

UMA ANÁLISE DAS DIFERENÇAS NAS POLÍTICAS FINANCEIRAS ADOTADAS ENTRE EMPRESAS DE CONTROLE ESTATAL E DE CONTROLE PRIVADO NO BRASIL

Ewerton Alex Avelar

Doutorando em Administração
Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, sala 4097 – Campus Pampulha – CEP: 31270-901 – Belo Horizonte – MG – (31)3409-7259 - ewertonaavelar@gmail.com

Nelha M. T. Ribeiro

Especialista em Finanças
Fundação Getúlio Vargas – FGV
Avenida Antônio Carlos, 6627, sala 4097 – Campus Pampulha – CEP: 31270-901 – Belo Horizonte – MG – (31)3409-7259 – nelha@yahoo.com

Helen Rose Pereira

Especialista em Marketing
Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, sala 4097 – Campus Pampulha – CEP: 31270-901 – Belo Horizonte – MG – (31)3409-7259 – helenrp33@hotmail.com

Antônio Artur de Souza

Ph.D. em Management Science
Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG
Avenida Antônio Carlos, 6627, sala 4097 – Campus Pampulha – CEP: 31270-901 – Belo Horizonte – MG – (31)3409-7259 – antonioarturdesouza@gmail.com

RESUMO

Este artigo apresenta os resultados de uma pesquisa causal e com enfoque quantitativo, que visou analisar as variáveis discriminantes das políticas financeiras adotadas entre empresas de controle estatal e de controle privado da BM&FBOVESPA entre os anos de 2009 e 2013. O estudo foi desenvolvido com base em uma amostra de empresas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Os dados secundários das empresas foram coletados por meio do software *Econômica*®. Tais dados foram analisados por meio das seguintes técnicas: estatística descritiva, teste de Kruskal-Wallis e regressão logística. Observou-se um aumento médio do grau de endividamento das empresas analisadas ao longo do período de estudo, além de uma redução em sua liquidez corrente e de seus resultados operacionais. Ademais, o teste de Kruskal-Wallis evidenciou poucas e esporádicas (não sistemáticas) diferenças estatisticamente significativas entre indicadores financeiros empregados para se analisar a política financeira das empresas de controle privado e as estatais ano a ano. Por outro lado, o modelo estimado de regressão logística se mostrou significativo, classificando adequadamente 96,39% das observações. Ademais, quatro variáveis analisadas se mostraram significativas no modelo, indicando seu potencial para discriminar entre as políticas financeiras adotadas por empresas sob controle estatal e aquelas sob controle privado: grau de endividamento, composição do endividamento, liquidez corrente e margem EBITDA.

Palavras-chave: Política financeira; Controle acionário; Controle estatal e controle privado.

Área temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais (MFC).

1 INTRODUÇÃO

As inúmeras possibilidades de abordagens no campo de finanças corporativas fomentam uma vasta quantidade de estudos. O desempenho das empresas vem sendo analisado frequentemente sob diversas perspectivas e estudiosos tentam esclarecer e demonstrar relações entre fatores internos que influenciam o desenvolvimento e o valor das organizações.

Um dos temas abordados na literatura de finanças na última década tem sido a influência do controle de determinados acionistas na gestão empresarial (Jiming & Xing, 2012). Leal (2004) proporciona uma revisão da evidência empírica internacional e brasileira sobre a relação entre a participação no controle, práticas de governança corporativa e o valor das empresas. De acordo com Lopes (2002), no Brasil, existe uma alta concentração de capital votante em poder de um número reduzido de acionistas. Ademais, autores como Silva (2004), Silva e Leal (2004, 2005) e Leal e Silva (2008) examinaram a relação entre o percentual de controle do maior acionista e o valor da empresa, empregando métodos de regressão linear para uma grande amostra de empresas listadas em bolsa, sem encontrar significância estatística consistente.

Em especial, conforme Campos (2006), conhecer a identidade do acionista majoritário é um importante para se compreender as diferentes características das decisões financeiras tomadas em cada empresa. De acordo com a referida autora, os diferentes interesses de cada tipo de acionista majoritário (governo, família, bancos etc.) tendem a se refletir na política financeira das empresas. Tais considerações são ratificadas em alguns estudos realizados no exterior, tais como Iqbal e French (2007), Chen, Cao, Zhang e Dickinson (2013) e Korcazk e Liu (2014).

Diante desse contexto, e considerando que as decisões relacionadas às políticas financeiras das empresas são tomadas pela alta administração (bastante influenciada pelo acionista controlador), o presente artigo apresenta os resultados de uma pesquisa que visou analisar as variáveis discriminantes das políticas financeiras adotadas entre empresas de controle estatal e de controle privado da BM&FBOVESPA entre os anos de 2009 e 2013. Para tanto, foram propostos os seguintes objetivos específicos: (a) identificar variáveis contábeis que reflitam as políticas financeiras de empresas de capital aberto brasileiras; (b) identificar empresas sob controle estatal e sob controle privado listadas na BM&FBOVESPA pertencentes aos mesmos setores; (c) estimar um modelo que discrimine, com base nas variáveis identificadas, entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado; e (d) discutir as implicações dos achados no que tange à política financeira das empresas analisadas.

