. Foi utilizado o teste T de Student para comparar a média do desempenho dos grupos e o teste de Wilcoxon para comparar a mediana. Ressalta-se que as variáveis relativas ao desempenho foram *winsorizadas* a 2%.

A Tabela 7 apresenta a comparação do *Q-Tobin* entre os grupos de empresas. Foram considerados três grupos: empresas com *DCP* negativo, empresas com *DCP* positivo e empresas do segmento de governança Novo Mercado. A amostra total considerada na Tabela 7 foi de 357 empresas, sendo que 211 fazem parte dos grupos de empresas que possuem *DCP*, 131 do grupo do Novo Mercado e 15, em algum momento, compunham os grupos que possuem *DCP* e posteriormente o grupo do Novo Mercado.

Tabela 7 – Comparação de média e mediana do Q-Tobin

Ano	Observações			Média Q-Tobin			Teste de média ^(a)			Mediana Q-Tobin			Teste de mediana ^(a)		
	DCP-	DCP+	NM	DCP-	DCP+	NM	NM DCP+	NM DCP-	DCP- DCP+	DCP-	DCP+	NM	NM DCP+	NM DCP-	DCP- DCP+
2000	72	56		1,193	1,380				0,184	1,238	1,216				0,962
2001	60	69		1,191	1,257				0,543	1,167	1,153				0,821
2002	67	53	2	1,181	1,261	1,403	0,827	0,411	0,517	1,184	1,151	1,403	0,281	0,300	0,524
2003	77	54	2	1,525	1,516	1,711	0,824	0,782	0,962	1,317	1,251	1,711	0,331	0,435	0,164
2004	74	68	6	1,583	1,597	3,045	0,010	0,003	0,942	1,362	1,301	2,926	0,010	0,008	0,342
2005	68	67	15	1,579	1,535	2,896	0,000	0,000	0,785	1,454	1,296	2,464	0,000	0,000	0,071*
2006	56	65	37	1,969	1,689	2,526	0,000	0,042	0,189	1,539	1,480	2,295	0,000	0,001	0,288
2007	38	98	83	2,088	2,081	2,101	0,909	0,951	0,979	1,720	1,647	1,907	0,166	0,357	0,981
2008	44	74	91	1,587	1,744	1,266	0,002	0,042	0,528	1,237	1,360	1,201	0,009	0,300	0,267
2009	42	66	95	1,708	1,894	1,959	0,733	0,206	0,459	1,522	1,601	1,607	0,140	0,056*	0,531
2010	42	67	103	1,665	1,518	1,996	0,006	0,111	0,463	1,501	1,272	1,602	0,000	0,037	0,385
2011	41	57	114	1,675	1,624	1,712	0,610	0,834	0,835	1,419	1,210	1,401	0,005	0,565	0,143
2012	46	47	116	1,839	1,519	1,915	0,047	0,702	0,194	1,628	1,170	1,514	0,000	0,629	0,025
2013	36	44	122	1,697	1,625	1,761	0,428	0,720	0,789	1,442	1,334	1,473	0,030	0,203	0,622
2014	26	50	123	1,161	1,690	1,635	0,730	0,005	0,039	1,054	1,384	1,432	0,519	0,000	0,014
2015	29	51	123	1,129	1,541	1,523	0,907	0,013	0,052*	1,060	1,203	1,360	0,346	0,007	0,135
Geral	818	986	1032	1,536 ^(b)	1,615 ^(b)	1,806	0,004	0,000	0,128	1,342 ^(b)	1,318 ^(b)	1,489	0,000	0,000	0,852

Fonte: Elaboração Própria

(a) Os resultados que estão em negrito destacam que a hipótese nula (a média ou mediana dos grupos são iguais) foi rejeitada considerando um nível de 5%, já os resultados que possuem (*), foi considerado um nível de 10%.

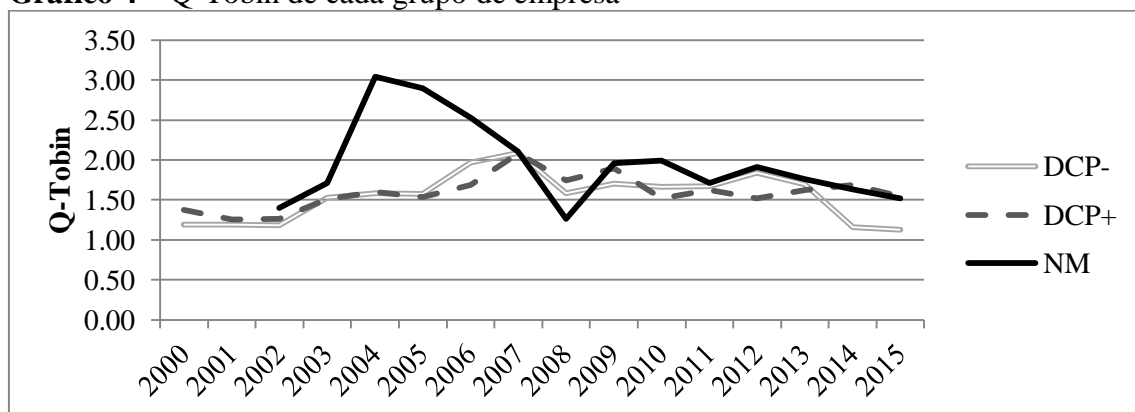
(b) Para possibilitar a comparação das empresas com *DCP* com as do Novo Mercado, ressalta-se que a média e a mediana do Q-Tobin nos anos de 2002 a 2015 das empresas com *DCP* negativo foi 1,603 e 1,383 respectivamente, e das empresas com *DCP* positivo foi 1,659 e 1,344 respectivamente.

Percebe-se que, em vários períodos, a diferença de média e de mediana do Q-Tobin foi considerada estatisticamente significativa entre o grupo de empresas do Novo Mercado e os grupos de empresas com duas classes de ações. Verifica-se que, de forma geral, as companhias que adotaram o segmento de governança Novo Mercado apresentaram maior valor que as companhias que possuem *DCP* positivo ou *DCP* negativo. Isto pode indicar que os acionistas valorizam o fato de a empresa adotar práticas de governança diferenciada e proporcionar maior proteção dos acionistas minoritários.

Ressalta-se que, dos resultados que foram significantes, apenas no ano de 2008, o valor médio do Q-Tobin foi maior para as empresas com duas classes de ações em comparação com as do Novo Mercado. Torna-se necessário realizar mais investigações para analisar por que isto aconteceu, considerando que este foi um ano em que houve crise financeira.

Na comparação entre o grupo com *DCP* positivo e com *DCP* negativo, observa-se que, apenas em um ano, a hipótese de que as médias são iguais foi rejeitada considerando um nível de 5% e indicou que o grupo com *DCP* positivo tem maior média do Q-Tobin. Porém, nos demais anos, não houve diferença estatisticamente significantes, sendo assim, sugere-se que estas empresas possuem valor semelhante. O Gráfico 4 apresenta a evolução do Q-Tobin para cada grupo de empresa.

Gráfico 4 – Q-Tobin de cada grupo de empresa



Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 8 apresenta a comparação da rentabilidade sobre o ativo (ROA) entre os grupos de empresas. Foram considerados três grupos: empresas com *DCP* negativo, empresas com *DCP* positivo e empresas do segmento de governança Novo Mercado. Considerou-se uma amostra total de 368 empresas, sendo que 222 fazem parte dos grupos de empresas que possuem *DCP*, 131 do grupo do Novo Mercado e 15, em algum momento, compunham os grupos que possuem *DCP* e, posteriormente, o grupo do Novo Mercado.

Tabela 8 – Comparação de média e mediana da rentabilidade sobre o ativo (ROA)

Ano	Observações			Média ROA			Teste média ^(a)			Mediana ROA			Teste mediana ^(a)		
	DCP-	DCP+	NM	DCP-	DCP+	NM	NM DCP+	NM DCP-	DCP- DCP+	DCP-	DCP+	NM	NM DCP+	NM DCP-	DCP- DCP+
2000	86	67		0,080	0,040				0,003	0,081	0,058				0,010
2001	67	80		0,083	0,071				0,332	0,083	0,074				0,486
2002	75	72	2	0,073	0,052	0,103	0,486	0,624	0,172	0,092	0,061	0,103	0,334	0,631	0,169
2003	88	61	2	0,077	0,036	0,122	0,357	0,553	0,037	0,098	0,055	0,122	0,183	0,443	0,016
2004	84	79	6	0,098	0,089	0,141	0,306	0,330	0,620	0,094	0,103	0,132	0,377	0,332	0,978
2005	75	81	16	0,085	0,046	0,113	0,061*	0,382	0,055*	0,093	0,061	0,091	0,055*	0,456	0,045
2006	59	75	40	0,077	0,054	0,081	0,196	0,842	0,241	0,092	0,066	0,070	0,778	0,338	0,212
2007	45	106	86	0,079	0,071	0,056	0,315	0,145	0,675	0,082	0,081	0,045	0,042	0,057*	0,804
2008	47	89	94	0,091	0,054	0,056	0,903	0,071*	0,136	0,110	0,071	0,062	0,648	0,003	0,019
2009	49	72	98	0,074	0,020	0,073	0,004	0,927	0,027	0,075	0,038	0,078	0,013	0,808	0,078*
2010	48	79	105	0,067	0,046	0,089	0,002	0,186	0,313	0,083	0,055	0,082	0,003	0,671	0,050
2011	47	64	116	0,101	0,025	0,076	0,001	0,067*	0,001	0,091	0,049	0,072	0,013	0,072*	0,001
2012	49	53	119	0,070	0,016	0,069	0,001	0,938	0,014	0,078	0,039	0,064	0,000	0,607	0,001
2013	42	50	126	0,047	0,039	0,064	0,125	0,346	0,703	0,052	0,055	0,069	0,044	0,127	0,664
2014	30	55	126	0,022	0,018	0,054	0,040	0,102	0,886	0,041	0,051	0,065	0,048	0,024	0,741
2015	32	53	123	0,009	0,006	0,047	0,024	0,077*	0,907	0,034	0,033	0,056	0,002	0,032	0,631
Geral	923	1136	1059	0,076 ^(b)	0,046 ^(b)	0,067	0,000	0,041	0,000	0,082 ^(b)	0,059 ^(b)	0,068	0,001	0,001	0,000

