

# C

## CONEXÕES POLÍTICAS EM ESTRUTURAS DE PROPRIEDADE: O GOVERNO COMO ACIONISTA EM UMA ANÁLISE DESCRITIVA

### **NATHANAEL KUSCH BREY**

*Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí (Univali).*

*Professor da Faculdade de Tecnologia do Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial (Senac).*

*Rua dos Imigrantes, 410, Rau, Jaraguá do Sul – SC – Brasil – CEP 89254-430*

*E-mail: nathan@netuno.com.br*

### **SILVIO PARODI OLIVEIRA CAMILO**

*Doutor em Administração e Turismo pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí (Univali).*

*Professor do Programa de Pós-Graduação em Desenvolvimento Socioeconômico da Universidade do Extremo Sul Catarinense (Unesc).*

*Avenida Universitária, 1.105, Universitário, Criciúma – SC – Brasil – CEP 88806-000*

*E-mail: parodi@unesc.net*

### **ROSILENE MARCON**

*Doutora em Engenharia de Produção pelo Departamento de Engenharia da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).*

*Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí (Univali).*

*Rua João Coan, 400, campus B, Centro, Biguaçu – SC – Brasil – CEP 88160-000*

*E-mail: rmarcon@univali.br*

### **RODRIGO BANDEIRA-DE-MELLO**

*Doutor em Engenharia de Produção pelo Departamento de Engenharia da Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC).*

*Professor do Departamento de Administração da Fundação Getúlio Vargas (FGV).*

*Rua Itapeva, 474, 11º andar, Bela Vista, São Paulo – SP – Brasil – CEP 01332-000*

*E-mail: rodrigo.bandeira.demello@fgv.br*

## RESUMO

Com o crescente interesse da literatura econômica sobre o ativismo do governo, percebe-se que este passa a influenciar a atividade produtiva e econômica no Brasil de maneira mais intensa (Fucs & Coronato, 2011). Sob a ótica da teoria da estratégia política corporativa, o principal objetivo deste trabalho é analisar a estrutura de propriedade com participação societária do governo nas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, no período de 1999 a 2010. O estudo explora a presença do governo em diversas esferas, sendo elas federais, estaduais e municipais nas estruturas de propriedade das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, o que demonstra seu ineditismo em relação a outros estudos no país. Considera duas formas de identificação do governo como acionista: direta (empresas públicas, empresa estatais, autarquias federais, bancos de desenvolvimento nacional ou regional, fundos de desenvolvimento social e fundos de participação social) e indireta (fundos de pensão de empresas públicas e estatais), segregando-as em participação majoritária ou minoritária. Entre os principais resultados encontrados, primeiramente se confirmou o pressuposto de estudos anteriores, que investigam a estrutura de propriedade no Brasil, de que a maioria das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa possui estrutura de propriedade concentrada, indicando a existência da figura de um acionista majoritário. Foi encontrado que em média o maior acionista possui 62,77% do capital votante, e 49,78 do capital total das empresas. Também os resultados encontrados indicam que o governo, quando compõe a estrutura de propriedade das firmas, tem participação relevante na economia, chegando a participar diretamente em 13,71% das empresas abertas negociadas na BM&FBovespa, sendo que nos últimos 12 anos possuiu, em média, 49,72% das ações com direito a voto e 39,01% do total de ações de cada empresa, o que indica que o governo controla as empresas quando está diretamente envolvido com elas. Assim, é perceptível que o governo ao mesmo tempo diversifica suas relações societárias em setores, pois não está concentrado apenas em poucos deles, e está presente em todos os setores da economia em diferentes níveis de atuação.

## PALAVRAS-CHAVE

Estrutura de propriedade. Conexões políticas. Estratégia política corporativa. Governo. Privatização.

### 1 INTRODUÇÃO

A partir da década de 1990 o governo, ao mesmo tempo que privatizou companhias estatais sob o seu controle, ampliou sua participação nas firmas por meio de instituições em que detém o domínio político. Atualmente, o governo brasileiro participa mais ativamente no mercado por meio de estruturas de propriedades das empresas, tornando-se agente de elevada centralidade, atuando como conector de aglomerações de empresas (Lazzarini, 2007, 2011). Esta elevada centralidade do governo do Brasil ocasionou o aumento de sua participação no mercado produtivo e elevou sua influência sobre as empresas brasileiras.

Pesquisas que se interessam por investigar os reflexos da influência do governo no poder decisório das empresas, como acionista, têm revelado efeitos no desempenho econômico financeiro, de mercado e a alavancagem das firmas (Thomsen & Pedersen, 2000; Wu, 2010). Existe um crescente movimento na literatura acadêmica quanto às implicações das estratégias políticas corporativas das empresas, principalmente, tentando mensurar o valor das conexões políticas para as empresas. Os pesquisadores têm encontrado que tais conexões produzem certos benefícios às firmas mais bem conectadas, como: empréstimos bancários (Dinc, 2005; Sapienza, 2004; Li, Yue, & Zhao, 2009; Firth, Lin, Liu, & Wong, 2009); melhoria no valor da empresa (Fisman, 2001; Faccio, 2006; Li, Meng, Wang, & Zhou, 2008); e aumento de seu retorno financeiro (Boubakri, Cosset, & Saffar, 2008; Lazzarini & Musacchio, 2010). Porém, no Brasil, pesquisas com essa linha de estudo ainda são recentes e incipientes (Lazzarini & Musacchio, 2010).

Em relação à estrutura de propriedade, no país vem sendo estudada por Siqueira (1998), Carvalhal-da-Silva (2004), Campos (2006), Dami, Rogers e Ribeiro (2007), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Lazzarini e Musacchio (2010). No entanto, o enfoque tem sido relacionado aos temas: dispersão e concentração acionária. Uma nova corrente vem se debruçando sobre a estrutura de propriedade, mais especificamente, explorando os tipos de acionistas (Thomsen & Pedersen, 2000; Carvalhal-da-Silva, 2004), entre os quais, o governo (Wu, 2010; Lazzarini & Musacchio, 2010).

Contudo, ainda há lacunas teóricas e empíricas nos estudos no país referentes às tipologias e formas de participação do governo nas organizações e os efeitos daí decorrentes. Do ponto de vista teórico, este estudo pretende contribuir para o

arcabouço relativo a conexões políticas na estrutura de propriedade, integrando duas perspectivas teóricas que suportam a relação entre firma e governo. A título de ineditismo, este trabalho vislumbra a conexão política por meio da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, utilizando o próprio governo personificado como acionista em suas diversas esferas de atuação, sendo elas federais, estaduais ou municipais. Do ponto de vista prático, objetiva-se proporcionar informações para que acionistas e gestores das empresas possam reavaliar suas estratégias, possibilitando oportunidades de crescimento e consolidação no mercado, tornando explícitas as relativas vantagens e desvantagens do uso de estratégias políticas corporativas e da participação do governo nas firmas.

Com base nisso, o objetivo desta pesquisa é analisar a participação estatal nas estruturas de propriedade direta, indireta, na forma majoritária e minoritária das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, considerando a concentração societária e a identidade do acionista. No que diz respeito às indicações da literatura, fazendo uso da teoria da estratégia política corporativa e da estrutura de propriedade, o trabalho visa contribuir com estudos em países emergentes que aliam firma-governo e os efeitos no desempenho. Dessa maneira, procura responder à seguinte questão de pesquisa: Como é a participação acionária do governo nas empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa?