O presente trabalho está dividido em cinco seções (contando com esta Introdução). Na seção 2, apresenta-se uma revisão da literatura sobre o tema em estudo. Em seguida, descreve-se a metodologia empregada no desenvolvimento da pesquisa (na seção 3). Por sua vez, na seção 4, apresenta-se a análise dos resultados da pesquisa. Por fim, na seção 5, são desenvolvidas as conclusões do estudo, seguidas das referências bibliográficas.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Ao delinear seus objetivos a perseguir, a empresa usualmente deve permitir que os vários resultados provenientes das decisões financeiras sejam avaliados. Segundo Johnson (1974), a política financeira das organizações afeta diretamente a produção, a distribuição e outros setores, e muitas vezes são tão importantes que condicionam todas as operações das empresas. Essencialmente, pode-se dizer que a política financeira envolve a análise, o planejamento e o controle financeiro, as decisões de investimentos e as decisões de financiamentos.

Segundo Hoji (2014), a análise, o planejamento e o controle financeiro consistem em coordenar, monitorar e avaliar todas as atividades da empresa, por meio de relatórios financeiros, bem como participar ativamente das decisões estratégicas, para alavancar as

operações e a gestão de riscos econômicos e financeiros. Já as decisões de investimentos dizem respeito à destinação dos recursos financeiros para aplicação em ativos correntes (circulantes) e não correntes (realizáveis a longo prazo e ativos permanentes), considerando-se a relação adequada de risco e de retorno dos capitais investidos (Assaf, 2009). De acordo com Damodaran (2004), as decisões de investimento representam um compromisso com a continuidade da empresa.

Finalmente, as decisões de financiamentos são tomadas para captação de recursos financeiros para o financiamento dos ativos correntes e não correntes, considerando-se a combinação adequada do financiamento, a curto e a longo, prazo, ou seja, sua estrutura de capital (Damodaran, 2004; Gitman, 2010). Salienta-se que não há uma unanimidade sobre como as decisões de financiamento afetam o valor da empresa, sendo que a forma como a estrutura de capital das empresas é decidida tem sido um dos principais tópicos de finanças há mais de meio século (Iaquiapaza, Amaral, & Araújo, 2008).

Segundo Assaf Neto e Lima (2014), na realidade brasileira, as decisões financeiras, em condições ideais de equilíbrio, são bastante prejudicadas pela persistente insuficiência de recursos de longo prazo para as empresas. Basicamente, os recursos oficiais são as grandes fontes de capital permanente e, mesmo assim, em volume bastante aquém das efetivas necessidades de mercado. As linhas de créditos oficiais são limitadas e geralmente direcionadas a programas específicos, atendendo a um número reduzido de empresas. As instituições financeiras privadas, por seu lado, diante do próprio desequilíbrio da economia, não conseguem captar poupança de longo prazo e, conseqüentemente, suprir as necessidades de capital para investimento.

Apesar das limitações e dificuldades no processo decisório, muitas empresas brasileiras vem se desenvolvendo, transpondo barreiras impostas por um mercado desajustado. Alguns setores, no entanto, principalmente os que atuam em segmentos de maior competitividade, se ressentem da falta de recursos de maior maturidade de forma a viabilizar seus investimentos e gerar maior capacidade de concorrer no atual ambiente de globalização da economia. Nesse contexto, o estudo das políticas financeiras adotadas é realçado pelo seu potencial de contribuir para a compreensão do desenvolvimento empresarial no país. Salienta-se que o controle acionário se apresenta como uma peça-chave nas decisões relacionadas à política financeira empresarial (Iudícibus, Martins, Gelbcke, & Santos, 2010).

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) indica que uma empresa possui controle sobre outra quando a investidora é capaz de influenciar e dirigir as atividades relevantes da investida (CPC, 2012). Isso frequentemente se dá por meio da determinação das políticas operacionais e financeiras da investida (CPC, 2012).

No Brasil, Iudícibus *et al.* (2010) destacam que o controle de uma empresa de capital aberto é obtida presumivelmente quando mais de 50% do capital votante (ações ordinárias) de uma empresa é obtido (direta ou indiretamente) por um mesmo investidor. Todavia, os referidos autores também ressaltam outras situações nas quais é possível assumir o controle de uma empresa sem a obtenção de mais da metade das ações ordinárias da mesma, tais como: empresas controladas em conjunto (*joint ventures*), acordos de acionistas minoritários para obter controle e grande dispersão de acionistas.

Truong e Heaney (2007) afirmam que o maior acionista de uma empresa pode ser compreendido com um tipo especial de acionista. Isso ocorre, segundo os referidos autores, porque seus investimentos são muito sensíveis às decisões da empresa e há custos associados à manutenção de um grande volume de investimentos em apenas um ativo (em especial, o custo da baixa diversificação).

Dalmácio e Corrar (2007) ressaltam que em empresas com poucos acionistas, geralmente, têm grande influência na administração, devido à grande concentração do capital

voteante. Trata-se da concentração de propriedade de uma empresa. Campos (2006) afirma que a concentração da propriedade refere-se ao percentual de ações do acionista majoritário ou de um grupo. Nesse sentido, Dong, Meng, Fith e Hou (2014) destacam que a concentração da propriedade se refere à distribuição de poder de controle de uma empresa entre diferentes agentes.

Aldrighi e Mazzer (2005) argumentam que a existência de detentores de grandes blocos de ações tende a elevar o valor das empresas. Pode-se dizer que o maior controle ajuda a realçar o monitoramento da Administração e promover procedimentos operacionais mais adequados (Chen *et al.*, 2013; Dong *et al.*, 2014). No início do século XXI no Brasil, verificou-se que o Conselho de Administração das empresas era usualmente dominado por pessoas relacionadas aos controladores e que os acionistas minoritários tenderam a não usar mecanismos que aumentassem sua representação no Conselho (Leal & Saito, 2003).