Fonte: Elaboração Própria

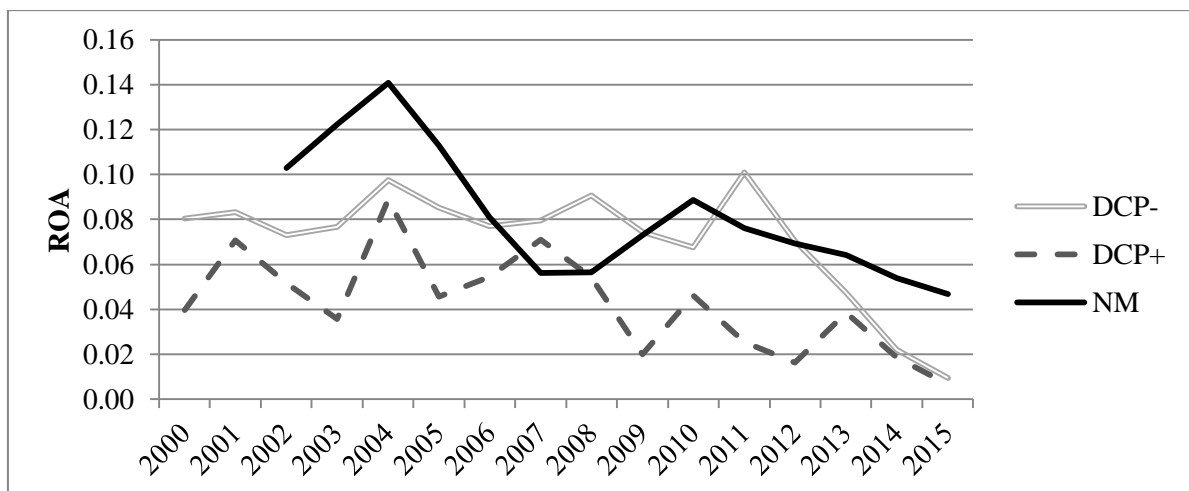
(a) Os resultados que estão em negrito destacam que a hipótese nula (a média ou mediana dos grupos são iguais) foi rejeitada considerando um nível de 5%, já nos resultados que possuem (*), foi considerado um nível de 10%.

(b) Para possibilitar a comparação das empresas com *DCP* com as do Novo Mercado, ressalta-se que a média e a mediana do ROA nos anos de 2002 a 2015 das empresas com *DCP* negativo foi 0,074 e 0,082 respectivamente, e das empresas com *DCP* positivo foi 0,044 e 0,057 respectivamente.

Verifica-se que a diferença da média e mediana do ROA entre o grupo com *DCP* positivo e o grupo do Novo Mercado foi significativa em vários anos. Os resultados indicam que a rentabilidade das empresas com *DCP* positivo é menor que das empresas do Novo Mercado. Isto pode ser indício de que, nestas empresas, há maior risco de expropriação dos minoritários. Destaca-se que, apenas no ano de 2007, o teste de Wilcoxon indicou que existe diferença na mediana, porém, a mediana da rentabilidade foi maior no grupo de empresas com *DCP* positivo. Já em relação à média, não houve diferença estatisticamente significativa neste ano.

Os testes também indicaram que as empresas com *DCP* negativo possuem rentabilidade superior à rentabilidade das empresas com *DCP* positivo. Mais uma vez, pode-se sugerir que um maior prêmio pelo controle pode ser um indicativo de que há maior risco de expropriação dos minoritários. O Gráfico 5 também evidencia que a média da rentabilidade das empresas com prêmio positivo é menor que das empresas com *DCP* negativo ou do segmento Novo Mercado.

Gráfico 5 – Rentabilidade sobre o ativo dos grupos de empresas



Fonte: Elaboração Própria

A comparação entre a rentabilidade das empresas do Novo Mercado com as que possuem *DCP* negativo também foi realizada. Verifica-se que estas empresas apresentam rentabilidade similar. Apenas se considerar um nível de 10%, a média apresenta diferenças significantes e isto ocorre somente em três anos. Nestes anos, a rentabilidade das empresas com *DCP* negativo foi maior.

Por fim, pode-se sugerir que as empresas do Novo Mercado apresentam maior valor (Q-Tobin) em comparação com as demais empresas. Isto pode refletir a maior segurança dos acionistas, já que estas adotam medidas que possibilitam a maior proteção dos minoritários.

Sugere-se também que as companhias que possuem *DCP* positivo possuem menor rentabilidade que as empresas do Novo Mercado ou com *DCP* negativo, sendo isto um indicativo de que há expropriação dos minoritários nestas companhias. Já a rentabilidade das empresas com prêmio negativo é semelhante à das empresas do Novo Mercado, no entanto, ainda assim, as empresas do Novo Mercado são mais valorizadas do que as com prêmio negativo, havendo, portanto, uma possível subprecificação devido ao risco de expropriação. Cabe salientar que mais investigações são necessárias para validar ou confrontar os resultados encontrados nesta pesquisa.

Com o intuito de comparar as características de cada grupo de empresas, foram realizados outros testes de comparação de média e mediana. A Tabela 9 apresenta a comparação entre as características do grupo de empresas do Novo Mercado e do grupo com *DCP* positivo ou com *DCP* negativo. Foram consideradas as informações dos anos de 2002 a 2015. Observa-se que o grupo de empresas do Novo Mercado apresenta média da tangibilidade do ativo e da alavancagem financeira menor, e as empresas deste segmento aparentam ser maiores que as empresas com *DCP* positivo. Além disso, possuem menor concentração acionária, mas, deve-se destacar que a média de todos grupos é superior a 50%.

Tabela 9 – Comparação das características das empresas do Novo Mercado com as empresas com duas classes de ações

Variável	Observações			Média			Teste média		Mediana			Teste mediana	
	DCP -	DCP +	NM	DCP -	DCP +	NM	NM DCP+	NM DCP-	DCP -	DCP +	NM	NM DCP+	NM DCP-
<i>Tangibilidade</i>	771	989	1059	0,35	0,33	0,22	0,000	0,000	0,34	0,32	0,16	0,000	0,000
<i>Tamanho</i>	771	989	1059	21,79	21,16	22,03	0,000	0,003	22,01	20,97	21,97	0,000	0,117
<i>Alav_Fin (Pas)</i>	771	989	1059	0,73	0,90	0,56	0,000	0,000	0,61	0,64	0,56	0,000	0,000
<i>Alav_Fin (Div)</i>	771	989	1059	0,28	0,29	0,28	0,887	0,484	0,25	0,24	0,29	0,000	0,002
<i>Ações_3Maior</i>	686	845	1005	63,40	60,56	53,70	0,000	0,000	63,07	60,69	54,29	0,000	0,000

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 10 apresenta a comparação entre as características das empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo. Foram consideradas as informações dos anos de 2000 a 2015. Verifica-se que o grupo de empresas com *DCP* negativo apresenta maior média da tangibilidade, são maiores, possuem menor alavancagem financeira e maior concentração acionária. Também, a distribuição de dividendos para ações preferenciais é maior nas empresas com *DCP* negativo.

Tabela 10 – Comparação das características das empresas com *DCP* positivo e com *DCP* negativo

Variável	Observações		Média		Teste média	Mediana		Teste mediana
	DCP-	DCP+	DCP-	DCP+	DCP- DCP+	DCP-	DCP+	DCP- DCP+
<i>Tangibilidade</i>	924	1136	0,363	0,336	0,0085	0,356	0,332	0,0147
<i>Tamanho</i>	924	1136	21,815	21,159	0,0000	22,020	21,023	0,0000
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	924	1136	0,698	0,875	0,0000	0,602	0,630	0,0000
<i>Alav_Fin(Div)</i>	924	1135	0,275	0,285	0,3394	0,248	0,244	0,4365
<i>Div_diferencial</i>	934	1144	-0,079	-0,059	0,0166	0,000	0,000	0,0019
<i>Liq_Negoc</i>	961	1176	-3,679	-3,874	0,2774	-3,170	-3,323	0,5409
<i>Liq_Bolsa</i>	960	1175	-2,708	-2,645	0,6007	-2,499	-2,423	0,3212
<i>Proporção_ON</i>	964	1181	50,428	49,446	0,2280	43,710	42,860	0,1375
<i>3Maior_ONPN</i>	816	965	62,912	59,888	0,0078	62,390	60,260	0,0112
<i>3Maior_ON</i>	816	965	82,933	79,555	0,0001	87,470	86,470	0,0086

Fonte: Elaboração Própria

5 CONCLUSÕES

O objetivo deste trabalho foi identificar os fatores determinantes *Dual Class Premium*. Destaca-se que o prêmio médio encontrado para o período de 2000 a 2015 foi de 18,07%. Sendo assim, o prêmio foi positivo tal como indicado por pesquisas que consideraram períodos mais recentes.