Assim, o presente trabalho apresenta uma revisão sucinta do conceito de estratégia política corporativa e sobre estrutura de propriedade, tendo como foco a identidade do governo como acionista. Em seguida, especifica-se o método usado para a coleta e análise dos dados e, por fim, apresentam-se os resultados da participação do governo nas firmas negociadas na BM&FBovespa, seguidos da conclusão e considerações finais.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

### **2.1 ESTRATÉGIA POLÍTICA CORPORATIVA**

Por meio de estratégias políticas, as corporações buscam encontrar imperfeições no mercado, tornando-as mais competitivas. Muitas vezes, os efeitos políticos da relação firma-governo podem gerar melhores benefícios ao desempenho das empresas do que estratégias mercantis comuns (Barney, 1986). Por isso, políticas de governo podem produzir significativos efeitos sobre o ambiente competitivo das empresas, com as estratégias políticas as firmas produzem esforços para influenciar as decisões em políticas públicas (Hillman & Hitt, 1999).

A estratégia política corporativa trata do ativismo das empresas por meio de atividades que envolvem o relacionamento com o governo, principalmente em

nível estratégico e, especificamente, em relação aos interesses comuns por políticas públicas e no desempenho das empresas (Hillman, 2005). Os motivos que levam as empresas a construir relações ou “conexões políticas” variam conforme o objetivo da estratégia política delineada por cada empresa (Faccio, 2006). Esses objetivos são configurados em busca de favores especiais do governo e garantias quanto a ameaças à continuidade da organização (Baysinger, 1984; Pfeffer & Salancik, 2003). Um dos principais objetivos da estratégia política corporativa é influenciar os processos eleitorais e legislativos, para que os resultados dessas estratégias contribuam aos objetivos internos da organização, principalmente aos econômicos (Baysinger, 1984).

Para Pfeffer e Salancik (2003), a estratégia política corporativa não é apenas uma questão de desempenho da empresa, mas uma questão de sobrevivência, principalmente, para empresas em setores regulamentados. A teoria da dependência de recursos procura explicar as razões que levam as empresas a formarem vínculos ou alianças com o governo (Pfeffer & Salancik, 2003). As conexões entre firma e governo são uma forma de estreitar interesses que atenuam essas preocupações. Considerando as relações políticas, a teoria da dependência de recursos enfatiza a importância de relacionar empresas com as contingências externas, pois é uma forma de assegurar benefícios à firma, traduzidos em, por exemplo, informação, influência, proteção, recursos financeiros e rendas do governo (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999; Hillman, Keim, & Schuler, 2004; Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Mello, 2010).

Outra forma de estratégia política corporativa é a interferência política na concorrência, ou seja, a influência na proposição, criação de regras e leis que dificultem a exploração de determinados setores, ou a pressão por estabelecimento de barreiras de entrada, como no caso de empresas estrangeiras ou novas competidoras no mercado doméstico. Segundo Shaffer (1995), os efeitos da política do governo sobre a concorrência das empresas representam, por sua vez, um dos principais determinantes do desempenho delas.

Embora as vertentes teóricas sejam dominadas pelo entendimento de que há benefícios derivados da estratégia política, por outro lado, existe outra corrente de estudos que alega que os benefícios da conexão com o governo não suplantam os custos deste vínculo. Por exemplo, Bertrand, Kramarz, Schoar e Thesmar (2007) constatarem que as empresas francesas com ligações políticas apresentam lucros mais baixos devido a contas de salários mais elevados, revelando em sua análise uma correlação negativa entre o desempenho de uma empresa e de suas conexões de CEO's com líderes políticos. Fan, Wong e Zhang (2007) e Boubakri *et al.* (2008) atribuem a empresas recentemente privatizadas, com conexões políticas na China, um pior desempenho do que apresentam as que não estão conectadas. Na Malásia, empresas politicamente ligadas apresentaram maior nível de alavan-

cagem, baixa rentabilidade e baixa lucratividade, pagam impostos mais baixos e declaram dividendos inferiores em relação a empresas independentes (Mohamed, Hassan, Nasir, & Min, 2007).

Há crescente pesquisa sobre conexões políticas das empresas brasileiras. As linhas de investigação podem ser estruturadas da seguinte forma: conexões por doações a campanhas políticas (Samuels, 2001; Bandeira-de-Mello, Marcon, & Alberton, 2008; Claessens, Feijen, & Laeven, 2008); por intermédio do conselho de administração (Ecco, 2010; Camilo *et al.*, 2010); e também por meio da estrutura de propriedade (Lazzarini & Musacchio, 2010). A conexão política mediante a estrutura de propriedade pode se dar por meio da forma direta ou indireta. A forma direta ocorre quando o governo é um acionista (Makhija, 2003; Firth *et al.*, 2009; Wu, 2010) ou quando a empresa possui acionistas com influência política (Faccio, 2006). A forma indireta se opera pelos bancos públicos que fomentam o desenvolvimento – no caso do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – e fundos de pensão de empresas estatais (Previ<sup>1</sup>, Funcef<sup>2</sup>, Petros<sup>3</sup>) (Lazzarini, 2011).

## 2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Por decorrência da segregação entre a propriedade e o controle, na teoria da agência destacam-se dois problemas discutidos pela literatura: 1. conflitos de agência; e 2. custos de agência (Jensen & Mecklin, 1976). Esses autores investigaram o comportamento dos gestores profissionais e relacionaram aos custos dessa segregação propriedade-gestão, bem como com a estrutura de propriedade. Uma das indagações é pertinente a vantagens e desvantagens em atribuir a gestão da firma a profissionais não proprietários. A segregação da propriedade/gestão envolveu fragmentação nos tipos de decisões, ou seja, as preocupações do principal passaram a ser outras; o modelo do processo de decisão anterior foi ampliado e diluído. Por outro lado, a difusão do processo decisório também gerou benefícios, entre os quais a atuação do principal em estágios mais fundamentais para solucionar determinados problemas de agência (Fama & Jensen, 1983).

A literatura identificou que essa configuração muitas vezes é conflituosa. O conflito ocorre quando o agente não está alinhado ao interesse do principal, seu empregador. Isso pode ocorrer pelo comportamento utilitarista do agente, ou também pela diferença na percepção de risco entre o agente e o principal

<sup>1</sup> Previ: sigla para fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil.

<sup>2</sup> Funcef: sigla para o fundo de pensão dos funcionários da Caixa Econômica Federal.

<sup>3</sup> Petros: sigla para o fundo de pensão dos funcionários da Petrobras.

(Eisenhardt, 1989). A maximização da utilidade do gestor conflita com os interesses dos acionistas, pois todo o dinheiro gasto com a maximização da utilidade do gestor provém da riqueza dos acionistas, ou seja, todo recurso despendido com o conforto e mordomias para os gestores saem do lucro que os acionistas poderiam ter.

De acordo com a literatura, o sistema de governança das firmas é constituído por certos mecanismos internos e externos que objetivam minimizar os problemas de agência. Os mecanismos de controle visam assegurar a proteção aos acionistas e evitar ou minimizar possíveis conflitos de interesses. Denis e McConnell (2003) classificaram os mecanismos de governança em internos e externos. Entre os internos, consideraram: 1. o conselho de administração; e 2. a estrutura de propriedade. Em relação aos externos: 1. o mercado de aquisições; e 2. o sistema legal.

Um dos mecanismos internos utilizados para reduzir este tipo de conflito é a estrutura de propriedade. Segundo Campos (2006), uma estrutura de propriedade ideal seria aquela capaz de possibilitar o ganho de melhores resultados organizacionais. Porém, para Kang e Sorensen (1999) não existe uma estrutura de propriedade ideal, mas um contingente, determinado por variáveis como: contexto competitivo, autoridade formal, influência social e a *expertise*<sup>4</sup> de cada proprietário. Existem duas características da estrutura de propriedade que são fundamentais para determinar a relação entre a propriedade e o desempenho organizacional: a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário (Kang & Sorensen, 1999; Carvalhal-da-Silva, 2004).

Na visão da teoria de agência, a concentração de propriedade traz vantagens e desvantagens (Jensen & Meckling, 1976). As desvantagens são principalmente os conflitos de interesse entre majoritários e minoritários, ou a expropriação do minoritário pelo majoritário (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Saito & Silveira, 2008; Andrade & Rossetti, 2009).