Em seu estudo, Truong e Heaney (2007) evidenciaram que em países de direito codificado (*civil law*) (tais como Brasil e França, por exemplo), apresentam uma maior concentração de propriedade do que países de direito comum (*common law*) (tais como Estados Unidos e Inglaterra, por exemplo). Tal situação é exemplificada pelo estudo de Corrar e Dalmácio (2007, p. 17) que destacam que, “no Brasil, existe uma alta concentração de capital voteante em poder de um número reduzido de acionistas”. Essa grande concentração também é realçada por Leal e Silva (2008). Ademais, conforme os referidos autores, no contexto brasileiro, mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista possui uma participação significativa dos direitos sobre voto e a empresa é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas. Além disso, os autores supracitados destacam que:

“Os acionistas controladores brasileiros investem em média muito mais do que o mínimo necessário para manter o controle. Por outro lado, a proporção investida pelo controlador no capital total é menor do que a investida no capital voteante. Esta ausência de alinhamento sugere que existam benefícios privados de controle expressivo e grande potencial para a expropriação do acionista minoritário. O papel de monitoração de outros grandes acionistas pode ser relevante.” (Leal & Silva, 2008, p. 308).

Campos (2006) afirma que estrutura da propriedade das empresas é determinada não apenas pela concentração da propriedade, mas também pela identidade do acionista majoritário, tais como: uma família, o governo, um banco, um investidor institucional ou uma companhia não-financeira. Segundo a referida autora, é esperado que cada tipo de acionista, tenha interesses distintos.

Além das categorias de acionistas apresentadas por Campos (2006), Iqbal e French (2007) destacam a importância de se considerar os administradores como um potencial relevante grupo de acionistas. De acordo com os referidos autores, os administradores podem obter um grande volume de ações (inclusive o controle da empresa) e influenciar significativamente os mecanismos de controle corporativo. Em seu estudo, por exemplo, Iqbal e French (2007) verificaram que um grupo de administradores pode adquirir um grande volume de ações para impedir a remoção de um de seus membros, assim como um administrador individualmente pode obter uma porção significativa das ações da empresa de forma a reduzir a possibilidade de ser substituído. Essa influência seria possível a partir do poder obtido sobre o Conselho de Administração da empresa. Korczak e Liu (2014) realçam essa situação como um exemplo clássico do conflito de agência que pode ocorrer nas empresas, quando os administradores atuam contra os interesses dos demais acionistas.

Nesse sentido, Jostarndt e Sautner (2008) verificaram que a remoção de administradores de uma empresa normalmente é iniciada por acionistas externos e bancos após processos de

reestruturação da estrutura financeira e de investimentos, assim como mudanças de controle acionário. Por sua vez, Chen *et al.* (2013) observaram que os investimentos das empresas chinesas estão associados à baixa concentração acionária, com uma maior proporção de ações por parte do governo e baixa proporção de outros tipos de acionistas. Conforme os referidos autores, a participação do governo nas empresas tende a apresentar menores problemas de governança, o que sugere que uma maior participação estatal nas empresas pode contribuir para o aprimoramento da governança corporativa. No Brasil, ao analisar as diferentes categorias de acionistas, Campos (2006, p. 379) concluiu que:

“Quanto à identidade do acionista majoritário, a pesquisa demonstrou que as empresas que têm as famílias como acionistas majoritários apresentam taxa de retorno sobre o patrimônio e margem líquida, menores do que as demais. O investimento em especialização e capacidade administrativa não tem sido suficiente para suplantar as carências financeiras e o conservadorismo quanto à tomada de decisão que, conforme prevê a literatura, caracteriza as famílias como proprietárias. Esse é um resultado interessante e pode justificar o fato de que as companhias não-financeiras vêm substituindo as famílias como acionistas majoritários, sugerindo que haja um processo de profissionalização das empresas brasileiras. [...] Observou-se, também, o importante papel dos bancos e investidores institucionais para capitalizar as empresas. Conforme dispõe a literatura, esses agentes têm acesso a crédito e alta propensão ao risco, o que torna as empresas, das quais são proprietários, maiores em ativos e vendas. Por outro lado, a despeito de a literatura considerar que os investidores institucionais tenham habilidades para influenciar os administradores, os resultados, em termos de lucratividade, indicam que esses e os bancos não têm conseguido ou não têm priorizado os indicadores de rentabilidade. Pode-se considerar que a expectativa quanto ao desempenho organizacional para essas categorias seja de longo prazo e essa postura justifica os investimentos em ativos e a ausência de correlação com os indicadores de lucratividade.”

Tal como já destacado, os acionistas controladores possuem usualmente uma grande influência na política financeira e no desempenho das empresas (Campos, 2006; Jiming & Xing, 2012). Nesse contexto, consideram-se na análise da política financeira as três principais decisões em finanças: Investimentos, Financiamentos e Dividendos (Damodaran, 2004).

Dalmácio e Corrar (2007), por exemplo, verificaram que um aumento na concentração acionária tende a provocar um aumento no valor dos dividendos pagos por ação. Procianoy e Schnorrenberger (2004), por sua vez, observaram que a composição acionária das empresas influencia significativamente as suas decisões de investimento e financiamento (estrutura de capital). Os referidos autores concluíram, por exemplo, que as empresas que apresentam maior concentração em sua estrutura de controle tendem a apresentar também aversão ao endividamento e ao risco financeiro (Procianoy & Schnorrenberger, 2004). Já Truong e Heaney (2007), em um estudo realizado com empresas de vários países, verificaram que a composição acionária das empresas influencia a sua política de dividendos. De acordo com os referidos autores, a magnitude da distribuição de resultados tende a ser menor quando o maior acionista é um administrador ou uma instituição financeira.