Dentre as características das empresas brasileiras que possuem duas classes de ações, evidencia-se que há uma baixa proporção de ações ordinárias em relação ao total de ações, há um elevado grau de concentração de propriedade e as ações preferenciais possuem maior liquidez e maior distribuição de dividendos que as ações ordinárias.

Os resultados também indicam que os fatores que determinam negativamente o *Dual Class Premium* são: o tamanho, a governança diferenciada, a proporção de ações ordinárias em relação ao capital total e a concentração acionária, mensurada pela variável contínua que representa a proporção de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas e a variável binária que indica se o maior acionista detém mais de 50% das ações ordinárias. Já a maior distribuição de dividendos para ações ordinárias influencia o *DCP* positivamente.

A alavancagem financeira também foi considerada preditora do *DCP*, sendo que baixos níveis de alavancagem financeira impactam o prêmio de forma positiva, já altos níveis de alavancagem influenciam o prêmio negativamente devido à possibilidade de falência.

Ressalta-se que as variáveis relativas à tangibilidade e ao diferencial de liquidez foram consideradas significantes para explicar o *DCP*, porém, a relação foi divergente ao

esperado. Verificou-se que a maior liquidez para ações preferenciais aumenta o prêmio de controle, esta relação foi encontrada também por Camargos, Salvato e Camargos (2012), Dornaus (2014) e Reis (2015). Sendo assim, é necessário que mais investigações sejam realizadas para buscar uma explicação para este fato. Já a tangibilidade apresentou relação positiva, mas, ainda há carência de pesquisas que analisam esta relação.

Outro ponto a ser considerado é que, no modelo de efeitos fixos, apenas as variáveis relacionadas à distribuição de dividendos, liquidez e alavancagem financeira permaneceram significantes para explicar o *DCP*.

Também, buscou-se comparar o desempenho financeiro e o valor de mercado entre as empresas que possuem *DCP* positivo, *DCP* negativo e as empresas do Novo Mercado. Sugere-se que as empresas do Novo Mercado apresentam maior valor que as empresas com *DCP* positivo ou negativo. Isto pode refletir a maior segurança dos acionistas, já que estas adotam medidas que possibilitam a maior proteção dos acionistas minoritários.

Sugere-se também que as companhias que possuem prêmio positivo possuem menor rentabilidade que as empresas do Novo Mercado ou com prêmio negativo, sendo isto um indicativo de que pode existir expropriação dos minoritários nestas companhias. Já a rentabilidade das empresas com prêmio negativo é semelhante à das empresas do Novo Mercado, no entanto, ainda assim, as empresas do Novo Mercado são mais valorizadas do que as com prêmio negativo, havendo, portanto, uma possível subprecificação devido ao risco de expropriação.

Cabe salientar que mais pesquisas são necessárias para validar ou confrontar os resultados encontrados nesta pesquisa. Também sugere-se que pesquisas sejam realizadas para analisar as implicações do *Dual Class Premium* no desempenho financeiro e no valor das companhias por meio de regressões com dados em painel que tratam do problema da endogeneidade da variável *DCP*.

REFERÊNCIAS

ADAMS, Renée; FERREIRA, Daniel. One share-one vote: the empirical evidence. **Review of Finance**, v. 12, n.1, pp. 51-91, 2008.

ANDRADE, Lélis Pedro de; BRESSAN, Aureliano Angel; IQUIAPAZA, Robert Aldo. Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v.12, n.4, pp. 555-595, dez. 2014.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G.. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 25, p. 371-395, 1989.

BM&FBOVESPA. Disponível em:

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem> Acesso em: 23 mai. 2016.

BORTOLON, Patrícia M.; LEAL, Ricardo P. Câmara. Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 89-108, 2014.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C.. Administração Financeira: teoria e prática. Tradução de Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001, p.39-43.

CAMARGOS, Marcos Antonio de; SALVATO, Marcio Antonio; CAMARGOS, Mirela Castro Santos. Determinantes do *Dual-Class Premium* de companhias brasileiras em anos recentes. In: ENANPAD, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2012_FIN2023.pdf> Acesso em: 20 abr. 2016.

CAPRIO, Lorenzo; CROCI, Ettore. The determinants of the voting premium in Italy: the evidence from 1974 to 2003. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n.11, p. 2433-2443, nov. 2008.

CHING, H. Y.; MARQUES, F.; PRADO, L.. Governança corporativa e desempenho empresarial. In: _____. **Contabilidade e Finanças para não especialistas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. cap. 12, p. 291-311.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Arcabouço teórico para os estudos de governança corporativa: os pressupostos subjacentes à teoria da agência. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 15, n. 3, p. 1-10, jul./set. 2008.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. **Journal of Finance**, v. 59, p. 537-600, 2004.

DORNAUS, Rafael Pellegrino da Silva. Majoritários vs. minoritários: uma análise dos benefícios de controle e o diferencial de preços entre classes de ações no Brasil por meio de uma abordagem por opções reais. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2014. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/11503>> Acesso em: 1 mai. 2016.

GRANDO, Tadeu *et al.* Empresas Dual Class: um estudo do impacto no valor das empresas brasileiras. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 2, p.67-86, mai./ago. 2016.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>> Acesso em: 24 mai. 2016.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das melhores práticas de governança corporativa. 5. ed. São Paulo: IBGC, 108p. 2015. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>> Acesso em: 25 mai. 2016.

KIN, SoonYoung; GRANDO, Tadeu; BRUNOZI JÚNIOR, Antônio Carlos. Does the Separation of ownership and control impacts the firm values of Large Conglomerate Groups (LCGs) in Korea? **Espacios**, v.37, n.28, p.15, 2016.

MAURY, Benjamin; PAJUSTE, Anete. Private benefits of control and dual-class share unifications. **Managerial and Decision Economics**, v. 32, n.6, p. 355-369, 2011.

NENOVA, Tatiana. The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, p. 325–351, 2003.

NEUMANN, Robert. Price Differentials between dual-class stocks: voting premium or liquidity discount? **European Financial Management**, v. 9, n. 3, p. 315–332, 2003.

ØDEGAARD, Bernt Arne. Price differences between equity classes. Corporate control, foreign ownership or liquidity? **Journal of Banking and Finance**, v.31 n.12, pp.3621-3645, 2007.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; ROCHA; Keyler Carvalho. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, jan./abr. 2007.

REIS, Diogo Anunciação. Determinantes do diferencial de preço entre classes de ações: evidências do mercado brasileiro no período de 2002 a 2014. 2015. 52f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo. 2015. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/13430>> Acesso em: 25 abr. 2016.

SAITO, Richard. Determinants of the differential pricing between voting and non-voting shares in Brazil. **Brazilian Review of Econometrics**, Rio de Janeiro, v.23, n. 1, pp. 77-109, mai. 2003.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. The relevance of tag along rights and identity of controlling shareholders for the price spreads between dual-class shares: the Brazilian case. **Brazilian Administration Review**, Curitiba, v. 7, n. 1, art. 1; pp. 1-21, jan./mar. 2010.

SILVA, Andre Carvalhal da; SUBRAHMANYAM, Avanidhar. Dual class premium, corporate governance, and the mandatory bid rule: evidence from Brazilian stock market. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, p. 1-24, mar. 2007.

SOUZA, Vitor Frango de. Prêmio por controle no mercado brasileiro. 2014. 35f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio

Vargas, São Paulo. 2014. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10438/11523>> Acesso em: 26 abr. 2016.

TERRA, Paulo Renato Soares; LEMGRUBER, Eduardo Facó; BECKER, João Luiz. Condicionantes do valor do direito de voto das ações. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, São Paulo, v. 29, n. 1, pp. 14-23, jan./mar. 1994.

VERGARA, Sylvia Constant. Projetos e relatórios de pesquisa em administração. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

WOOLDRIDGE, J. M.. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. Tradução de Rogério César de Souza e José Antônio Ferreira. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

ZINGALES, Luigi. What determines the value of corporate votes? **The Quarterly Journal of Economics**, v. 110, n. 4, p. 1047 -1073, 1995.