As vantagens mais importantes quanto à concentração de propriedade estão ligadas à possibilidade de o majoritário monitorar os gestores (La Porta *et al.*, 1999; Dami *et al.*, 2007). Corroborando com isso, acredita-se que a maior concentração da propriedade pode implicar o melhor desempenho da empresa (Leech & Leahy, 1991), principalmente em países menos regulamentados (La Porta *et al.*, 1999), porque reduz: os custos da propriedade; de agência; da tomada de decisão; e custos relacionados ao risco (Campos, 2006). No Brasil, empresas de capital aberto negociadas na BM&FBovespa são, na sua maioria, alta

---

<sup>4</sup> *Expertise*: termo em inglês para especialidade ou perícia técnica.

concentração de propriedade (Siqueira, 1998; Carvalhal-da-Silva, 2004; Campos, 2006; Okimura *et al.*, 2007).

Por outro lado, há outra vertente de estudos que avança e explora a tipologia do acionista, principalmente a do majoritário como ponto-chave no desempenho da firma (Kang & Sorensen, 1999; Pivovarsky, 2003; Thomsen & Pedersen, 2000).

## 2.3 IDENTIDADE DO ACIONISTA

A identidade do proprietário majoritário é uma das variáveis consideravelmente relevantes para estabelecer a relação entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional (Kang & Sorensen, 1999). Segundo Thomsen e Pedersen (2000), a identidade do proprietário tem implicações para seus objetivos e a forma pela qual ele exerce seu poder. Isso é refletido na estratégia da companhia no que se referem a lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento, ou seja, no seu desempenho de modo geral. Nessa linha, Pivovarsky (2003) tem o entendimento de que a concentração da propriedade exerce influência nos resultados das empresas, e que a natureza do acionista majoritário é importante. No entanto, Pedersen e Thomsen (2003) afirmam que a identidade do acionista majoritário somente é relevante em estruturas de propriedade concentrada.

Thomsen e Pedersen (2000) proporcionam uma classificação dos tipos de acionistas (proprietários) como: investidor institucional; individual ou familiar; banco; propriedade corporativa; governo. Seguindo a mesma linha, porém, adaptando para a situação brasileira, Carvalhal-da-Silva (2004) classificou os tipos de controladores nas seguintes categorias: indivíduos ou famílias; investidores estrangeiros (tanto indivíduos quanto instituições); governo; investidores institucionais (bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou fundos de investimento).

Como num país emergente como Brasil as empresas possuem em sua maioria estruturas de propriedade concentrada, a identidade dos acionistas passa a ser relevante tanto para o desempenho quanto para o relacionamento da firma com seu ambiente.

## 2.4 O GOVERNO COMO ACIONISTA

Thomsen e Pedersen (2000) constataram que há diferentes objetivos e resultados tendo em vista o tipo de categoria dos maiores acionistas. Identificaram que empresas que têm as famílias como acionista principal priorizam a maximização das vendas; os bancos, os lucros de curto prazo; já quando o governo é o



maior acionista, há efeitos negativos na Europa tanto para o valor de mercado quanto para a lucratividade. Os autores concluíram que a identidade do proprietário é uma importante variável para entender as relações entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional.

A propriedade estatal, apesar de ser um remédio comum para as falhas de mercado, pode ser um canal de interferência política na tomada de decisão gerencial e criar múltiplos objetivos, muitas vezes conflitantes para operações de empresa (Shleifer & Vishny, 1997). Esses objetivos podem dissuadir da busca pela maximização do valor de uma empresa, gerando certos conflitos de agência dentro das empresas das quais o governo participa como acionista.

O governo como acionista tende a possuir objetivos diferentes das empresas privadas, pois prioriza, principalmente, aqueles de cunho político ou social com direção ao bem-estar de toda a comunidade. A literatura teórica sugere que os governos tendem a dar especial atenção aos objetivos sociais e políticos, tais como preços baixos, geração de empregos ou desenvolvimento regional, muitos dos quais podem ser negativamente correlacionados com o desempenho econômico financeiro da empresa (Hart, Shleifer, & Vishny, 1997; Shleifer, 1998; Thomsen & Pedersen, 2000). Quando o governo é acionista majoritário, ele pode acabar expropriando os minoritários para o atendimento de seus objetivos. Segundo Boubakri *et al.* (2008), empresas públicas são ineficientes porque a sua ineficácia serve aos objetivos dos políticos.

Procianoy e Carvalho Sobrinho (2001) corroboram, afirmando que as empresas privatizadas no Brasil ficaram mais eficientes e rentáveis após a privatização, com o melhor desempenho concentrado nos subgrupos em que o controle foi alienado. Isso é consistente com a ideia de que a privatização aumenta os incentivos para os trabalhadores e os administradores da organização. Na visão da teoria da agência, a privatização é uma solução para conflitos, porque afirma que os proprietários privados são mais motivados que funcionários do governo para monitorar, disciplinar e recompensar os seus agentes, a fim de melhorar o desempenho da empresa (Ng, Yuce, & Chen, 2009).

Thomsen e Pedersen (2000) apontam que em empreendimentos cujo acionista majoritário é o governo espera-se, portanto, baixo desempenho em termos de mensuração convencional de desempenho. Por outro lado, geralmente os governos são relativamente ricos, implicando uma relativa vantagem a empresas cujo majoritário é o governo quanto ao crédito, à liquidez ou ao custo de capital. Nessa direção, alguns estudos empíricos destacam o papel benigno da propriedade estatal quando é reduzida a um nível minoritário (Anderson, Lee, & Murrell, 2000; Firth *et al.*, 2009; Wu, 2010; Lazzarini & Musacchio, 2010).

Wu (2010), ao investigar a participação minoritária do governo nas organizações, encontrou uma relação curvilínea entre participação estatal e o valor das

empresas em Taiwan. Deduziu que baixos níveis de participação do governo implicam benefícios gerados pela confiança dos investidores como um resultado da incerteza institucional e gerencial. Entretanto, níveis mais elevados de propriedade do governo incidem riscos de interferência política que podem reduzir o valor da empresa. Lazzarini e Musacchio (2010), que investigam a participação minoritária do governo no Brasil, por meio do BNDES, sugerem que a participação minoritária de um banco de desenvolvimento pode ter um efeito positivo sobre o desempenho, pois eles promovem investimentos no longo prazo e ainda estão protegidos contra a interferência governamental e contra uma potencial expropriação do acionista minoritário.

## 2.5 O GOVERNO COMO ACIONISTA INDIRETO

O governo brasileiro possui um meio muito peculiar de influenciar as empresas por meio da estrutura de propriedade e, ao mesmo tempo, sem estar diretamente ligado a elas. Lazzarini (2011) afirma que o governo atua de certa forma como último dono em fundos de pensão de empresas públicas e estatais, como Previ, Funcef e Petros, pois segundo ele:

A diretoria desses fundos é, em geral, composta por representantes eleitos dos funcionários (contribuintes) e executivos indicados pelas empresas patrocinadoras (estatais). Como o alto escalão das estatais, normalmente, envolve “pessoas de confiança” (leia-se: integrantes da coalizão política reinante), o canal de influência do governo sobre os fundos é facilmente estabelecido. Este entrelaçamento é ainda maior quando a coalizão política do governo tem conexão com sindicatos e associação de trabalhadores, como ocorreu no tempo do governo Lula. Por exemplo, Sergio Rosa, ex-presidente da confederação nacional dos bancários e diretor eleito da Previ, foi indicado por figuras proeminentes do PT (como Luiz Gushiken e Ricardo Berzoini) para assumir a equipe de transição do governo Lula e, posteriormente, a presidência do fundo. Ao final, o contato do governo com os fundos tornou-se quase direto (Lazzarini, 2011, p. 36).