No presente estudo, enfocou-se a dicotomia entre empresas controladas pelo governo (controle estatal) e os demais acionistas (famílias, bancos etc.). Aquelas são compreendidas como as empresas cujo Estado (em quaisquer de seus níveis), tenha um controle significativo do negócio. De acordo com Miranda e Amaral (2011, p. 1070):

“Apesar da onda de privatizações que marcou a economia de países desenvolvidos e em desenvolvimento nas décadas de 1980 e 1990, as empresas estatais ainda representam um papel importante na economia mundial. Embora a predominância das mesmas se atenha muitas vezes a setores configurados como monopólios naturais, tais

como indústrias de infraestrutura e utilidade, em alguns países as estatais continuam sendo o fator de dinamismo na economia.”

Miranda e Amaral (2011) destacam que, apesar da diversidade de perfis das empresas estatais, estas normalmente se defrontam com problemas comuns. Ademais, esses autores identificam uma grande dificuldade dessas empresas em compatibilizar seus múltiplos objetivos, uma vez que, muitas vezes, as atividades de interesse público são conflitantes com as metas econômicas de geração de lucros e valor. Além disso, os referidos autores realçam que são usuais conflitos entre empresas de controle privado e as de controle estatal (uma vez que estas últimas normalmente apresentam vantagens naturais em relação àquelas).

Conforme Miranda e Amaral (2011), o relacionamento entre as empresas controladas pelo estado e seu principal proprietário (o governo), é multivariado e dinâmico, ou seja, não há um padrão único e permanente. Segundo os referidos autores, quanto mais heterogêneo for o governo, maior será a multiplicidade de metas, assim, governos de coalizão, que frequentemente convivem com ambiguidades ideológicas e de interesses, acabam potencializando problemas de gestão. Por fim, os autores destacam que:

“...cabe ressaltar que os administradores de estatais frequentemente são selecionados por critérios distintos aos da iniciativa privada. O mercado de trabalho dos principais gestores das empresas estatais não opera de forma eficiente, já que a performance dos mesmos não é acompanhada com retribuições financeiras. Nesse ambiente, gestores inescrupulosos são “estimulados” a agir em benefício próprio, devido à escassez de recompensas, acabando por potencializar conflitos de agência.” (Miranda & Amaral, 2011, p. 1080).

3 METODOLOGIA

A pesquisa cujos resultados são apresentados neste artigo pode ser classificada como causal e com enfoque quantitativo, conforme a classificação de Malhotra e Birks (2007). A pesquisa foi desenvolvida com base em empresas não financeiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA durante o período de 2009 e 2013. Foram utilizados os dados referentes a esse período, em função da mudança das normas contábeis da Legislação Societária para convergência às *International Financial Reporting Standards* (IFRS), em especial as leis 11.638/07 e 11.941/09 e aos pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), tal como destacado por Iudícibus *et al.* (2010). Salienta-se que apenas foram selecionadas empresas que se mantiveram ativas ao longo de todo o período de análise.

Primeiramente, foram selecionadas as empresas não financeiras de controle estatal listadas na BM&FBOVESPA. Em seguida, foram selecionadas aleatoriamente empresas de controle privado listadas na BM&FBOVESPA do mesmo setor de atuação das empresas de controle estatal previamente selecionadas. Nas figuras 1 e 2, são apresentadas informações referentes às empresas que compuseram a amostra analisada na pesquisa. A Figura 1 evidencia as informações relacionadas às empresas sob controle estatal, enquanto a Figura 2 destaca as empresas sob controle privado empregadas na amostra.

Empresa	Sigla	Ano				
		2009	2010	2011	2012	2013
Centrais Elet Bras S.A. - Eletrobras	ELETROBRAS	54	52	50,9	50,9	54,5
Centrais Elet De Santa Catarina S.A.	CELESC	50,2	50,2	50,2	50,2	50,2
Cesp - Cia Energetica De Sao Paulo	CESP	94,1	94,1	94,1	94,1	94,1
Cia Energetica De Brasilia	CEB	89,3	89,3	89,3	89,3	89,3
Cia Energetica De Minas Gerais - Cemig	CEMIG	51	51	51	51	51
Cia Paranaense De Energia - Copel	COPEL	58,6	58,6	58,6	58,6	58,6
Petroleo Brasileiro S.A. Petrobras	PETROBRAS	55,6	53,6	50,8	50	50,3
Cia Catarinense De Aguas E Saneam.-Casan	CASAN	ND	61,2	61,2	61,9	61,9
Cia Saneamento Basico Est Sao Paulo	SABESP	50,3	50,3	50,3	50,3	50,3
Cia Saneamento De Minas Gerais-Copasa Mg	COPASA	53,1	53,1	53,1	46,1	51,1
Cia Saneamento Do Parana - Sanepar	SANEPAR	ND	60	60	60	60
Emae - Empresa Metrop.Aguas Energia S.A.	EMAE	ND	97,6	97,6	97,6	97,6
Telec Brasileiras S.A. Telebras	TELEBRAS	89,9	89,9	89,9	90,8	90,8
Sao Paulo Turismo S.A.	SPTURIS	ND	97	97	92	97,6

Figura 1: Informações sobre as empresas estatais que compuseram a amostra

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: ND – Não disponível

Empresa	Sigla	Ano				
		2009	2010	2011	2012	2013
Eletropaulo	ELETROPAULO	77,8	77,8	77,8	77,8	77,8
Aes Tiete S.A.	AES TIETE	71,3	71,3	71,3	71,3	71,3
Energisa S.A	ENERGISA	65,8	65,9	65,9	79,4	81,4
Tractebel Energia S.A.	TRACTEBEL	68,7	68,7	68,7	68,7	68,7
OGX	OGX	62,1	61,8	57,9	57,5	57,7
Cia Águas Do Brasil - Cab Ambiental	CABAMBIENTAL	ND	ND	ND	ND	66,6
Totvs S.A.	TOTVS	55,4	63,2	69,3	69,3	67,4
T4f Entretenimento S.A.	TIME FOR FUN	ND	ND	33,9	39,5	34