APÊNDICE A – Matriz de correlação

	<i>DCP</i>	<i>Div_diferencial</i>	<i>Div_binário</i>	<i>Liq_VolFin</i>	<i>Liq_Bolsa</i>	<i>Liq_Negoc</i>	<i>Gov_Nível1</i>	<i>Gov_Nível2</i>	<i>Gov_n1n2</i>
<i>DCP</i>	1,0000 2223								
<i>Div_diferencial</i>	0,0645 0,0028 2149	1,0000 2149							
<i>Div_binário</i>	0,1459 0,0000 2157	0,5398 0,0000 2149	1,0000 2157						
<i>Liq_VolFin</i>	-0,0565 0,0077 2223	-0,0081 0,7080 2149	-0,0059 0,7835 2157	1,0000 2223					
<i>Liq_Bolsa</i>	-0,1338 0,0000 2214	0,0014 0,9470 2142	-0,0029 0,8935 2150	0,9566 0,0000 2214	1,0000 2214				
<i>Liq_Negoc</i>	-0,0908 0,0000 2207	-0,0180 0,4050 2137	0,0007 0,9757 2145	0,9603 0,0000 2207	0,9622 0,0000 2207	1,0000 2207			

(Continua)

(Continuação)

	<i>DCP</i>	<i>Div_diferencial</i>	<i>Div_binário</i>	<i>Liq_VolFin</i>	<i>Liq_Bolsa</i>	<i>Liq_Negoc</i>	<i>Gov_Nível1</i>	<i>Gov_Nível2</i>	<i>Gov_nIn2</i>
<i>Gov_Nível1</i>	-0,0841 0,0001 2223	-0,0241 0,2640 2149	-0,0345 0,1096 2157	-0,1839 0,0000 2223	-0,1262 0,0000 2214	-0,2253 0,0000 2207	1,0000		
<i>Gov_Nível2</i>	0,0152 0,4739 2223	0,0454 0,0354 2149	0,0368 0,0879 2157	-0,2278 0,0000 2223	-0,2010 0,0000 2214	-0,2523 0,0000 2207	-0,0767 0,0003 2223	1,0000	
<i>Gov_nIn2</i>	-0,0696 0,0010 2223	-0,0008 0,9706 2149	-0,0144 0,5045 2157	-0,2777 0,0000 2223	-0,2117 0,0000 2214	-0,3270 0,0000 2207	0,8776 0,0000 2223	0,4107 0,0000 2223	1,0000 2223
<i>Tangibilidade</i>	0,0193 0,3743 2126	-0,0407 0,0651 2054	0,0410 0,0628 2062	0,0322 0,1376 2126	0,0266 0,2210 2117	0,0220 0,3118 2110	0,0310 0,1530 2126	-0,0906 0,0000 2126	-0,0154 0,4774 2126
<i>Tamanho</i>	-0,1918 0,0000 2126	-0,0930 0,0000 2054	-0,1459 0,0000 2062	-0,0807 0,0002 2126	0,0066 0,7601 2117	-0,1301 0,0000 2110	0,3828 0,0000 2126	0,0884 0,0000 2126	0,3931 0,0000 2126
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	0,2218 0,0000 2126	0,1242 0,0000 2054	0,2898 0,0000 2062	-0,0275 0,2058 2126	-0,0537 0,0134 2117	-0,0242 0,2658 2110	-0,1039 0,0000 2126	-0,0278 0,2004 2126	-0,1085 0,0000 2126

(Continua)

(Continuação)

	<i>DCP</i>	<i>Div_diferencial</i>	<i>Div_binário</i>	<i>Liq_VolFin</i>	<i>Liq_Bolsa</i>	<i>Liq_Negoc</i>	<i>Gov_Nível1</i>	<i>Gov_Nível2</i>	<i>Gov_nln2</i>
<i>Alav_Fin(Pas)</i> ²	0,1871	0,0963	0,2137	-0,0207	-0,0475	-0,0160	-0,0988	-0,0419	-0,1107
	0,0000	0,0000	0,0000	0,3393	0,0288	0,4627	0,0000	0,0533	0,0000
	2126	2054	2062	2126	2117	2110	2126	2126	2126
<i>Alav_Fin(Div)</i>	0,1380	0,0537	0,1947	-0,0424	-0,0509	-0,0542	0,0156	0,0012	0,0149
	0,0000	0,0150	0,0000	0,0510	0,0193	0,0128	0,4712	0,9559	0,4925
	2124	2052	2060	2124	2115	2108	2124	2124	2124
<i>Alav_Fin(Div)</i> ²	0,1644	0,0744	0,1882	-0,0308	-0,0520	-0,0346	-0,0447	-0,0214	-0,0512
	0,0000	0,0007	0,0000	0,1556	0,0168	0,1124	0,0395	0,3241	0,0182
	2124	2052	2060	2124	2115	2108	2124	2124	2124
<i>Proporção_ON</i>	-0,0861	-0,0781	-0,0702	0,3891	0,3774	0,4135	-0,0786	-0,1033	-0,1216
	0,0000	0,0003	0,0011	0,0000	0,0000	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000
	2223	2149	2157	2223	2214	2207	2223	2223	2223
<i>3Maior_ONPN</i>	-0,0737	-0,0760	-0,0668	0,2345	0,2121	0,2735	-0,2633	-0,1470	-0,3136
	0,0015	0,0013	0,0047	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	1841	1785	1792	1841	1834	1830	1841	1841	1841
<i>3Maior_ON</i>	-0,0432	-0,0247	-0,0221	-0,1425	-0,1555	-0,1256	-0,1242	-0,0168	-0,1220
	0,0637	0,2962	0,3508	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,4720	0,0000
	1841	1785	1792	1841	1834	1830	1841	1841	1841

(Continua)

(Continuação)

	<i>DCP</i>	<i>Div_diferencial</i>	<i>Div_binário</i>	<i>Liq_VolFin</i>	<i>Liq_Bolsa</i>	<i>Liq_Negoc</i>	<i>Gov_Nível1</i>	<i>Gov_Nível2</i>	<i>Gov_nIn2</i>
<i>3Maior_ON50</i>	-0,0587	-0,0101	0,0200	-0,0792	-0,0709	-0,0661	-0,1079	0,0221	-0,0879
	0,0118	0,6695	0,3970	0,0007	0,0024	0,0047	0,0000	0,3427	0,0002
	1841	1785	1792	1841	1834	1830	1841	1841	1841
<i>1maior_ON50</i>	-0,0616	0,0420	0,0256	-0,0147	-0,0214	-0,0095	-0,0570	-0,0559	-0,0798
	0,0082	0,0762	0,2779	0,5278	0,3592	0,6855	0,0144	0,0164	0,0006
	1841	1785	1792	1841	1834	1830	1841	1841	1841

	<i>Tangibilidade</i>	<i>Tamanho</i>	<i>Alav_Fin (Pas)</i>	<i>Alav_Fin (Pas)²</i>	<i>Alav_Fin (Div)</i>	<i>Alav_Fin (Div)²</i>	<i>Proporção_ON</i>	<i>3Maior_ONPN</i>	<i>3Maior_ON</i>	<i>3Maior_ON50</i>	<i>1maior_ON50</i>
<i>Tangibilidade</i>	1,0000										
	2126										
<i>Tamanho</i>	0,2021	1,0000									
	0,0000										
	2126	2126									
<i>Alav_Fin(Pas)</i>	0,0865	-0,3780	1,0000								
	0,0001	0,0000									
	2126	2126	2126								

(Continua)

(Continuação)

	<i>Tangibilidade</i>	<i>Tamanho</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Pas)</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Pas)²</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Div)</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Div)²</i>	<i>Proporção_</i> <i>ON</i>	<i>3Maior_</i> <i>ONPN</i>	<i>3Maior_</i> <i>ON</i>	<i>3Maior_</i> <i>ON50</i>	<i>1maior_</i> <i>ON50</i>
<i>Alav_Fin(Pas)²</i>	0,0745 0,0006 2126	-0,3957 0,0000 2126	0,9598 0,0000 2126	1,0000 0,0000 2126							
<i>Alav_Fin(Div)</i>	0,1874 0,0000 2124	-0,0381 0,0790 2124	0,5732 0,0000 2124	0,4878 0,0000 2124	1,0000 0,0000 2124						
<i>Alav_Fin(Div)²</i>	0,1334 0,0000 2124	-0,1944 0,0000 2124	0,6881 0,0000 2124	0,6521 0,0000 2124	0,9110 0,0000 2124	1,0000 0,0000 2124					
<i>Proporção_ON</i>	0,0232 0,2849 2126	-0,0245 0,2581 2126	-0,0478 0,0276 2126	-0,0535 0,0135 2126	-0,0932 0,0000 2124	-0,0966 0,0000 2124	1,0000 0,0000 2223				
<i>3Maior_ONPN</i>	-0,0232 0,3269 1781	-0,1327 0,0000 1781	-0,0897 0,0001 1781	-0,0590 0,0127 1781	-0,1553 0,0000 1780	-0,1391 0,0000 1780	0,3227 0,0000 1841	1,0000 0,0000 1841			
<i>3Maior_ON</i>	-0,0341 0,1499 1781	-0,1005 0,0000 1781	-0,0241 0,3104 1781	-0,0003 0,9883 1781	-0,0807 0,0007 1780	-0,0750 0,0015 1780	0,0079 0,7349 1841	0,7030 0,0000 1841	1,0000 0,0000 1841		

(Continua)

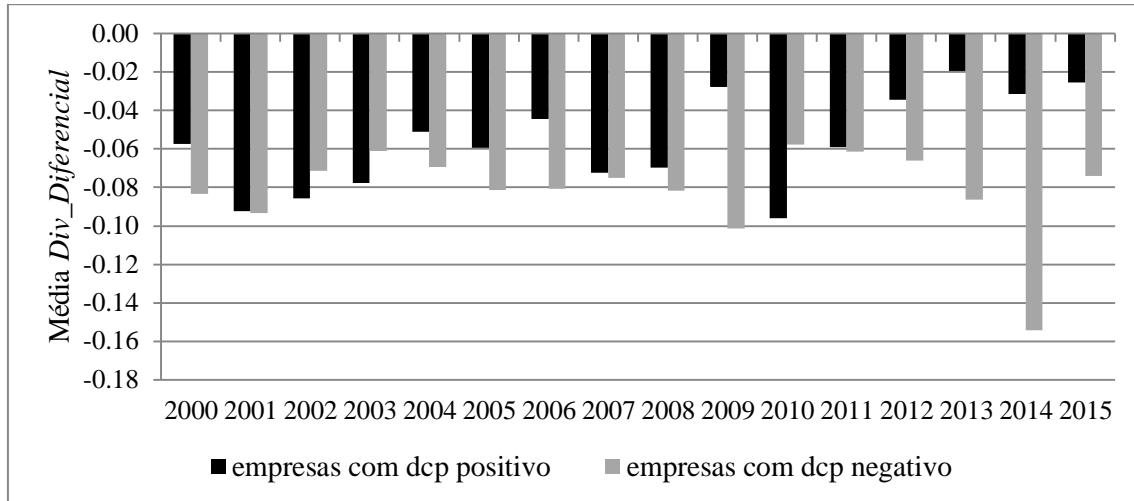
(Continuação)