Dando suporte à exposição de Lazzarini (2011), Fucs e Coronato (2011) tratam da mesma forma fundos de pensão de empresas públicas e estatais como uma participação indireta do governo. Os resultados indicam que das 675 empresas sob influência do governo, 88 firmas são influenciadas indiretamente por ele por meio de fundos de empresas públicas e estatais (Fucs & Coronato, 2011). Torna-se, portanto, evidente a estreita relação dos fundos com o governo, possibilitando estabelecer uma conexão via estrutura de propriedade com ele por

meio dos fundos de pensão de empresas públicas e estatais, nas quais o governo atua como patrono.

### 3 MÉTODOS E DADOS

#### 3.1 POPULAÇÃO, FONTE E TRATAMENTO DOS DADOS

Para melhor estratificar os dados para a análise descritiva, o estudo compreendeu toda a população das companhias listadas na BM&FBovespa entre os anos de 1999 a 2010, ativas e inativas, com dados disponíveis referentes à estrutura de propriedade contidos na base de dados Economática® e Infoinvest® e nos Relatórios de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBovespa), conforme a Tabela 1.

TABELA 1

#### AMOSTRA DE EMPRESAS COM DADOS SOBRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE POR ANO

ANO	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	MÉDIA
Firmas	425	426	421	408	388	378	369	381	417	408	399	393	401

Fonte: Elaborada pelos autores.

O processo de coleta dos dados realizou-se de forma manual, considerando uma posição acionária por ano; quando se apresentou mais de uma composição ao ano, foi considerada a posição acionária com data mais próxima de 31 de dezembro do ano referência. Quanto à tabulação dos dados, utilizou-se uma planilha eletrônica Excel® 2010 da Empresa Microsoft, por meio de tabelas dinâmicas e gráficos.

Em termos metodológicos, o estudo apresenta uma análise descritiva, explorando as estruturas de propriedade no que concerne à sua concentração e à presença do governo como acionista. Neste estudo, foram utilizados dois tipos de participação acionária do governo, direta e indireta, com variações quanto ao controle e à participação majoritária e minoritária. A participação direta do governo dá-se quando ele é o acionista, por meio do âmbito federal, estadual ou municipal. Igualmente, a participação pode ser considerada por intermédio de companhias públicas (empresa que o governo detém 100% do capital total), nas quais se enquadram os bancos de desenvolvimento, como Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDES), ou ainda autarquias federais, como o próprio

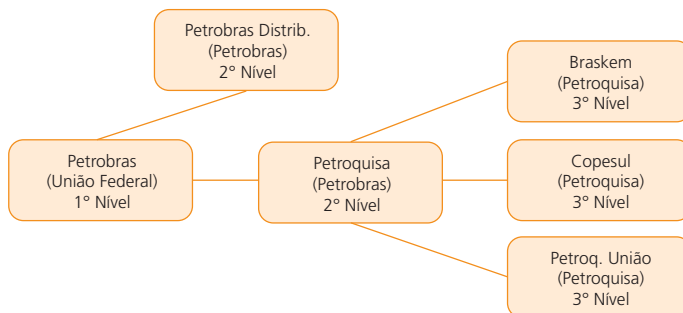
BNDES, que apesar do nome, possui natureza jurídica de autarquia federal e fundos como o Fundo de Participação Social (FPS) e o Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND), que são compostos totalmente por capital do governo federal.

A segunda forma de participação do governo é a indireta, na qual se podem perceber meios de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, porque, conforme sugerido por Lazzarini (2011), possuem forte vínculo com o governo. Esse autor ressalta, em determinadas tipologias societárias, no caso de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, que o governo atua como último dono. Para a realização da análise descritiva, foi necessário segregar as empresas em níveis de participação do governo. A divisão por níveis dá-se pelo fato de o governo possuir influência em uma empresa, sem estar diretamente relacionada a ela, podendo, assim, estar ligada por meio de estruturas piramidais de propriedade.

Seguindo este princípio, foi estabelecida para esta pesquisa a utilização de níveis de participação acionária, com a finalidade de identificar a relação do governo com a empresa, ou seja, se o governo participa diretamente da composição acionária da empresa. Como definição, o governo (União Federal, estados, municípios, autarquias federais, bancos de desenvolvimento, fundos de único e exclusivo capital do governo) é tido aqui como participante direto em 1º nível, como no caso da Petrobras em que a União Federal é acionista diretamente. Quando uma empresa que possui a participação direta do governo em 1º nível (Petrobras) detém ações de uma segunda empresa, como é o caso da Petroquisa, essa empresa será denominada como aquela que possui participação direta do governo em 2º nível. Caso alguma empresa tenha participação da Petroquisa, como é o caso da Braskem, esta será considerada uma empresa com participação direta do governo em 3º nível (Figura 1).

FIGURA 1

EXEMPLO DE UMA PARTICIPAÇÃO DIRETA DO GOVERNO POR NÍVEIS



Fonte: Elaborada pelos autores.

A participação indireta do governo ocorre da mesma forma, no entanto, o acionista do primeiro nível é um fundo de pensão de alguma empresa pública ou estatal, como é o caso da Previ (fundo de pensão de uma empresa estatal, o Banco do Brasil) ou a Funcef (fundo de pensão de uma empresa pública, a Caixa Econômica Federal, cujo governo detém 100% do capital).

## 3.2 ANÁLISE E RESULTADOS

A seguir, são apresentados os resultados provenientes da análise das estruturas de propriedade das empresas brasileiras, e da participação do governo como acionista nestes empreendimentos.

## 3.3 CONCENTRAÇÃO DE PROPRIEDADE

La Porta *et al.* (1999) ressaltam que em países com fraca proteção legal para os investidores, a tendência é que a propriedade concentre-se nas mãos de poucos. No Brasil, essa característica de propriedade concentrada é facilitada pela possibilidade da emissão de dois tipos de ações, as ordinárias e as preferenciais. No entanto, com o surgimento do “NOVO MERCADO (NM)”, os níveis de governança corporativa do BM&FBovespa em 2006, os integrantes do nível mais elevado de governança, aderiram à regra de uma ação, um voto. Entretanto, nos outros níveis de governança do NM é possível manter os dois tipos de ações.

Os resultados desta pesquisa suportam a afirmação de que as estruturas de propriedade das empresas brasileiras são substancialmente concentradas, conforme é possível visualizar na Tabela 3, corroborando com estudos empíricos anteriores (Valadares & Leal, 2000; Leal, Silva, & Valadares, 2002) que identificaram esta concentração de propriedade nas empresas brasileiras. Nas tabelas 2 e 3 constam as médias da participação do maior acionista por ações com direito a voto, considerando todas as empresas listadas na BM&FBovespa (Tabela 2) e do total de ações (Tabela 3), com relação ao setor e ao ano, entre 1999 e 2010.

Nesta amostra (Tabela 2) é possível observar que, em uma média geral de todos os setores e anos, o maior acionista da empresa possui 62,77% do capital votante, suportando a afirmação de que os acionistas controladores brasileiros investem, em média, muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle nas suas companhias (Leal *et al.*, 2002). Da mesma forma, os acionistas majoritários das empresas brasileiras nos últimos 12 anos possuíam, em média, 49,78% do capital total de suas companhias (Tabela 3), indicando alto grau de concentração da propriedade, o que torna evidente a personificação de um majoritário ou a figura de um proprietário.