Figura 2: Informações sobre as empresas privadas que compuseram a amostra

Fonte: Dados da Pesquisa

Nota: ND – Não disponível

Os dados secundários das empresas foram coletados a partir do software Economática®. Tais dados se referiam a informações derivadas das demonstrações financeiras das empresas selecionadas, assim como de indicadores financeiros. Após a coleta dos dados, os mesmos foram tabulados e analisados por meio do software *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 17.0 e do software Microsoft® Excel (MS-Excel) 2013. Os dados foram analisados por meio das seguintes técnicas: estatística descritiva, teste de Kruskal-Wallis e regressão logística. A estatística descritiva, de acordo com Babbie (1999), é uma forma de apresentar descrições quantitativas de modo manejável, sendo que, às vezes, descrevem-se variáveis isoladamente, outras vezes, as associações que ligam uma variável a outra.

Por sua vez, o teste de Kruskal-Wallis pode ser compreendido como uma alternativa não paramétrica para testar se duas ou mais amostras provêm de populações semelhantes ou de populações diferentes, conforme Maroco (2010). Segundo o referido autor, o teste de Kruskal-Wallis é usualmente mais adequado quando os dados se referem a variáveis ordinais ou há um pequeno número de dados disponíveis. Salienta-se que os coeficientes não-paramétricos não exigem, inicialmente, nenhum pressuposto sobre a forma de distribuição das variáveis. Ressalta-se que tanto a estatística descritiva quanto o teste de Kruskal-Wallis foram empregados tanto para se analisar o comportamento das variáveis das empresas da amostra anualmente,

quanto para identificar possíveis diferenças estatisticamente significativas em tais variáveis no que tange a empresas sob controle privado e sob controle estatal.

Já a regressão logística, de acordo com Maroco (2010), pode ser compreendida como um tipo de regressão categorial, na qual a variável dependente é dicotômica (“0” ou “1”). De acordo com Hair, Black, Babin, Anderson, e Tatham (2009), a regressão logística é uma técnica interessante para se analisar quando a variável dependente tem apenas dois grupos, pois: (a) não depende de suposições rígidas como a análise discriminante (além de ser mais robusta quando seus pressupostos não são satisfeitos); e (b) apresenta muitas similaridades à regressão múltipla. A Equação 1 apresenta o modelo proposto, enquanto a Figura 3 apresenta a operacionalização das variáveis empregadas no modelo.

$$y = \beta_0 + \beta_1 \times CAPEX + \beta_2 \times LC + \beta_3 \times END + \beta_4 \times CE + \beta_5 \times DY + \beta_6 \times AT + \beta_7 \times MEBTIDA + \varepsilon \quad (1)$$

Onde:

- CAPEX equivale ao nível de investimentos
- LC equivale ao indicador de liquidez corrente
- END equivale ao grau de endividamento
- CE equivale à composição do endividamento
- DY equivale ao *dividend yield*
- AT equivale ao Ativo total
- MEBITDA equivale à margem EBTIDA

Variável	Sigla	Operacionalização
Ativo total	AT	$\ln(\text{Ativo Total})$
Nível de investimentos	CAPEX	$\ln(\text{CAPEX})$
Composição do endividamento	CE	$\text{Passivo circulante} \div \text{Passivo exigível total}$
<i>Dividend yield</i>	DY	$(\text{Dividendos} + \text{Juros sobre capital próprio}) \div \text{Lucro líquido}$
Grau de endividamento	END	$\text{Passivo exigível total} \div \text{Ativo total}$
Liquidez corrente	LC	$\text{Ativo circulante} \div \text{Passivo circulante}$
Margem EBTIDA	MEBTIDA	$\text{EBITDA} \div \text{Receita líquida}$

Figura 3: Operacionalização das variáveis

Fonte: Dados da pesquisa

A regressão logística foi estimada no intuito de desenvolver um modelo global capaz de distinguir entre os dois grupos de empresas da amostra, ou seja: aquelas sob controle estatal e aquelas sob controle privado. Para a estimação do modelo, empregou-se o método “Enter” (que insere todas as variáveis no modelo simultaneamente). Para se estimar a qualidade de ajuste do modelo, empregou-se o valor de verossimilhança (-2LL), assim como o teste do qui-quadrado de Pearson, uma matriz de classificação e as seguintes medidas de pseudo-R²: R² de Cox e Snell e R² de Nagelberk (Hair *et al.* 2009). No caso dos coeficientes do modelo, empregou-se a estatística Wald para testar sua significância individual (Maroco, 2010).

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Análise anual das variáveis

Esta subseção apresenta uma análise anual das diversas variáveis coletadas para o desenvolvimento do estudo (vide Figura 3). Para tanto, destacam-se estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo e máximo) de cada variável anualmente. A Tabela 1 apresenta tais informações para as variáveis durante o ano de 2009. Observa-se que a variável DY foi a que apresentou uma maior dispersão em torno da média. Isso se deve ao fato de algumas empresas distribuírem resultado no período, enquanto outras não o fazem (o que pode ser

verificado pelo valor mínimo da variável). Salienta-se que o teste de Kruskal-Wallis não indicou qualquer diferença estatisticamente significativa entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado da amostra no que tange às variáveis selecionadas para análise.