	<i>Tangibilidade</i>	<i>Tamanho</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Pas)</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Pas)²</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Div)</i>	<i>Alav_Fin</i> <i>(Div)²</i>	<i>Proporção_</i> <i>ON</i>	<i>3Maior_</i> <i>ONPN</i>	<i>3Maior_</i> <i>ON</i>	<i>3Maior_</i> <i>ON50</i>	<i>Imaior_</i> <i>ON50</i>
<i>3Maior_ON50</i>	0,0304	-0,0096	-0,0067	-0,0003	0,0349	0,0016	-0,0745	0,3793	0,6647	1,0000	
	0,1999	0,6856	0,7768	0,9906	0,1407	0,9467	0,0014	0,0000	0,0000		
	1781	1781	1781	1781	1780	1780	1841	1841	1841	1841	
<i>Imaior_ON50</i>	0,0060	-0,0037	0,0060	0,0199	-0,0442	-0,0379	-0,0063	0,4165	0,6151	0,4437	1,0000
	0,8007	0,8744	0,8010	0,4024	0,0625	0,1098	0,7864	0,0000	0,0000	0,0000	
	1781	1781	1781	1781	1780	1780	1841	1841	1841	1841	1841

Fonte: Elaboração própria

APÊNDICE B – Gráficos das características das empresas com *DCP* positivo e *DCP* negativo

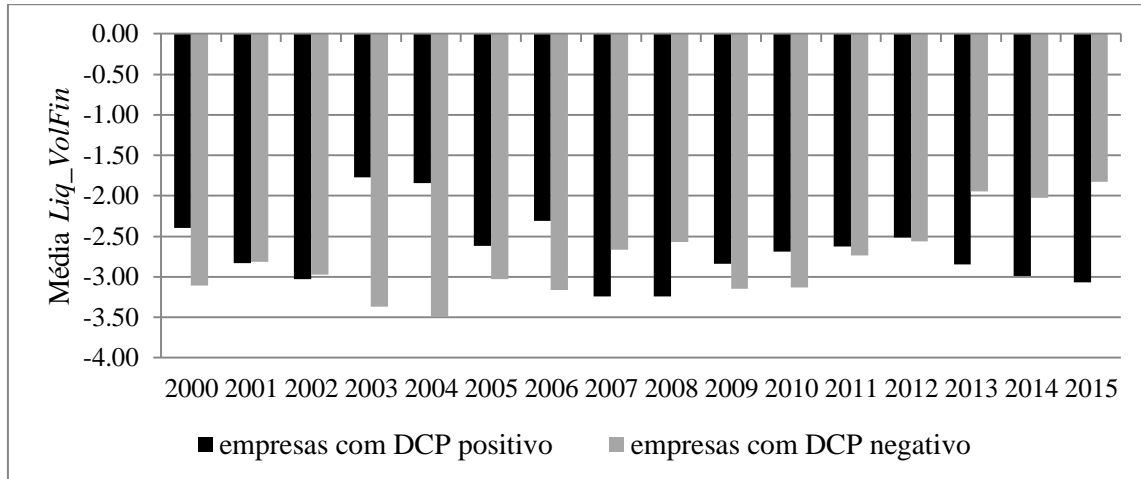
Gráfico 6 – Diferencial de dividendos das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* $Div_diferencial = (\text{Dividendos das ações ON} - \text{Dividendos das ações PN}) / \text{Dividendos das ações PN}$

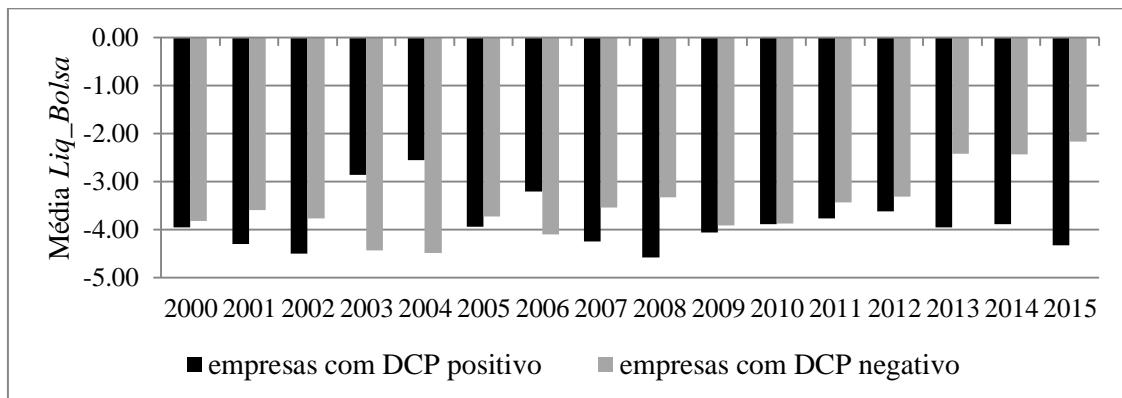
Gráfico 7 – Diferencial de liquidez medido por meio do volume financeiro das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* $Liq_VolFin = \ln(\text{volume financeiro das ações ON} / \text{volume financeiro das ações PN})$

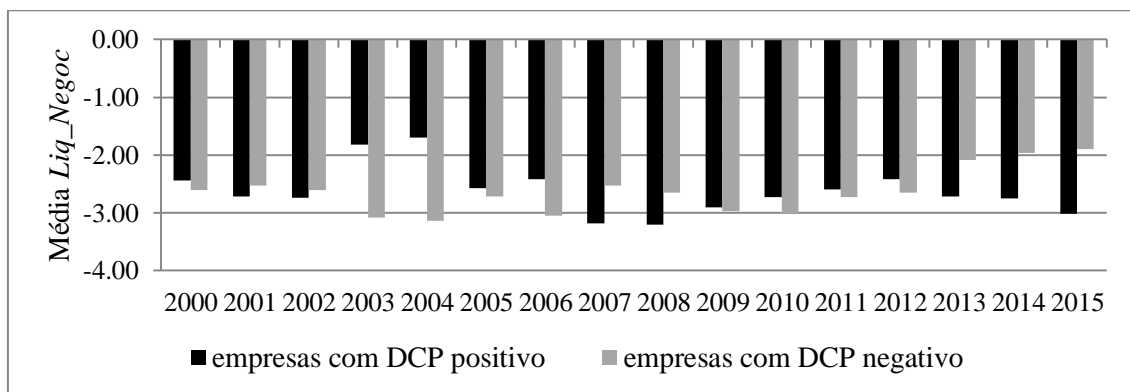
Gráfico 8 – Diferencial de liquidez medido pela liquidez em bolsa das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* $Liq_Bolsa = \ln(\text{liquidez em bolsa das ações ON} / \text{liquidez em bolsa ações PN})$

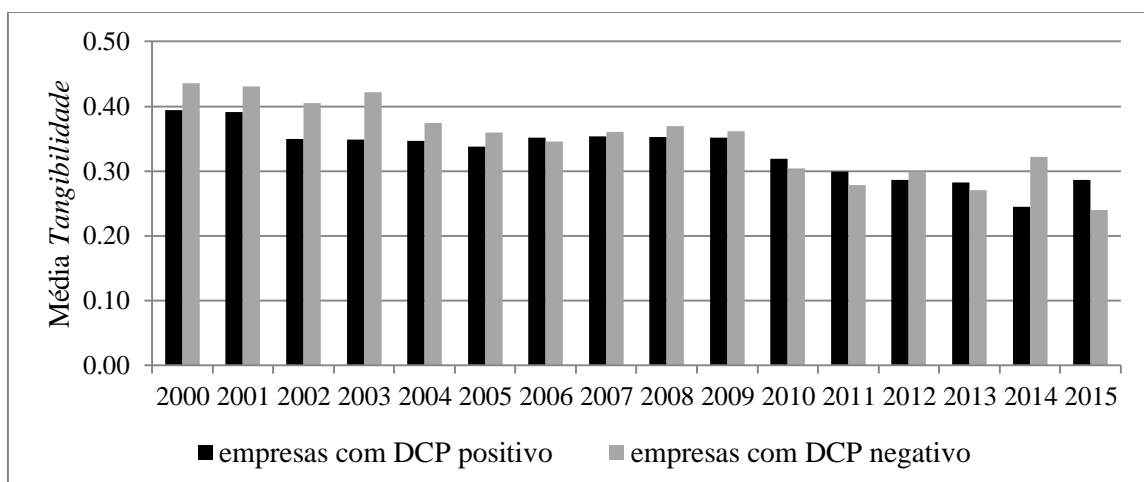
Gráfico 9 – Diferencial de liquidez medido pelo índice de negociabilidade das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