TABELA 2

MÉDIA DE PARTICIPAÇÃO DO MAIOR ACIONISTA DE AÇÕES COM DIREITO A VOTO POR SETOR

SETOR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	MÉDIA SETORIAL C/VOTO
	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO	C/VOTO
Agro e Pesca	61,95	61,95	61,95	68,50	74,02	74,20	66,47	47,00	44,05	45,72	43,62	47,80	58,10
Alimento e Bebidas	65,84	66,63	64,01	65,93	63,60	64,15	68,09	67,68	61,88	59,47	59,26	58,19	63,73
Comércio	62,48	60,94	58,84	59,73	63,06	60,39	52,97	45,17	46,65	51,66	46,69	45,14	54,48
Construção	56,87	53,69	54,79	54,76	59,40	54,13	53,16	44,10	44,19	46,93	46,54	45,92	51,21
Eletrônicos	66,59	71,13	71,77	67,15	68,08	60,98	61,00	59,90	55,77	51,25	51,32	45,33	60,86
Energia Elétrica	66,79	64,10	65,45	65,51	68,85	70,52	71,75	72,59	74,81	74,47	75,02	73,58	70,29
Finanças e Seguros	67,40	68,17	68,65	72,20	73,27	71,65	72,64	73,26	68,10	66,32	67,04	62,65	69,28
Fundos	-	96,90	97,45	98,60	98,60	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	99,23
Máquinas Industriais	79,37	80,73	77,52	66,63	61,92	61,92	64,60	64,15	38,12	38,14	38,48	38,88	59,21
Mineração	61,32	57,38	58,05	60,55	75,70	75,70	76,62	81,14	80,97	77,97	76,81	74,21	71,37
Minerais não Metálicos	62,94	63,85	69,55	70,02	62,46	62,56	55,10	54,47	36,55	38,17	39,50	39,97	54,60
Outros	61,60	61,96	64,43	64,90	63,63	64,38	63,72	60,96	54,10	54,45	53,76	52,65	60,05
Papel e Celulose	62,19	63,39	63,39	68,89	68,90	67,92	65,77	61,74	62,97	62,97	55,38	49,38	62,74
Petróleo e Gás	51,01	51,49	47,95	47,96	40,54	41,39	46,60	46,60	54,75	76,30	62,34	53,58	51,71
Química	62,53	63,70	68,26	68,14	73,68	71,81	73,32	73,46	64,89	69,81	70,18	70,67	69,20
Siderurgia e Metalurgia	62,61	65,47	66,41	64,61	63,13	63,70	62,87	62,82	63,32	64,24	64,76	61,73	63,81
Software e Dados	-	-	-	-	-	-	61,70	36,93	31,20	50,37	32,17	32,62	40,83
Telecomunicações	66,88	69,05	67,36	66,93	71,34	73,53	73,96	75,19	70,67	74,36	73,52	69,01	70,98
Têxtil	55,44	54,32	54,19	54,33	56,14	56,19	55,71	57,90	53,03	51,35	50,22	49,53	54,03
Transportes e Serviços	66,77	73,87	59,36	65,69	65,49	68,02	69,26	67,16	61,58	58,74	59,56	56,48	64,33
Veículos e Peças	62,61	62,61	64,72	64,86	64,67	62,74	62,48	57,00	57,46	55,68	55,79	52,66	60,27
Média Anual	63,29	63,95	64,30	64,64	65,63	65,39	65,42	63,83	59,70	60,36	59,28	57,40	62,77
Nº Empresas Ano	425	426	421	408	388	378	369	381	417	408	399	393	

Fonte: Elaborada pelos autores.

## MÉDIA DA PARTICIPAÇÃO DO MAIOR ACIONISTA DO TOTAL DE AÇÕES POR SETOR E ANO

SETOR	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	MÉDIA SETORIAL
Agro e Pesca	30,05	33,75	33,75	45,40	50,80	51,90	54,23	39,47	38,40	42,72	41,07	45,25	42,23
Alimentos e Bebidas	49,80	49,71	46,57	48,74	45,31	47,12	49,79	50,42	52,26	49,68	51,34	53,44	49,52
Comércio	53,48	52,57	49,43	49,86	53,34	51,22	44,52	35,09	36,42	42,03	36,91	36,61	45,12
Construção	45,66	39,84	42,72	44,13	47,81	46,02	43,87	37,03	40,25	42,68	42,52	41,45	42,83
Eletrônicos	49,37	52,79	55,85	57,31	58,65	58,90	59,97	56,54	54,78	50,14	50,27	48,27	54,40
Energia Elétrica	51,85	51,43	53,17	54,68	57,90	59,29	63,11	62,27	64,12	63,82	64,16	63,12	59,08
Finanças e Seguros	56,47	59,26	59,84	64,42	65,09	62,31	63,28	64,20	54,75	52,75	56,51	51,89	59,23
Fundos	-	96,90	97,45	98,60	98,60	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	99,23
Máquinas Industriais	64,38	65,46	59,95	51,90	41,80	41,96	43,08	40,57	31,10	31,12	31,46	31,86	44,55
Mineração	47,54	47,70	48,35	49,20	55,10	55,10	55,02	74,81	75,76	75,45	74,27	71,67	60,83
Minerais não Metálicos	53,87	55,00	58,89	61,23	54,78	54,90	44,80	44,47	29,45	31,05	32,37	32,85	46,14
Outros	51,64	51,14	53,27	53,89	50,91	51,68	50,47	48,79	43,24	44,65	45,16	44,91	49,15
Papel e Celulose	47,02	47,60	50,16	49,02	51,59	43,29	42,64	42,39	40,53	41,43	44,83	30,32	44,24
Petróleo e Gás	35,27	34,90	32,82	33,29	27,14	27,77	32,38	34,44	38,22	70,30	52,74	45,75	38,75
Química	45,53	46,22	50,97	51,49	56,84	54,97	56,04	55,21	49,36	54,72	52,32	53,70	52,28
Siderurgia e Metalurgia	43,11	46,71	49,36	44,17	44,27	44,99	42,93	42,63	42,34	42,63	42,26	38,85	43,69
Software e Dados	-	-	-	-	-	-	41,90	30,33	26,25	47,97	30,47	30,92	34,64
Telecomunicações	48,68	50,84	46,19	44,83	50,86	53,54	55,80	60,86	57,82	63,69	67,57	62,85	55,29
Têxtil	33,91	34,50	34,82	35,87	38,30	39,17	40,50	44,18	40,89	39,33	40,90	41,04	38,62
Transportes e Serviços	52,30	58,04	48,35	59,22	58,94	59,68	57,67	55,83	55,41	50,15	49,58	47,73	54,41
Veículos e Peças	43,75	43,44	44,79	45,15	43,39	40,55	41,11	36,48	39,73	40,82	40,67	37,62	41,46
Média Anual	48,20	49,25	49,75	50,43	51,21	51,04	51,34	50,74	48,22	49,56	49,49	48,08	49,78
Nº Empresas Ano	425	426	421	408	388	378	369	381	417	408	399	393	

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que tange à variação anual do grau de concentração, observa-se um breve aumento na concentração de controle nos primeiros sete anos e um declínio nos últimos cinco anos. A concentração da propriedade total das empresas (Tabela 3) manteve-se estável, iniciando com uma média de 48,20% no ano de 1999 (1º ano) e finalizando com uma média de 48,08% no ano 2010 (12º ano), tendo atingido o ponto máximo no sétimo ano (2005), com uma média de 51,34%, em que o acionista majoritário tem o capital total da empresa, como é possível observar nas tabelas 2 e 3.

Quanto ao aspecto setorial, detectou-se que algumas indústrias têm participação mais concentrada que outras, no entanto, com uma média setorial de 61,59% das ações com direito a voto (ordinárias) e 48,52% das totais.