Tabela 1: Estatísticas descritivas das variáveis para o ano de 2009

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
END	56,13	20,51	11,57	103,76
LC	1,63	1,28	0,50	6,40
MEBTIDA	29,75	22,88	-29,00	75,50
AT	15,62	1,76	12,57	19,66
CAPEX	12,90	2,63	5,77	18,07
DY	0,67	1,44	-	6,64
CE	0,35	0,19	0,15	1,00

Fonte: Dados da pesquisa

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas para as variáveis durante o ano de 2010. Verifica-se novamente que a variável DY foi a que apresentou uma maior dispersão em torno da média. Ademais, novamente o teste de Kruskal-Wallis não indicou qualquer diferença estatisticamente significativa entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado da amostra em relação às variáveis analisadas.

Tabela 2: Estatísticas descritivas das variáveis para o ano de 2010

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
END	55,24	19,76	7,50	105,00
LC	1,62	1,37	0,50	6,90
MEBTIDA	28,21	25,45	-39,20	75,30
AT	5,05	4,98	-3,10	17,50
CAPEX	15,63	1,85	12,57	20,07
DY	13,12	2,30	7,94	18,20
CE	0,37	0,49	-0,73	1,40
END	0,32	0,18	0,14	0,98

Fonte: Dados da pesquisa

Por sua vez, a Tabela 3 apresenta informações sobre as variáveis durante o ano de 2011. Nesse caso, a variável MEBITDA foi a que apresentou uma maior dispersão em torno da média. Isso se deve à grande variabilidade dos resultados operacionais obtidos pelas empresas no período (enquanto a pior empresa da amostra apresentou uma MEBITDA de -62,4%, a melhor apresentou um indicador de 77,8%). É importante destacar que o teste de Kruskal-Wallis indicou diferenças estatisticamente significativas a menos de 1,0% entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado no que tange à variável LC. Nesse caso, é possível afirmar que a média das empresas privadas para o indicador no que se refere às empresas privadas foi superior ao apresentado pelas empresas de controle estatal no período.

Tabela 3: Estatísticas descritivas das variáveis para o ano de 2011

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
END	55,38	16,59	31,82	108,68
LC*	1,51	1,49	0,60	7,70
MEBTIDA	27,45	29,41	-62,40	77,80
AT	4,99	6,37	-5,30	20,50
CAPEX	15,74	1,82	12,54	20,21
DY	13,08	2,16	10,07	18,07
CE	0,51	0,51	-0,08	2,21
END	0,34	0,15	0,13	0,68

Fonte: Dados da pesquisa

** Nota: Teste de Kruskal-Wallis – 6,679 (Qui-quadrado) significativo a 1,0%

Já a Tabela 4 descreve informações sobre as variáveis durante o ano de 2012. Novamente a variável MEBITDA foi a que apresentou uma maior dispersão em torno da média (enquanto a pior empresa da amostra apresentou uma MEBITDA de -122,3%, a melhor apresentou um indicador de 73,1%). Nesse caso, o teste de Kruskal-Wallis não indicou qualquer diferença estatisticamente significativa entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado da amostra em relação às variáveis analisadas.

Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis para o ano de 2012

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
END	56,48	12,70	35,72	77,08
LC	1,43	0,84	0,40	3,60
MEBTIDA	12,08	43,90	-122,30	73,10
AT	3,25	7,49	-11,70	22,80
CAPEX	15,70	1,85	12,57	20,33
DY	12,87	2,30	8,58	18,19
CE	0,51	1,50	-2,28	5,72
END	0,33	0,15	0,13	0,68

Fonte: Dados da pesquisa

Por fim, as informações sobre as variáveis durante o ano de 2013 são destacadas na Tabela 5. A variável MEBITDA mais uma vez foi a que apresentou uma maior dispersão em torno da média (enquanto a pior empresa da amostra apresentou uma MEBITDA de -177,3%, a melhor apresentou um indicador de 65,4%). Ressalta-se que o teste de Kruskal-Wallis indicou diferenças estatisticamente significativas a menos de 5,0% entre as empresas de controle estatal e aquelas de controle privado no que tange à variável CE. Nesse caso, é possível afirmar que, em média, as empresas privadas apresentam um maior volume de obrigações a vencer no curto prazo do que as empresas de controle estatal em 2013.

Tabela 5: Estatísticas descritivas das variáveis para o ano de 2013

Variável	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
END	67,55	49,74	33,66	280,61
LC	1,25	0,64	-	2,90
MEBTIDA	12,77	49,33	-177,30	65,40
AT	15,68	1,78	12,61	20,44
CAPEX	13,23	1,90	9,69	18,31
DY	0,20	0,75	-2,36	1,48
CE**	0,37	0,20	0,17	0,98

Fonte: Dados da pesquisa

** Nota: Teste de Kruskal-Wallis – 4,148 (Qui-quadrado) significativo a 5,0%

Com base nas informações apresentadas nessa subseção, verificou-se que um aumento médio constante do endividamento geral das empresas a partir de 2010. Tal fato influenciou uma queda média também constante da liquidez corrente das empresas ao longo de todo período de análise. Salienta-se também a redução da margem EBITDA ao longo de todo o período (com exceção do ano de 2013). Ressalta-se que houve um aumento de dispersão dos resultados ao longo do período, demonstrando uma maior variabilidade dos resultados operacionais entre as empresas selecionadas.

Verificou-se, ainda, que não foi possível observar de forma sistemática diferenças estatisticamente significativas entre as empresas de controle privado e as de controle estatal em cada um dos períodos no que tange às variáveis analisadas de forma individual. A subseção seguinte apresenta os resultados do modelo geral desenvolvido para todos os períodos e todas as variáveis simultaneamente.