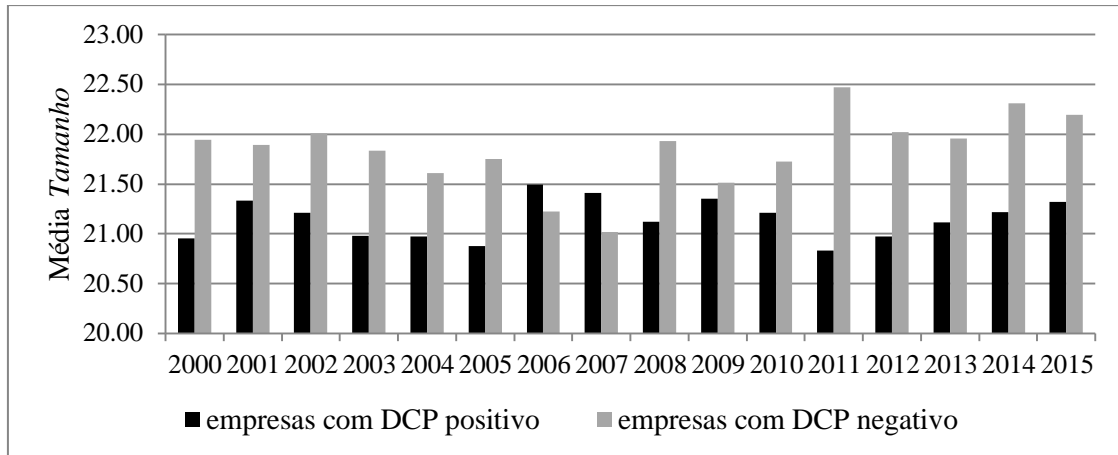
* $Liq_Negoc = \ln(\text{índice de negociabilidade das ações ON} / \text{índice de negociabilidade das ações PN})$

Gráfico 10 – Tangibilidade das empresas com *DCP* positivo e negativo



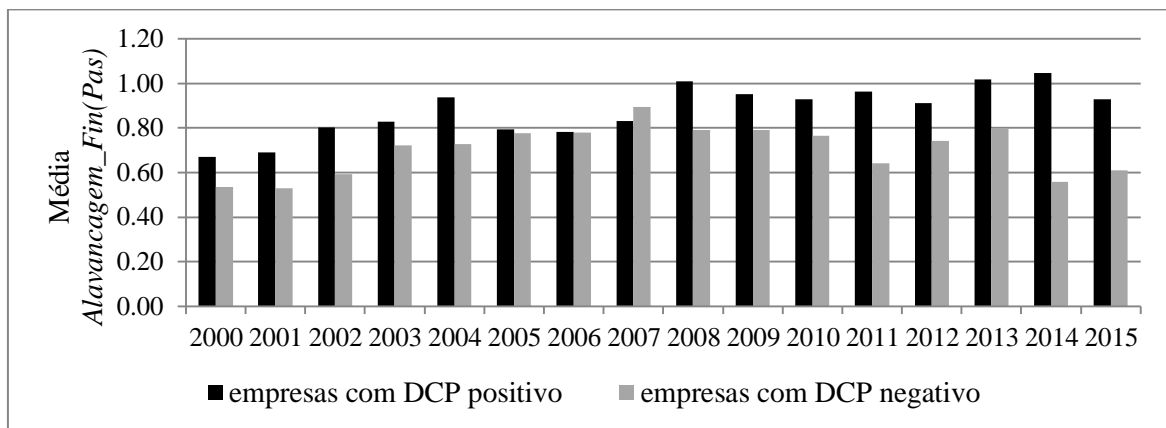
Fonte: Elaboração Própria

* $Tangibilidade = \text{Ativo Imobilizado} / \text{Ativo Total}$

Gráfico 11 – Tamanho das empresas com *DCP* positivo e negativo

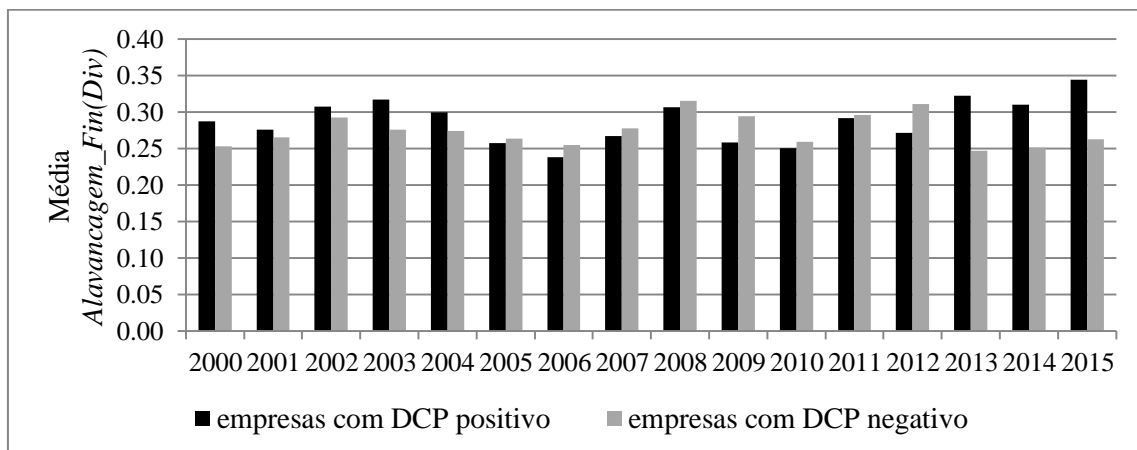
Fonte: Elaboração Própria

* *Tamanho* = $\ln(\text{Ativo total})$

Gráfico 12 – Alavancagem financeira ((Ativo Total – Patrimônio Líquido) / Ativo Total) das empresas com *DCP* positivo e negativo

Fonte: Elaboração Própria

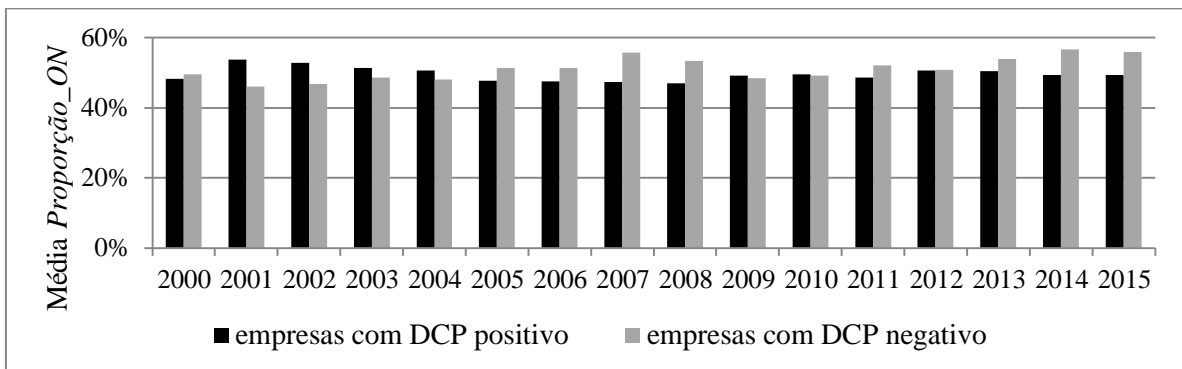
* $Alav_Fin(Pas) = (\text{Ativo Total} - \text{Patrimônio Líquido}) / \text{Ativo Total}$

Gráfico 13 – Alavancagem financeira (Dívidas/ Ativo Total) entre empresas com *DCP* positivo e negativo

Fonte: Elaboração Própria

* $Alav_Fin(Div) = \text{Dívida Bruta} / \text{Ativo Total}$

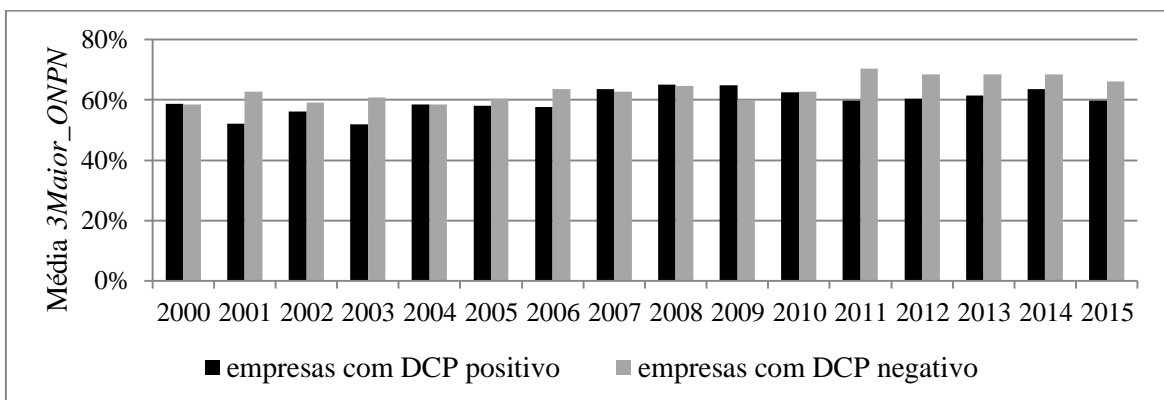
Gráfico 14 – Proporção de ações ordinárias em relação ao capital total das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* *Proporção_ON* é o percentual de ações ordinárias em relação à quantidade total de ações emitidas