### 3.4 O GOVERNO COMO ACIONISTA DIRETO

Primeiramente, foi observado que o governo participa nas empresas de primeira geração por meio de 34 tipos de acionistas diferentes, estando eles nas esferas nacional, estadual e municipal; são os seguintes: Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul (BRDE); BNDESPAR-BNDES Participações S.A.; Companhia de Desenvolvimento do Estado de Santa Catarina (Codesc); Fundos de Investimentos do Nordeste (Finor); Companhia Paulista de Administração de Ativos (CPA); Companhia Goiás de Participações; estado de Goiás; estado de Minas Gerais; estado de Pernambuco; estado de Santa Catarina; estado do Pará; estado do Paraná; estado do Piauí; estado do Rio Grande do Sul; Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND); Fundo de Participação Social (FPS); Goiás Investimentos S.A. (Goiasinvest); governo federal – Ministério de Minas e Energia; governo do estado de São Paulo; governo do estado de Sergipe; governo do estado do Espírito Santo; municípios; Paraná Investimentos S.A.; Prefeitura Municipal de São Paulo (PMSP); Prefeitura Municipal de Belém; Prefeitura Municipal de Belo Horizonte; Prefeitura Municipal de Ribeirão Preto; Prefeituras Municipais; Santa Catarina Participação e Investimentos; Secretaria de Estado da Fazenda de Santa Catarina; Secretaria de Estado da Fazenda do Distrito Federal; Superintendência de Desenvolvimento da Amazônia (Sudam); Tesouro Nacional/FNDE; União Federal (Tesouro Nacional).

Na Tabela 4 é apresentada a participação do governo diferenciada por níveis, sendo do 1º ao 3º nível. A construção de um 4º nível seria imprudente, pois conteria numerações imprecisas e poucas empresas, sem contar com as empresas repetidas do 3º nível. Os valores da Tabela 2 indicam as médias de empresas nos 12 anos para as 655 empresas da amostra da primeira etapa. No primeiro nível direto de empresas (que o governo é diretamente o acionista), encontrou-se uma média de 55 delas, sendo que a média de empresas da amostra por ano é de 401,



perfazendo em média 13,71% do total de empresas, ou seja, o governo participou diretamente em 13,71% das empresas abertas negociadas na BM&FBovespa, nos últimos 12 anos.

No primeiro nível direto de participação do governo das empresas, ele possuía, em média, 49,72% das ações com direito a voto e 39,01% do total de ações de cada empresa, indicando que o governo as controla quando está diretamente envolvido com elas, e que ele apenas possui a quantia necessária para deter o controle. No segundo nível direto de empresas tem também um perfil concentrado, ou seja, em média, 54,29% das ações ordinárias pertencem a empresas que estão diretamente ligadas ao governo por meio da estrutura de propriedade.

**TABELA 4**

**MÉDIA DA PARTICIPAÇÃO DIRETA DO GOVERNO POR NÍVEL**

NÍVEL DA EMPRESA	MÉDIA		
	Nº EMP.	C/VOTO	TOTAL
1º Nível Direto (Acionista é o Governo)	55	49,72	39,01
2º Nível Direto (Acionista é Empresa Estatal)	40	54,29	45,29
3º Nível Direto (Acionista é Empresa do 2º Nível)	21	59,06	46,68

Fonte: Elaborada pelos autores.

Da mesma forma, o capital total destas empresas está concentrado 45,29% nas mãos de empresas ligadas diretamente ao governo. O terceiro nível, que possui uma ligação mais distante com o governo, não tendo tanta influência governamental, a menos que o governo esteja inserido nestas empresas em outra geração ou se for o controlador por meio de estruturas piramidais de propriedade, mantém características similares as das duas gerações anteriores. Na Tabela 5 é apresentada a participação direta do governo por níveis e por setor entre os anos de 1999 e 2010.

**TABELA 5**

**PARTICIPAÇÃO DIRETA DO GOVERNO POR NÍVEIS  
 E SETOR ENTRE 1999 E 2010**

SETOR	1º NÍVEL	2º NÍVEL	3º NÍVEL
Alimentos e Bebidas	3		
Construção	1		
Eletroeletrônicos	2		

(continua)

TABELA 5 (CONTINUAÇÃO)

**PARTICIPAÇÃO DIRETA DO GOVERNO POR NÍVEIS  
E SETOR ENTRE 1999 E 2010**

SETOR	1º NÍVEL	2º NÍVEL	3º NÍVEL
Energia Elétrica	44	38	15
Finanças e Seguros	19	2	1
Máquinas Industriais	3		
Mineração	5	1	1
Minerais não Metálicos	1		
Outros	13	3	3
Papel e Celulose	4	6	2
Petróleo e Gás	7	6	3
Química	4	16	18
Siderurgia e Metalurgia	12	11	2
Software e Dados	1	3	
Telecomunicações	8	14	5
Têxtil	3	3	2
Transporte e Serviços	3	2	
Veículos e Peças	10		
Nº Empresas	143	105	52

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto ao aspecto setorial da participação do governo nas empresas desta amostra, percebe-se que em um montante de 143 empresas, ao longo dos 12 anos da amostra, 44 estão no setor de energia elétrica, o que corresponde a 31%. Em segundo lugar, encontra-se finanças e seguros com 19 empresas sendo 13% da amostra (Tabela 5).

Para empresas do 2º nível direto de participação do governo (empresas cujo acionista é uma empresa estatal ou uma empresa que possui participação direta do governo), foi identificado um montante de 105 empresas, sendo observada a existência de algumas similaridades com o 1º nível, como é observável na Tabela 5, em que o governo mantém concentrados os seus investimentos no setor de energia elétrica. A presença maciça do governo em setores como o elétrico pode ser um indício da necessidade de conexões políticas das empresas deste setor, principalmente, por ser um setor regulamentado no Brasil.

No terceiro nível direto de participação do governo, com a redução natural de empresas, percebe-se também uma redução de setores. Essa redução levou a uma maior concentração do governo no setor químico, com 35% do total de suas participações, sendo seguido do setor elétrico com 29%, de um total de 52 empresas em que o governo possui participação diretamente em 3º nível (Tabela 5).

### 3.5 O GOVERNO COMO ACIONISTA INDIRETO

Outro meio de conectividade com o governo por meio da estrutura de propriedade, citado anteriormente, é a posição acionária indireta. Para o estabelecimento de uma conexão indireta, o governo brasileiro age por intermédio dos fundos de pensão de empresas públicas e estatais, atuando como patrono desses fundos. Os fundos considerados na amostra foram: Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (Previ); Fundação dos Economistas Federais (Funcef); Fundação de Previdência Social do BNDES (Fapes); Fundação de Seguridade Social da Embrapa/Embrater (Ceres); Fundação Sistel de Seguridade Social; Fundação Banco Central de Previdência Privada (Centrus); Fundação Petrobras de Seguridade Social (Petros); Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social (Valia); Caixa de Previdência dos Funcionários do BNB (Capef); Fundação Banestes de Seguridade Social; Fundação Codesc de Seguridade Social; Fundação Celesc de Seguridade Social.

O portfólio desses fundos é bem diversificado. Por exemplo, a Previ, que é o maior fundo de pensão do Brasil em termos de investimentos, está alocada em 80 diferentes empresas. Outro exemplo é o fundo Petros (Fundação Petrobras de Seguridade Social), com 20 empresas diferentes. Na Tabela 6 é demonstrada a quantidade de empresas que possuem participação indireta do governo e quanto, em média, o governo participa indiretamente dessas empresas.

**TABELA 6**

#### MÉDIA DA PARTICIPAÇÃO INDIRETA DO GOVERNO POR NÍVEL

NÍVEL DA EMPRESA	MÉDIA		
	Nº EMP.	C/VOTO	TOTAL
1º Nível Indireto (acionistas são fundos de pensão de empresas públicas e estatais)	50	16,61	14,77
2º Nível Indireto (acionistas são empresas cujos fundos têm participação)	32	63,55	53,95

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto à participação indireta do governo por meio de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, em média, os fundos participam em 16,61% das ações com direito a voto e em 14,77% do capital total na primeira geração (Tabela 6), ou seja, participação direta dos fundos. É importante ressaltar que muitas das empresas cujos fundos detêm participação acionária são empresas estatais ou que o governo também detém participação acionária direta, indicando uma forte ligação entre empresa e governo. No caso da segunda geração, são empresas que têm acionistas e outras empresas que possuem participação acionária desses fundos. Neste caso, em média, 63,55% das ações ordinárias e 53,95% do total das ações estão nas mãos de empresas que têm fundos como sócios. Uma terceira geração de empresas se tornaria redundante e errônea devido à distância e ao baixo poder de influência dos fundos neste novo nível.

