



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

TITO FRANCISCO IANDA

**MERCADO DE AÇÕES: UM ESTUDO DA DIFERENÇA DE PREÇOS ENTRE
AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS NO BRASIL**

Porto Alegre

2013

TITO FRANCISCO IANDA

**MERCADO DE AÇÕES: UM ESTUDO DA DIFERENÇA DE PREÇOS ENTRE
AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS NO BRASIL**

Trabalho de conclusão de curso de Graduação a ser apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel em Administração.
Orientador: Prof. Marcelo Scherer Perlin

**Porto Alegre
2013**

TITO FRANCISCO IANDA

**MERCADO DE AÇÕES: UM ESTUDO DA DIFERENÇA DE PREÇOS ENTRE
AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS NO BRASIL**

Trabalho de conclusão de curso de Graduação a ser apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para obtenção do Grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Marcelo Scherer Perlin

Conceito Final: ___A___

Aprovado em: _09_ de dezembro __de__ 2013

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Scherer Perlin

Prof.(a) Examinador(a)

AGRADECIMENTOS

Ao meu Deus, pelo seu grande amor na minha vida, pela saúde que tem me concedido, paz e tranquilidade durante estes 5 anos da vida acadêmica.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Marcelo Scherer Perlin, que tem contribuído muito no meu desenvolvimento acadêmico, não apenas na orientação do meu trabalho de conclusão de curso, mas também quando foi meu professor de duas matérias de finanças no curso de administração. Agradeço pela paciência que teve comigo em todo o percurso do desenvolvimento do trabalho de conclusão e pelas reuniões que sempre viabilizou para esclarecer-me as dúvidas e orientações.

Agradeço ao meu pai, Alberto Francisco Ianda (*in memoriam*), que passou por mim e não ficou, mas me ensinou a lutar para ser alguém na vida.

A minha mãe, Sábado Mendes Infanda, por ter suportado a saudade durante estes 5 anos da minha ausência de casa.

Ainda estendo a minha gratidão ao Prof. Dr. Antônio Domingos Padula, pela confiança de me ingressar em um grupo de pesquisa científica para o meu crescimento profissional, pelas orientações acadêmicas que sempre me concedeu.

Também agradeço a Manoela Silveira dos Santos, por todo apoio que tem me oferecido nas elaborações dos trabalhos acadêmicos e pesquisas científicas, sem deixar de mencionar a Universidade Federal do Rio Grande do Sul pelo ensino de qualidade que tem me proporcionado.

Sendo uma pessoa de família de fraca influência na sociedade, pela vontade de Deus, conheci um Missionário (*in memoriam*) que se tornou um pai para mim. Ele sempre acreditou em mim, e me ofereceu todo o apoio para concluir o ensino médio e preparar-me para ingressar na Universidade. Confuso, na época, não sabia muito bem o que fazer na vida, tampouco qual curso poderia ser do meu gosto e que me garantiria uma condição razoável de dignidade na sociedade guineense. Então, impulsionado pelos colegas e amigos do colégio, Seco Biaguê M'Bar e Ladislau Sami, despertaram em mim o interesse de ingressar na Faculdade de Direito em Bissau, Guiné-Bissau.

Entretanto, ao ajeitar para ingressar no curso de Direito, surgiu a oportunidade de estudar no Brasil, o que mudou totalmente os meus planos

previamente definidos. Os Missionários Pr. Valter Amaro Cavalheiro (*in memorian*) e esposa Justina dos Santos Cavalheiro deram-me todo o apoio para garantir uma vaga de estudo no Brasil, mais especificamente na Universidade Federal do Rio Grande do Sul, em Porto Alegre. Assim, dedico meu especial agradecimento não só ao Pr. Valter (*in memorian*), mas também à Missionária Justina Cavalheiro que também considero minha mãe.

Agradeço a D. Teresa dos Santos, ao Joaquim dos Santos, a Beatriz dos Santos, a Tiago dos Santos, Victor André dos Santos e Lucas dos Santos, que me receberam pela primeira vez em Caxias do Sul e me trataram com muito carinho, e sempre estiveram ao meu lado durante todo o meu estudo.