4.2. Análise global das variáveis

Nesta subseção, são apresentados os resultados do modelo de regressão logística desenvolvido. Salienta-se que o valor -2LL do modelo estimado foi de 36,79. Já o teste do qui-quadrado de Pearson evidenciou um valor de 7,05, com um p-valor de 0,53. Verifica-se, assim que não se pode rejeitar a hipótese nula, observando um bom ajuste do modelo geral, uma vez que os valores observados não são estatisticamente distintos dos valores esperados de acordo com (Maroco, 2010).

As medidas R^2 de Cox e Snell e R^2 de Nagelberk apresentaram os seguintes valores 0,58 e 0,79, respectivamente. Tais medidas representam a quantidade de variação explicada pelo modelo logístico estimado, sendo que valores acima de 0,50 já podem ser considerados de significância prática conforme Hair *et al.* (2009).

A Tabela 6 apresenta a matriz de classificação do modelo estimado. Observa-se que o modelo classificou incorretamente como estatais apenas duas observações que eram privadas (93,33% de acerto). Ademais, o modelo estimado classificou incorretamente como privada somente uma observação que era de controle estatal (98,11% de acerto). No geral, o modelo classificou corretamente 96,39% das observações empregadas.

Tabela 6: Matriz de classificação

Classificação observada	Classificação prevista pelo modelo estimado		Percentual (%) de classificação correta
	Privada	Estatual	
Privada	28	2	93,33
Estatual	1	52	98,11
Percentual Geral (%)			96,39

Fonte: Dados da pesquisa

Com base no exposto, considerando o teste do qui-quadrado, o R^2 de Cox e Snell, o R^2 de Nagelberk e a matriz de classificação, verifica-se que o modelo apresentou um bom ajuste geral. Conforme Hair *et al.* (2009), a convergência dessas medidas é importante para se concluir adequadamente sobre o ajuste geral do modelo de regressão logística.

A Tabela 7 apresenta os resultados obtidos na estimação do modelo com todas as suas variáveis. Com base na referida tabela, a análise da estatística Wald para cada um dos coeficientes estimados indica que quatro variáveis apresentaram significância estatística no modelo a menos de 0,05, quais sejam: END, LC, MEBIT e CE. Dessa forma, não é possível afirmar que as demais variáveis (AT, CAPEX e DY) são estatisticamente diferentes de zero e que influenciam a discriminação entre o tipo de controle da empresa (Estatual ou Privado).

Tabela 7: Resultados obtidos na estimação do modelo com todas as suas variáveis

Variáveis	Coefficientes estimados (β)	Exp(β)	Estatística de Wald	p-valor
END	-,209	,811	8,369	,004
LC	-5,909	,003	7,795	,005
MEBITDA	-,133	,876	9,125	,003
AT	1,474	4,367	2,150	,143
CAPEX	,100	1,106	,016	,898
PAYOUT	-,542	,582	2,495	,114
CE	-9,856	,000	4,743	,029
Constante	1,871	6,494	,037	,847

Fonte: Dados da pesquisa

A análise da Tabela 7 permite então verificar que as variáveis relacionadas à política financeira das empresas capazes de discriminar entre o tipo de controle (privado ou estatal) estão ligadas às de financiamento (END e CE), gestão do capital de giro (investimento e financiamento nesse tipo de ativo) (LC) e desempenho (MEBITDA). Observa-se que todas as

variáveis apresentaram o coeficiente estimado negativo, o que indica que as empresas de controle privado tendem a apresentar valores mais elevados de tais variáveis em relação às de controle estatal.

Ademais, a análise dos coeficientes exponenciados indica que o END e o MEBITDA apresentam as maiores influências na probabilidade de discriminação. Tal situação possivelmente está relacionada ao maior grau de alavancagem financeira das empresas de controle privado, que possibilitam obter uma maior lucratividade a partir de uma estratégia mais agressiva de financiamento frente às empresas de controle estatal.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo apresentou os resultados de uma pesquisa que visou analisar as variáveis discriminantes das políticas financeiras adotadas entre empresas de controle estatal e de controle privado da BM&FBOVESPA entre os anos de 2009 e 2013. Para tanto, foram selecionados e analisados diversos indicadores financeiros relacionados à política financeira das empresas. Ademais, estimou-se uma regressão logística de forma a obter as variáveis contábeis que possibilitariam tal discriminação.

A análise dos indicadores demonstrou um aumento médio do endividamento e uma queda da liquidez média das empresas. Ademais, verificou-se uma redução média dos resultados operacionais das empresas selecionadas e um aumento da variabilidade desses mesmos resultados. A análise individual das variáveis anualmente não possibilitou verificar, de forma sistemática, diferenças estatisticamente significativas entre as empresas de controle privado e de controle estatal.

Por outro lado, por meio do modelo de regressão logística desenvolvido no estudo, verificou-se que quatro variáveis (END, LC, MEBITDA e CE) foram estatisticamente significantes no modelo. Todavia, não foi possível afirmar que as demais variáveis empregadas no modelo (AT, CAPEX e DY) influenciariam a discriminação entre o tipo de controle da empresa.

Constatou-se, pela observação dos resultados obtidos pelas variáveis relativas ao financiamento, que empresas de controle privado possuem valores mais elevados de END e CE em relação as empresas de controle estatal. Isso ocorre, pois sua alavancagem financeira tende a ser calcada em decisões de financiamento mais agressivas. Tais resultados confirmam que, no Brasil, a composição acionária das empresas influencia significativamente as suas decisões de financiamento (estrutura de capital), tal como apresentado por Prociány e Schnorrenberger (2004). Além disso, também foi verificado que as empresas sob controle privado tendem a apresentar valores mais elevados de MEBITDA e LC, demonstrando resultados operacionais usualmente maiores que as empresas de controle estatal, mas um maior conservadorismo na gestão de ativos e passivos de curto prazo.