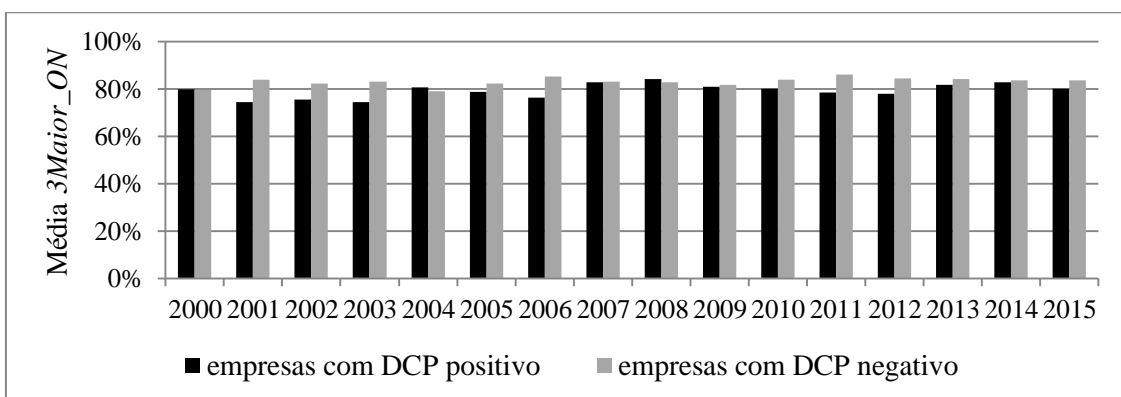
Gráfico 15 – Proporção de ações possuída pelos três maiores acionistas das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* *3Maior_ONPN* é o percentual de ações detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações emitidas pela empresa

Gráfico 16 – Proporção de ações ordinárias possuída pelos três maiores acionistas das empresas com *DCP* positivo e negativo



Fonte: Elaboração Própria

* *3Maior_ON* é o percentual de ações ordinárias detidas pelos três maiores acionistas em relação ao total de ações ordinárias emitidas pela empresa

APÊNDICE C – Regressões

Tabela 11 – Regressões

	Regressões												
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
<i>Intercepto</i>	136,81%	147,72%	32,32%	16,85%	146,43%	14,02%	3,83%	12,74%	128,27%	13,02%	131,21%	24,20%	-21,46%
	0,000	0,000	0,037	0,036	0,000	0,226	0,540	0,352	0,000	24,90%	0,000	0,065	0,028
<i>Div_Diferencial</i>							11,05%			13,82%		11,43%	
							0,097			0,022		0,058	
<i>Div_binário</i>				10,65%		11,37%		11,00%	10,29%				
				0,001		0,003		0,005	0,006				
<i>Liq_VolFin</i>								-0,46%			-1,14%		
								0,578			0,177		
<i>Liq_Nogoc</i>		-3,26%			-3,27%	-2,46%						-2,50%	
		0,001			0,001	0,012						0,005	
<i>Liq_Bolsa</i>	-2,49%		-2,39%				-2,27%			-2,29%			-2,78%
	0,000		0,000				0,000			0,000			0,000
<i>Tangibilidade</i>					19,83%			11,22%		11,22%	20,09%		
					0,053			0,262		0,247	0,054		
<i>Tamanho</i>	-6,43%	-6,87%			-7,12%				-5,50%		-6,25%		
	0,000	0,000			0,000				0,000		0,000		
<i>gov_nln2</i>						-12,58%	-12,88%		-3,56%	-13,41%			
						0,018	0,005		0,474	0,009			
<i>gov_n1</i>			-12,43%								-2,20%		
			0,041								0,722		
<i>gov_n2</i>			-6,25%								6,03%		
			0,455								0,506		

(Continua)

(Continuação)

	Regressões												
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
<i>Alav_Fin(Pas)</i>													38,80%
													0,008
<i>Alav_Fin(Pas)²</i>													-7,77%
													0,011
<i>Alav_Fin(Div)</i>							6,40%						
							0,729						
<i>Alav_Fin(Div)²</i>							16,93%						
							0,439						
<i>Proporção_ON</i>			-0,13%	-0,22%		-0,18%			-0,27%				
			0,291	0,043		0,175			0,039				
<i>3Maior_ONPN</i>									0,02%				
									0,880				
<i>3Maior_ON</i>			-0,32%									-0,20%	
			0,025									0,162	
<i>3Maior_ON50</i>									-11,68%	-13,72%			
									0,203	0,165			
<i>1maior_ON50</i>	-10,29%	-9,83%			-9,84%	-8,58%						-8,42%	
	0,061	0,074			0,070	0,099						0,130	
<i>dummy Setor</i>	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	NÃO
<i>dummy Ano</i>	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
Number of obs	1774	1770	1834	2157	1770	1785	2045	1733	1733	1721	1781	1778	2117
Number of groups	231	229	241	243	229	231	231	225	225	223	234	231	240
Teste de Hausman	0,0836	0,0609	0,0715	0,6372	0,1302	0,0906	0,9499	0,9311	0,6186	0,4985	0,2227	0,3083	0,0000
Teste LM de Breusch-Pagan	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

(Continua)

(Continuação)

	Regressões												
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
Teste de Chow	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Tipo (RE - efeitos aleatórios / FE - efeitos fixos)	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	RE	FE
R-sq: within	0,0504	0,0468	0,0476	0,0393	0,0496	0,0439	0,0527	0,0407	0,0385	0,0467	0,0408	0,0437	0,0622
R-sq: between	0,2378	0,2268	0,1932	0,145	0,2261	0,1760	0,2029	0,1622	0,2249	0,1783	0,2188	0,1172	0,1474
R-sq: overall	0,1316	0,1251	0,1007	0,075	0,1289	0,1021	0,1109	0,0825	0,1185	0,1076	0,1164	0,0711	0,0743
Prob F	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0000	0,0001	0,0000	0,0014	0,0000	0,0000	0,0000	0,0005	0,0000

Fonte: Elaboração Própria

APÊNDICE D – Lista de empresas que fazem parte da amostra

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Abyara							1	1	1	1							4
Aco Altona								1				1	1		1	1	5
Acos Vill	1																1
AES Sul					1	1											2
AES Tiete	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Afluyente								1	1								2
AGconcessoes				1	1	1	1	1									5
Agra Incorp								1	1	1							3
Alfa Consorc	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Alfa Holding	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Aliansce											1	1	1	1	1	1	6
All Amer Lat	1		1		1	1	1	1	1	1							8
Alpargatas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Am Inox BR	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Amazonia Celular	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Ambev S/A	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				13
Amil								1	1	1	1	1	1				6
Anhanguera											1	1	1	1			4
Anima														1	1	1	3
Antarct Nordeste	1	1															2
Aracruz	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Arcelor BR	1	1	1	1	1												5
Arezzo Co												1	1	1	1	1	5
Arteris						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Arthur Lange	1	1			1			1	1	1							6
Autometal												1	1	1			3

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Azevedo														1	1	1	3
B2W Digital								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Bahema	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Bandeirante Energ				1													1
Bardella	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1			1	1		12
Battistella								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Baumer		1	1	1	1	1	1		1	1	1	1					10
Bematech								1	1	1	1	1	1	1	1		8
BHG								1	1	1	1	1	1	1	1		8
Biommm					1	1	1	1	1	1	1	1	1				9
Biosev														1	1	1	3
BR Brokers								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
BR Malls Par								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
BR Pharma												1	1	1	1	1	5
BR Propert											1	1	1	1	1	1	6
Bradespar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Brasil T Par	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Brasilagro							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Braskem	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Brasmotor	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
BRF SA	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Brookfield							1	1	1	1	1	1	1	1			8
Buettner			1			1	1	1	1	1	1						7
Bunge Alimentos	1																1
Bunge Brasil	1	1	1	1	1												5
Cacique	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Caf Brasilia	1		1		1	1	1	1	1	1	1	1	1				11

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Caraiba Met			1	1	1	1		1									5
Casan							1	1	1	1	1	1	1				7
CC Des Imob								1	1	1	1	1					5
CCR SA			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Ccx Carvao													1	1	1	1	4
Ceb	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Cedro	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Ceee-D								1	1	1	1	1	1	1	1		8
Ceee-Gt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Celesc	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Celg			1	1	1												3
Celpa												1		1	1	1	4
Celpe		1	1						1				1				4
Celul Irani	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Cemar						1	1										2
Cemepe	1		1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Cemig	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Cesp	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Ceterp	1																1
Chapeco	1	1	1	1	1	1											6
Chiarelli		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		1	1	1	1	14
Cia Hering		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Cielo										1	1	1	1	1	1	1	7
Cim Itau	1	1	1	1	1												5
Cimob Partic					1												1
Cobrasma					1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Coelba	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Coelce	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Comgas		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Company							1	1									2
Confab	1	1				1	1	1		1	1	1	1				9
Const A Lind					1				1		1	1					4
Const Beter		1								1	1		1	1			5
Contax						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Copasa							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Copel	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Cor Ribeiro						1											1
Cosan						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Cosan Log															1	1	2
Cosern	1				1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Cosipa	1	1	1	1	1	1											6
Coteminas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
CPFL Energia					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
CPFL Geracao		1	1	1	1	1											5
CPFL Piratininga					1												1
CPFL Renovav														1	1	1	3
Cr2								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Cremer								1	1	1	1	1	1	1			7
Cristal				1	1			1	1	1	1						6
Crt Celular	1	1	1	1	1	1	1										7
Csu Cardsyst							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Cvc Brasil														1	1	1	3
Cyre Com-Ccp								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Cyrela Realt						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
D F Vasconc	1	1	1	1		1	1	1									7
Dasa					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Datasul							1	1									2
DHB	1			1	1	1		1	1			1	1				8
Dimed	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Direcional										1	1	1	1	1	1	1	7
Doc Imbituba			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Docas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		15
Dohler	1				1	1			1	1	1	1	1	1	1	1	11
Duratex								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Duratex-Old	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Ecisa	1	1	1	1	1												5
Ecorodovias											1	1	1	1	1	1	6
Eldorado							1										1
Elekeiroz	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Elektro	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			14
Elektrobras	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Eletropaulo							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Eluma				1	1	1	1	1	1								6
Embraco	1	1	1	1	1	1	1										7
Embraer	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Embratel Part	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Encorpar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		15
Energias BR						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Energisa								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Energisa Mt	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Enersul	1	1	1	1	1												5