Também não posso deixar de dedicar meus agradecimentos a Miriã dos Santos Cavalheiro e Méri dos Santos Cavalheiro, minhas irmãs de criação. Ainda estendo minha gratidão aos meus irmãos Domingos Alberto Francisco Ianda, minha irmã Ida Francisco Ianda, Santana A. F. Ianda, Marcos A. F. Ianda, Luís A. F. Ianda, César A. F. Ianda, Bedum A. F. Ianda e minha madrastra Segunda M'Bunde, pelo grande apoio emocional que me ofereceram para vir estudar no Brasil. Reconheço que poderiam me ajudar muito mais se estivessem próximo de mim e a saudade seria bem menor.

Ainda dedico minha gratidão a D. Sara Ribeiro, que me recebeu e hospedou em sua casa durante oito meses, ofereceu-me muito carinho e me ajudou na adaptação em Porto Alegre. Também agradeço ao Dr. Carlos Amaro Cavalheiro, Dra. Marie Macadar Cavalheiro e a Nicole Cavalheiro, que têm me dado grande apoio em todos os aspectos durante toda a minha estada em Porto Alegre.

Agradeço meus amigos e irmãos da Igreja Assembleia de Deus, Igor Stephen Pereira Grisostre, André dos Santos, Luiz Carlos Fernandes Cunha, Margot Tugne Cunha, Eliezer Tugne Cunha e Misael Cunha, que contribuíram muito na minha vida espiritual e emocional, encorajando-me a engajar na juventude da Igreja e nos passeios em Porto Alegre. Também agradeço ao Pr. Elísio e sua esposa, que sempre me deram oportunidades de participar em atividades da igreja.

Sou grato também ao Pr. Osvaldino M. Lopes do distrito agronomia da Igreja Assembleia de Deus, que me tratou de forma diferenciada na Igreja. Agradeço a todos os obreiros da igreja e principalmente aos amigos e irmãos José Leite, Armando, Teresa, Amílto Cruz, Marilisa, Luciano, Adriano de Bairros e Jairo Lopes. Pessoas que foram amigos mais próximos.

Agradeço também aos colegas e amigos que trabalharam comigo na empresa PS Júnior, Jéssica Lima de Oliveira, Camila Scherdien, Vicente Körbes, Alencar Volpato, Caroline Renner, aos colegas de trabalho na empresa Plantio Direto Agronegócio Ltda e da Energia Direta Ltda, sem descartar agradecimentos ao meu grande amigo Pb. Hélio Govoni e irmã Sônia Govoni, Gabriela Govoni e Daniela Govoni.

Finalmente, deixo meu grande agradecimento ao Pr. Alexandre Pedroso e irmã Raquel, sua esposa, irmão Marcelo Rosa e Daniela Pieluhowski líder de jovens da minha congregação. E aproveito para estender minha gratidão a Patrícia Tatiana Ferreira Ramos, minha amiga e colega do curso, que sempre esteve ao meu lado, desde que a conheci. Patrícia, sua amizade me traz muita satisfação e alegria de viver.

Também agradeço muito a amizade da Bruna de Quadros e Marina Rosane Zibetti, que sempre se fez presente em minhas dificuldades, além da Shirley Pereira Giusti Veiga, Sheila Veiga e a D. Ivone Veiga, pela amizade das suas filhas. Ainda, agradeço a amiga Raquel Cetut, Nicolle Rodrigues de Paula, ao meu amigo Frederico de Matos Alves Cabral, Ilda Sanca e aos demais colegas que vieram comigo da Guiné-Bissau pela amizade e companhia.