## 4 DISCUSSÃO

Assumindo que as estruturas de propriedade das empresas brasileiras são concentradas, como predito por estudos anteriores (Valadares & Leal, 2000; Leal *et al.*, 2002; Carvalhal-da-Silva, 2004; Campos, 2006; Okimura *et al.*, 2007; Leal & Silva, 2008) e suportado a partir dos resultados desta pesquisa, segue-se para a segunda dimensão da estrutura de propriedade, que é a identidade dos acionistas (Thomsen & Pedersen, 2000; Pivovarsky, 2003). Entretanto, o objetivo deste trabalho é apenas investigar a participação do governo como acionista, o que leva a considerações sobre as formas de participação do governo, direta e indiretamente.

Os pesquisadores Thomsen e Pedersen (2000) afirmam que a identidade do acionista majoritário só será relevante em estruturas de propriedade concentradas, e Pivovarsky (2003) assume a mesma posição, sugerindo que a concentração de propriedade influencia no resultado da empresa, e que esta depende da natureza do acionista majoritário. Assim, fica claro que o acionista majoritário influencia no resultado da empresa. Porém, o acionista minoritário também pode influenciar nesse resultado, principalmente, quando é o governo, como alega Wu (2010). Entre todos os acionistas minoritários, o governo merece atenção especial, pois pode influenciar o desempenho da empresa, conforme predito na fundamentação teórica.

Quanto à participação indireta do governo por meio de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, não foi encontrado nenhum estudo empírico que apresentasse resultados passíveis de comparação, que abordasse esta forma indireta de conexão das empresas com o governo.

Em suma, analisando as participações do governo nas empresas listadas na BM&FBovespa, fica evidente sua relevante participação nas empresas brasileiras e a sua potencial capacidade de influenciar não somente no processo decisório delas, mas também em toda a economia. A personificação do governo como acionista em empresas brasileiras é tida como normal, mesmo em uma sociedade capitalista em que a atuação do governo na economia acredita-se ser mínima.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi analisar as estruturas de propriedades direta e/ou indireta das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa, em relação à concentração acionária e à identidade do acionista governo como conexões políticas. Investigaram-se companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa constantes nos anos de 1999 a 2010. A população incluiu todas as instituições que apresentaram dados pertinentes à estrutura de propriedade. O elevado grau de concentração de propriedade nas empresas brasileiras já havia sido investigado no Brasil por diversos autores, e por meio de especificações estipuladas nos objetivos deste trabalho demonstra-se convergência com os achados. Dessa maneira, é possível concluir que a presença de um majoritário é observada em 62,77% do capital votante das empresas, que corresponde a 49,78% do capital total das empresas, confirmando os estudos teóricos e empíricos que analisam a concentração de propriedade em empresas brasileiras.

Com base nos resultados apresentados nesta pesquisa, também é possível concluir que parte representativa das companhias brasileiras adere a uma estratégia política corporativa, investindo em estruturas de propriedade conectadas politicamente, o que passa a ser um diferencial, tanto para o desempenho organizacional como para a própria sobrevivência da companhia.

Foi observado que parte relevante da população analisada apresenta alguma participação acionária do governo. O que é um paradoxo em relação à política de privatização adotada a partir dos anos 1990 no país. Há participações relevantes em todos os níveis (primeiro; segundo e terceiro), revelando que o governo tem estratégia delineada para participar e influenciar o mercado, pois quase um terço do montante total de empresas da amostra possui algum tipo de participação societária do governo. Em razão de recursos abundantes, a participação indireta do governo por meio dos fundos de pensão de empresas públicas e estatais pode ser uma forma de influenciar o processo decisório das empresas. É o que Lazzarini (2011) vem alertando, em outra medida mais ampla, que o governo brasileiro possui extrema centralidade conectiva, sendo capaz de influenciar a direção econômica do país.

Este trabalho possui uma série de limitações. Por exemplo, não explorou os dados por meio de outros métodos de análise, restringindo-se a descrever os dados, já que se trata de uma análise descritiva apenas. Quanto à identificação do governo como acionista, somente foram listadas as formas que apareciam na base Economática<sup>®</sup>, na base Infoinvest<sup>®</sup>, nos Relatórios de Informações Anuais (IAN), disponíveis na Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BM&FBovespa), sendo que algumas empresas discriminavam apenas a participação acionária obrigatória (acima de 5% de participação), e outras possuíam dados mais detalhados dos acionistas. Como padrão, consideraram-se todas as participações que possuíam vínculos com o governo de alguma esfera (federal, estadual ou municipal), indiscriminadamente, com relação ao seu percentual de participação.

Poderiam-se relacionar os achados com a *performance* das empresas, aprofundando as investigações sobre as diferenças entre as firmas que têm o governo como ator na composição social, inclusive nas diversas formas de participação. Futuros estudos podem explorar estas relações firma-governo, considerando a proposição sugerida.

## POLITICAL CONNECTIONS IN OWNERSHIP STRUCTURES: THE GOVERNMENT AS A SHAREHOLDER IN A DESCRIPTIVE ANALYSIS

### ABSTRACT

With the growing interest in the economic literature on government activism, one realizes that the government starts to influence the economic and productive activity in Brazil more intensely (Fucs & Coronato, 2011). From the perspective of the theory of corporate political strategy, the main objective of this work is to analyze the structure of ownership with government shareholding in Brazilian companies listed on the BM&FBovespa, on the period 1999-2010. The study explores the government's presence in various spheres which they federal, state and municipal structures owned Brazilian companies listed on the BM&FBovespa, which demonstrates its uniqueness in relation to other studies in the country. Considers two forms of government identification as a shareholder: direct (public companies, state-owned company, federal authorities, national development banks or regional development funds and social funds social participation), indirect (pension funds by state-owned enterprises), segregating in the majority or minority stake. Among the main results, first confirmed the assumption of previous

studies that investigate the ownership structure in Brazil, that the majority of Brazilian companies listed on the BM&FBovespa have the concentrated structure of ownership, indicating the presence of the figure of a controlling shareholder, in which it was found that on average the largest shareholder owns 62.77% of the voting capital and 49.78 of the total capital of the company. Also the results indicate that the government, when you compose the ownership structure of firms has a significant share in the economy, even participated directly 13.71% of public companies traded on the BM&FBovespa. Since past 12 years, he owned on average 49.72% of the shares with voting rights and 39.01% of the total shares of each company, indicating that the government controls the companies when directly involved with them. So noticeable that while the government diversifies its corporate relations in sectors as this is not only concentrated in a few sectors, most is present in all sectors of the economy at different levels of performance.

## KEYWORDS

Ownership structure. Political connections. Corporate political strategy. Government. Privatization.