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Eneva								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Equatorial									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Ericsson	1	1															2
Estacio Part								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Estrela	1	1	1	1	1	1	1									1	8
Eternit	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Eucatex		1			1		1		1	1	1	1	1			1	9
Even								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Evora								1	1	1							3
Eztec								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
F Cataguazes	1	1	1	1	1	1	1	1									8
F Guimaraes	1	1	1	1	1	1											6
Fab C Renaux							1				1		1	1			4
Fer Demellot			1	1													2
Fer Heringer								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Ferbasa	1		1		1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Fibam						1	1	1	1	1	1		1				7
Fibria											1	1	1	1	1	1	6
Fleury									1	1	1	1	1	1	1	1	7
Fluminense Refriger		1															1
Forja Taurus	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Fras-Le	1	1	1	1			1	1	1		1	1	1				10
Gafisa							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Gazola										1	1						2
Generalshopp								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Ger Paranap	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Gerdau	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Gerda Met	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Granoleo	1			1	1			1									4
Grazziotin			1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Grendene					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Gtd Partic								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Guararapes	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
GVT Holding								1	1	1							3
Haga S/A								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Helbor								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Hercules		1				1		1	1	1		1		1	1		8
Hypermarcas									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Ideiasnet									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Ienergia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				13
IGB S/A	1	1	1	1	1	1	1										7
Iguacu Cafe	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		15
Iguatemi								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Imc S/A															1	1	2
Inds Romi	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Inepar								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Invest Bemge	1	1			1	1					1	1	1		1		8
Iochp-Maxion	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Ipiranga Dis	1	1	1	1	1	1	1	1									8
Ipiranga Pet	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Ipiranga Ref	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Itausa	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
J B Duarte	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
JBS								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Jereissati				1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
JHSF Part								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Josapar							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
JSL											1	1	1	1	1	1	6
Karsten	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Klabin S/A	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Klabinsegall							1	1	1	1							4
Kroton													1	1	1	1	4
Kuala	1	1		1	1		1										5
La Fonte Tel			1			1		1	1		1	1			1	1	8
Le Lis Blanc									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Light S/A						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Linx														1	1	1	3
Lix da Cunha	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Localiza						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Locamerica													1	1	1	1	4
Log-In								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Lojas Americ	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Lojas Hering	1	1	1	1	1	1	1										7
Lojas Marisa								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Lojas Renner						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Lopes Brasil							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Lupatech							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
M G Poliest		1															1
M.Diasbranco							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Magaz Luiza												1	1	1	1	1	5
Magnesita	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Magnesita SA									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Manasa	1	1	1	1	1	1	1										7
Mangels Indl									1								1
Mannesmann	1																1
Maori													1				1
Marcopolo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Marfrig								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Marisol				1		1		1	1	1		1					6
Medial Saude							1	1	1	1							4
Melhor SP				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Mendes Jr						1				1							2
Met Duque	1	1	1		1	1	1	1	1			1					9
Metal Iguacu		1			1	1	1	1	1	1	1				1		9
Metal Leve	1				1	1		1				1	1	1	1	1	9
Metalfrio								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Metisa											1	1				1	3
Micheletto						1	1										2
Mills											1	1	1	1	1	1	6
Minerva								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Minupar				1													1
MMX Miner							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Mrs Logist						1									1		2
MRV								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Multiplus											1	1	1	1	1	1	6
Mundial	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1					12
Nadir Figuei	1															1	2
Natura					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Net	1					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		11
Odontoprev							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
OGX Petroleo									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Oi	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
OSX Brasil											1	1	1	1	1	1	6
Ourofino S/A															1	1	2
P.Acucar-Cbd	1	1	1			1	1	1	1	1	1					1	10
Panatlantica		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Par Al Bahia					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Paranapanema	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1	1	1	1	14
Paul F Luz	1	1	1	1	1	1	1										7
PDG Realt								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Pet Manguinh	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			14
Petrobras	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Petroflex	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Petroq Uniao	1	1	1	1	1	1	1	1	1								9
Petroquisa		1	1	1													3
Petrorio											1	1	1	1	1	1	6
Pettenati	1	1				1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Pirelli	1																1
Pirelli Pneus	1																1
Polar	1	1															2
Pomifrutas						1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	11
Portobello	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Portx											1	1					2
Positivo Inf							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Profarma							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Providencia								1	1	1	1	1	1	1	1		8
Prumo									1	1	1	1	1	1	1	1	8
Qgep Part												1	1	1	1	1	5
Qualicorp												1	1	1	1	1	5
Raia											1						1
RaiaDrogasil								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Randon Part	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Rasip Agro	1	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			13
Real Cons Part	1																1
Real Holdings	1																1
Realpar Part	1																1
Recrusul	1		1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Rede Energia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Redecard								1	1	1	1	1					5
Redentor											1	1	1				3
Rodobensimob								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Rossi Resid							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Rumo Log														1	1	1	3
S Gobain Canal	1	1															2
Sabesp			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Sadia S/A		1	1	1	1	1	1	1	1	1							9
Sam Industr								1	1								2
Sanepar														1	1	1	3
Sansuy	1		1			1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Santanense		1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	14
Sao Carlos	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Sao Martinho								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Saraiva Livr	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Savarg	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Schlosser	1				1	1		1			1	1					6
Schulz																1	1
Seara Alim	1	1	1	1	1	1											6
Ser Educa														1	1	1	3
Sergen	1	1			1	1	1	1	1								7
Sid Tubarao	1	1	1	1	1	1											6
Sierrabrasil												1	1	1	1	1	5
SLC Agricola								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Smiles														1	1	1	3
Sole Comex		1			1												2
Somos Educa															1	1	2
Sondotecnica	1	1	1		1	1		1	1	1	1	1	1		1		12
Springer	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Springs								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
SPTuris	1	1	1	1	1					1	1		1	1			9
Submarino						1											1
Sultepa	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Taesa								1									1
Tam S/A						1	1	1	1	1	1	1	1				8
Tecel S Jose			1					1	1	1	1						5
Technos												1	1	1	1	1	5
Technos Rel	1	1	1	1	1												5
Tecnisa								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Tecnosolo		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Tectoy				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Tegma								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Teka		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15
Tekno	1	1						1	1		1		1				6
Tele Centroeste Cel	1	1	1	1	1	1	1										7
Tele Leste Celular	1	1	1	1	1	1	1										7
Tele Nordeste Celul	1	1	1	1	1												5
Tele Nort Cl	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				13
Tele Sudeste Celula	1	1	1	1	1	1	1										7
Telebahia	1	1															2
Telebahia Celular	1																1
Telebras	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Telebrasil	1																1
Telef Brasil	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Telefonica Data Hld		1	1	1	1	1	1										6
Telemar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				13
Telemar N L		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1				12
Telemig	1	1															2
Telemig Cl	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Telemig Part	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Telesp Cel	1																1
Tempo Part								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Tenda								1	1	1							3
Tereos											1	1	1	1	1	1	6
Tex Renaux					1	1		1		1	1	1	1	1	1	1	10
Tim Nordeste	1	1	1	1	1	1											6
Tim Part S/A	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Tim Sul	1	1	1	1	1	1											6

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Time For Fun												1	1	1	1	1	5
Tivit										1							1
Totvs							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Tractebel	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Trafo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1							10
Tran Paulist	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Trevisa				1							1	1	1	1		1	6
Trisul								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Triunfo Part								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Trorion								1	1								2
Tupy	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Ultrapar			1	1	1			1	1		1	1	1	1	1	1	11
Unicasa													1	1	1	1	4
Unipar	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Usiminas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
V-Agro							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Vale	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Valefert	1	1		1	1		1		1	1	1	1					9
Valid							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Varig Serv		1		1	1				1	1							5
Varig Transp	1	1			1			1	1	1							6
Viavarejo																1	1
Vicunha Text					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			10
Vigor Food													1	1	1	1	4
Viver								1	1	1	1	1	1	1	1	1	9
Vivo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1					12
Vulcabras					1	1	1	1									4

(Continua)

(Continuação)

Empresa / Ano	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Weg	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Wetzel S/A	1	1		1	1	1	1	1	1	1	1	1	1			1	13
Whirlpool	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Wiest						1		1	1	1	1	1	1				7
Wlm Ind Com	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	16
Yara Brasil	1		1		1						1	1					5
Total Geral	166	160	153	157	179	183	188	246	245	235	235	237	235	224	222	217	3282

Fonte: Elaboração Própria