RESUMO

O presente trabalho foi resultado de uma investigação da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais no Brasil. O trabalho foi desenvolvido com o objetivo de identificar e explicar ao mercado acionário brasileiro a razão da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais com base na análise de dados. Para atingir os objetivos pré-estabelecidos, foram selecionadas 6 companhias de capital aberto com melhores desempenhos no mercado de ações no terceiro trimestre de 2013. As companhias selecionadas foram: Bradesco S.A, Gerdau S.A, ITAUSA, Petrobras S.A, Usiminas S.A e Vale S.A. As referidas companhias foram analisadas historicamente envolvendo aspectos como os preços diários de ações ordinárias e preferenciais entre 2010 a 2013, composição acionária e estrutura da governança corporativa. Com aplicação de ferramentas estatística de análise de dados, foi verificado que as companhias selecionadas apresentam diferenças significativas de preços entre ações ordinárias e preferenciais. O resultado revelou que a diferença de preços está fortemente relacionada ao perfil de cada companhia selecionada. As companhias de ramo familiar oferecem ações ordinárias mais baratas que as preferenciais, enquanto as empresas não familiares precificam ações preferenciais mais baratas que as ordinárias. Estas também possuem o maior volume de ações com direito a voto em poder da família, inviabilizando a inserção de um terceiro no controle da companhia.

Palavras chave: mercado de ações, ações ordinárias, ações preferenciais, precificação.

ABSTRACT

This work was the result of an investigation of the price difference between common and preferred shares in Brazil. The work was developed with the goal of identifying and explaining the Brazilian stock market, the reason for the price difference between common and preferred shares based on data analysis. To achieve the predetermined goals, we selected six public companies best performing stock market in the third quarter of 2013. The companies selected were: Bradesco S.A, Gerdau S.A, Itaú S.A, SA Petrobras, Usiminas S.A and Vale S.A. These companies were analyzed historically involving aspects such as daily prices of common and preferred shares from 2010 to 2013, ownership structure and corporate governance framework. With application of statistical tools for data analysis it was found that the selected companies have significant price differences between common and preferred shares. The result showed that the price difference is strongly related to each selected company profile. The family branch companies offer cheaper that the preferred shares, while non-family businesses precipice cheaper than ordinary preferred shares. These also have the largest number of shares with voting rights held by the family, preventing the insertion of a third party in control of the company.

Keywords: stock market, common share, preferred shares, pricing.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro.....	21
Figura 2. Fórmula de cálculo do percentual de lucro líquido a pagar em dividendos para acionistas	29
Figura 3. Ilustração de cálculo do valor presente de uma companhia.....	30
Figura 4. Fórmula de cálculo do Valor Presente de um fluxo de caixa.....	30
Figura 5. Preço justo da ação.....	31
Figura 6. Cálculo do retorno sobre patrimônio líquido e <i>Divend Yield</i>	32

LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Critérios de decisão da compra e venda de ações	31
Tabela 2. Volume médio de Ações Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN) negociados na bolsa de valores de São Paulo, no período de 04/01/2010 a 17/07/2013.	44
Tabela 3. Análise de Variância (ANOVA).	52

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Diferença de preços entre ações ordinárias em relação às preferenciais.	46
Gráfico 2. Percentual do volume de ações dos controladores das companhias analisadas.	47
Gráfico 3. Índice de ações dos controladores em relação às ações negociadas em bolsa de valores.	48
Gráfico 4. Regressão Linear.....	51

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 TEMÁTICA DA PESQUISA	15
1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	15
2 JUSTIFICATIVA	17
3 OBJETIVOS	19
3.1 OBJETIVO GERAL	19
3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	19
4 REFERÊNCIAL TEÓRICO	20
4.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	20
4.2 MERCADO DE AÇÕES.....	22
4.2.1 O que são ações?	23
4.2.2 Bolsa De Valores	23
4.3 ABERTURA DE CAPITAL	26
4.3.1 Fatores que impulsionam as companhias na abertura do capital	26
4.3.2 Tipos de ações negociadas na bolsa de valores	27
4.4 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS.....	28
4.5 AS CORRENTES DE AVALIAÇÃO DAS COMPANHIAS.....	29
5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	33
6 RESULTADOS	36
6.1 BRADESCO S.A.	36
6.2 USIMINAS S.A.	38
6.3 GERDAU S.A.	39
6.4 PETROBRAS S.A.	40
6.5 ITAÚ S.A.	41
6.6 VALE S.A.	43
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	55
REFERÊNCIAS	58
APÊNDICE	61
ANEXOS	68