## CONEXIONES POLÍTICAS EN LAS ESTRUCTURAS DE LA PROPIEDAD: EL GOBIERNO COMO ACCIONISTA EN UN ANÁLISIS DESCRIPTIVO

### RESUMEN

Con el creciente interés en la literatura económica sobre el activismo del gobierno, uno se da cuenta de que el gobierno comienza a influir en la actividad económica y productiva en Brasil con más intensidad (Fucs & Coronato, 2011). Desde la perspectiva de la teoría de la estrategia política corporativa, el principal objetivo de este trabajo es analizar la estructura de la propiedad, con participación del gobierno en las empresas brasileñas que cotizan en la BM&FBovespa, en el período 1999-2010. El estudio analiza la presencia del gobierno en diversas esferas las que las estructuras federales, estatales y municipales poseían las empresas brasileñas que cotizan en la BM&FBovespa, lo que demuestra su singularidad con respecto a otros estudios realizados en el país. Considera dos formas de identificación del gobierno como accionista: directa (empresas públicas, empresa estatales, autarquías federales, bancos de desarrollo nacional o regional, fondos de desarrollo social y fondos de participación social), indirecta (fondos de pensión

de empresas públicas y estatales), las segregando en participación mayoritaria o minoritaria. Entre los principales resultados, se confirmó lo presupuesto de estudios anteriores que investigan la estructura de propiedad en Brasil, que la mayoría de las empresas brasileñas que cotizan en la BM&FBovespa tiene la estructura de propiedad concentrada, lo que indica la presencia de la figura de un accionista de control, en el que se encontró que en promedio, el mayor accionista posee 62,77 % del capital votante y el 49,78% del capital total de la empresa. También los resultados indican que el gobierno, al componer la estructura de propiedad de las empresas, tiene una participación importante en la economía, legando a participar directamente en 13,71% de las empresas abiertas negociadas en la BM&FBovespa. Desde los últimos 12 años, era dueño de un promedio 49,72% de las acciones con derecho a voto y el 39,01% del total de acciones de cada empresa, lo que indica que el gobierno controla las empresas cuando participan directamente en ellos. Tan notable que mientras el gobierno diversifica sus relaciones empresariales en sectores como esto no sólo se concentra en unos pocos sectores, la mayoría está presente en todos los sectores de la economía en los diferentes niveles de rendimiento.

## PALAVRAS CLAVE

Estructura de la propiedad. Las conexiones políticas. Estrategia política corporativa. Gobierno. Privatización.

## REFERÊNCIAS

- Anderson, J., Lee, Y., & Murrell, P. (2000). Competition and privatization amidst weak institutions: evidence from Mongolia. *Economic Inquiry*, 38(4), 527-549. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1111/j.1465-7295.2000.tb00034.x>.
- Andrade, A., & Rossetti, J. (2009). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (5a ed.). São Paulo: Atlas.
- Bandeira-de-Mello, R., Marcon, R., & Alberton, A. (2008). Teoria instrumental dos *stakeholders* em ambientes turbulentos: uma verificação empírica utilizando doações políticas e sociais. *Brazilian Business Review*, 5(3), 289-308.
- Barney, J. (1986). Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy. *Management Science*, 32(10), 1231-1241.
- Baysinger, B. (1984). Domain maintenance as an objective of business political activity: an expanded typology. *Academy of Management Review*, 9(2), 248-258.
- Bertrand, M., Kramarz, F., Schoar, A., & Thesmar, D. (2007). *Politicians, firms and the political business cycle: evidence from France*. University of Chicago. Unpublished working paper.



- Boubakri, N., Cosset, J., & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 654-673.
- Camilo, S., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2010). Conexões políticas das firmas sob as perspectivas da governança e da dependência de recursos. *Anais do Encontro de Estudos Organizacionais da Anpad*, Florianópolis, SC, Brasil.
- Campos, T. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, 41(4), 369-380.
- Carvalho-da-Silva, A. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP – RAUSP*, 39(4), 348-361.
- Claessens, S., Feijen, E., & Laeven, L. (2008). Political connections and preferential access to finance: the role of campaign contributions. *Journal of Financial Economics*, 88, 554-580.
- Dami, A., Rogers, P., & Ribeiro, K. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30.
- Denis, D., & Mcconnell, J. (2003). International corporate governance. *ECGI – Finance Working Paper*, (5). Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.320121>.
- Dinc, S. (2005). Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77, 453-479.
- Ecco, I. (2010). *Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho*. Dissertação de mestrado, Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, SC, Brasil.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management*, 14(1), 57-74.
- Faccio, M. (2006). Politically connected firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369-386.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 1-31. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94034>.
- Fan, J. P. H., Wong, T. J., & Zhang, T. (2007). Politically-connected CEOs, corporate governance and post-IPO performance of China's partially privatized firms. *Journal of Financial Economics*, 84(2), 330-357. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.03.008>.
- Firth, M., Lin, C., Liu, P., & Wong, S. M. L. (2009). Inside the black box: bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking & Finance*, 33(6), 1144-1155.
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91. Recuperado de <http://dx.doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>.
- Fucs, J., Coronato, M. (2011). A mão oculta do estado. *Época*, (682).
- Hart, O., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The proper scope of government: theory and na application to prisons. *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 1127-1161.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31(3), 464-481.
- Hillman, A. J., Hiitt, M. (1999). Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation and strategy decisions. *Academy of Management Review*, 20(1), 193-214.
- Hillman, A. J., Keim, G., & Schuler, D. (2004). Corporate political activity: a review and research agenda. *Journal of Management*, 30(6), 837-857.
- Hillman, A. J., Zardkoohi, A., & Bierman, L. (1999). Corporate political strategies and firm performance: indications of firm specific benefits from personal service in the US government. *Strategic Management Journal*, 20, 67-81.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, D., & Sorensen, A. (1999). Ownership organizational and firm performance. *Annual Review of Sociology*, 25, 121-144.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lazzarini, S. (2007). Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como “mundos pequenos”. *RAC-Eletrônica*, 6(1).
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Lazzarini, S., & Musacchio, A. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. *Working Paper Series*, 2010. Recuperado em 19 junho, 2011, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1713429](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1713429).
- Leal, R. P. C., & Silva, L. A. C. (2008). Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. *RAC-Eletrônica*, 2(2), 296-310.
- Leal, R., Silva, A., & Valadares, S. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- Leech, D., & Leahy, J. (1991). Ownership structure, control type classifications and the performance of large British companies. *The Economic Journal*, 101(409), 1418-1437.
- Li, H., Meng, L., Wang, Q., & Zhou, L.-A. (2008). Political connections, financing and firm performance: evidence from chinese private firms. *Journal of Development Economics*, 87, 283-299.
- Li, K., Yue, H., & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37(3), 471-490.
- Makhija, M. (2003). The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. *Strategic Management Journal*, 25(3), 243-267.
- Mohamed, S., Hassan, T., Nasir, A., & Min, C. C. (2007). Characteristics and performance of politically-linked firms in Malaysia. *The International Journal of Finance*, 19(4), 4576-4603.
- Ng, A., Yuce, A., & Chen, E. (2009). Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 17(4), 413-443.
- Okimura, R., Silveira, A., & Rocha, K. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest european firms: the importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7, 27-55.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (2003). *The external control of organizations: a resource-dependence perspective*. California: Stanford. (Obra original publicada em 1978).
- Pivovarsky, A. (2003). Ownership concentration and performance in Ukraine's privatized enterprises. *IMF Staff Papers*, 50(1), 10-42. Recuperado em 30 setembro, 2011, de [http://home.cerge-ei.cz/hanousek/jel\\_survey/Table%202/Pivovarsky\\_2003.pdf](http://home.cerge-ei.cz/hanousek/jel_survey/Table%202/Pivovarsky_2003.pdf).
- Procianoy, J. L., & Carvalho Sobrinho, J. O. F. (2001). Does the privatization of state companies improve their performance? Evidence from the Brazilian case. *Latin American Business Review*, 2(3/4), 5-36.
- Samuels, D. (2001). Money, elections, and democracy in Brazil. *Latin American Politics and Society*, 43(2), 27-48.

- Saito, R., & Silveira, A. (2008). Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. *RAE – Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 79-86.
- Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 357-384.
- Shaffer, B. (1995). Firm level responses to government regulation: theory and research approaches. *Journal of Management*, 21(3), 495-514.
- Shleifer, A. (1998). State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*, 12, 133-150. Recuperado em 25 julho, 2011, de <http://www.nber.org/papers/w6665.pdf>.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Siqueira, T. (1998). Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista do BNDES*, 5(10), 37-62.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economics performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.
- Valadares, S., & Leal, R. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, 3(1), 29-56.
- Wu, H. (2010). Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. *Journal of Business Research*, 64(8), 839-845.