Salienta-se que é importante destacar algumas limitações da pesquisa apresentada neste trabalho. Inicialmente, o estudo utilizou apenas informações contábeis, ou seja, internas às empresas. Além disso, o modelo desenvolvido não apresentou valores de ajuste muito altos, o que indica que algumas outras variáveis significativas sobre discriminação entre o tipo de controle da empresa poderiam ser consideradas para melhorar seu ajuste. É importante ressaltar que o resultado do presente estudo não pode ser generalizado a outras situações e variáveis, pois não é uma amostra probabilística e há limitações nas aplicações dos modelos.

Apesar das limitações, salientam-se as contribuições do estudo apresentado neste artigo para os estudos da área. Primeiramente, destaca-se a relevância do estudo sobre o tema tipo de controle acionário (privado ou estatal), considerando a escassez de pesquisas sobre o tema no mercado brasileiro. Ademais, salienta-se que a pesquisa foi desenvolvida após as principais mudanças na legislação contábil brasileira em função da convergência às IFRS. Pesquisas

futuras poderiam considerar outras variáveis não consideradas no estudo e que discriminem entre o tipo de controle acionário (privado ou estatal) das empresas. Além disso, variáveis exógenas às empresas também poderiam ser empregadas no estudo.

REFERÊNCIAS

Aldrighi, D., & Mazzer, R., Neto (2005). Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista de Economia Polític*, 25(2), 115-137.

Assaf, A., Neto. (2009). *Finanças corporativas e valor*. (4a ed). São Paulo: Atlas.

Assaf, A., Neto; Lima, F. (2014). *Curso de administração financeira*, (3a ed.). São Paulo: Atlas.

Babbie, E. R. (1999). *Métodos de pesquisas de survey*. Belo Horizonte: UFMG.

Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração da USP*, 41 (4), 369-380.

Chen, A. A., Cao, H., Zhang, D., & Dickinson, D. G. (2013). The impact of shareholding structure on firm investment: Evidence from Chinese listed companies. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 85–100.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. *Demonstrações Consolidadas*. 2012. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/448_CPC%2036%20R3%20rev%2004.pdf>. Acesso em: 21 outubro. 2014.

Dalmácio, F. Z., & Corrar, L. J.(2007). A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1 (1), 16-29.

Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas: teoria e prática*. (2a ed.) Porto Alegre: Bookman.

Dong, Y., Meng, C., Fith, M., & Hou, W. (2014). Ownership structure and risk-taking: Comparative evidence from private and state-controlled banks in China. *International Review of Financial Analysis*, 36, 120-130.

Gitman, L J. (2010). *Princípios da administração financeira*. (12a ed.). São Paulo: Pearson Prentice Hall.

Hair, J. F., Jr.; Black, W. C.; Babin, B. J.; Anderson, R. E.; Tatham, R. L.(2009). *Análise multivariada de dados*. (6a ed.). Porto Alegre: Bookman. p.688.

Hoji, M. (2014). *Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial*. (11a ed.). São Paulo: Atlas.

- Iaquiapaza, R. A., Amaral, H. F. & Araújo, M. S. B. (2008). Testando as previsões da pecking order theory no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. *RAM – Revista de Administração Mackenzie*, 9 (3), 157- 183.
- Iqbal, Z., & French, D., W. (2007). Executive share ownership, trading behavior, and corporate control: evidence from top management turnover during financial distress. *Journal of Economics and Business*, 59, 298–312.
- Iudícibus, S., Martins, E, Gelbcke, E. R, & Santos, A. dos. (2010). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades - de acordo com as normas internacionais e do CPC*. (1a ed.). São Paulo: Atlas.
- Jiming, L., & Xing, S. (2012). An empirical analysis of the corporate ownership concentration on the operation performance after IPOs of chinese listed SMEs. *Physics Procedia*, 24, 1192-1198.
- Johnson, R., W. (1974). *Administração financeira*. (4a.ed.). São Paulo: Atlas.
- Jostarndt, P., & Sautner, Z.(2008). Financial distress, corporate control, and management turnover. *Journal of Banking & Finance*, 32, 2188–2204.
- Korczak, P., & Liu, X. (2014). Managerial shareholding policies and retention of vested equity incentive. *Journal of Empirical Finance* , 27, 116–129.
- Leal, R. P. C. & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *RAE-eletrônica*, 2(2).
- Leal, R. P. C.,& Silva, A. L. C. (2008). Controle Compartilhado e o Valor das Empresas Brasileiras . *RAC-Eletrônica*, 2(2), 296-310.
- LOPES, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). São Paulo – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo
- Malhotra, N. K. Birks, D. F. (2007). *Marketing Research: An Applied Approach*. (3a ed.) Harlow: Prentice Hall.
- Maroco, J. (2010). *Análise estatística: com utilização do SPSS*. (3a. ed.) Lisboa: Edições Sílabo.
- Miranda, R. A., & Amaral, H. F. (2011). Governança corporativa e gestão socialmente responsável em empresas estatais. *Revista de Administração Pública*, 45(4), 1069-1094.
- Procianoy, J., L., & Schnorrenberger, A. (2004). A Influência da Estrutura de Controle nas Decisões de Estrutura de Capital das Companhias Brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 58 (1), 121-146.
- Solomon, E.,& Pringle, J. (1981). *Introdução à administração financeira*. São Paulo: Atlas.

Truong, T., & Heaney, R. (2007). Largest shareholder and dividend policy around the world. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 47, 667–687.