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é um dos instrumentos de grande utilidade na economia de um País, pois, além de promover o desenvolvimento econômico, garante a viabilidade nas transações mobiliárias entre os captadores de recursos para financiamento de projetos de investimentos de curto, médio, longo prazos e investidores que atuam no mercado de capitais, o que proporciona a multiplicação da riqueza de uma nação (PINHEIRO, 2009; PAULA, TRICHES, 2010; ASSAF NETO 2011).

Historicamente, no Brasil, o mercado de capitais começa a ser instituído em 1890 com a Fundação da Bolsa Livre, porém fechada em 1891 pela crise financeira de Encilhamento (AZEVEDO e VALENTIM, 2011). O termo encilhamento foi atribuído para referir a política adotada pelo então Ministro da Fazenda Visconde de Ouro Preto e Rui Barbosa, como forma de fomentar a industrialização nacional (AZEVEDO e VALENTIM, 2011). Em decorrência, a política gerou incertezas nas especulações financeiras e inflações. Em 1895 foi criada a bolsa de Fundos Públicos de São Paulo, onde eram registradas em quadros negros de pedra as negociações de títulos públicos e ações, o que evoluiu para o desenvolvimento e formação do atual mercado financeiro do Brasil, a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. – Bm&Fbovespa (BM&FBOVESPA, 2013).

A Bm&Fbovespa é uma das maiores bolsas do mundo e é líder na América Latina. O volume movimentado no mercado à vista da Bm&Fbovespa em 2012 foi de R\$ 1,445 trilhão, o que evidencia a capacidade transacional da instituição.

A introdução de uma companhia no mercado de capitais pode ser impulsionada por muitos fatores, como a necessidade de suprimento de caixa, financiamento de projetos de investimento, expansão, internacionalização e abertura de capital a partir da identificação do potencial de crescimento da entidade, entre outros.

A configuração operacional de uma companhia no mercado financeiro varia de empresa para empresa, conforme a cultura e objetivos organizacionais pré-definidos ao ingressar no mercado de capitais. A literatura financeira apresenta algumas alternativas de operação relevantes visando à necessidade da companhia na abertura de capital para operar na Bolsa de Valores. Estas alternativas podem ser

classificadas como emissão de títulos de dívida de curto prazo, de longo prazo ou debêntures e ações.

Na emissão de títulos de dívida, a companhia paga juros fixos mais o principal no vencimento do título, enquanto isso ganha os benefícios fiscais e os lucros do exercício ficam em poder da empresa. Entretanto, na emissão de ações, a empresa auferir uma parcela do seu capital social para o terceiro, porém sem obrigação de pagar um valor fixo de dividendos.

Uma Ação pode ser classificada em três modalidades, conforme a natureza e especificações auferidas no estatuto da companhia ou na Lei nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas). Para Assaf Neto (2011), ações classificam-se em ordinárias, preferenciais e de gozo ou de fruição. As ações ordinárias garantem o direito de voto; preferenciais gozam de preferência no recebimento dos dividendos; e de fruição, pouco usado no mercado acionário nacional brasileiro, garante a prioridade na aquisição de novas ações e praticamente são oferecidas aos fundadores da companhia (INTELECT GERENCIAMENTO FINANCEIRO, 2013; ASSAF NETO, 2011).

Tendo em vista a grande circulação de ações ordinárias e preferenciais no mercado acionário brasileiro, o presente trabalho propõe-se a investigar os mecanismos que influem na diferença de preços entre as duas modalidades de ações, sendo que esta diferença é de fundamental importância para os investidores que se deparam com um *trade-off* na aquisição de ações de uma companhia tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário referente à escolha de ações ordinárias ou preferenciais.

Uma das hipóteses previamente levantadas neste estudo ocorre que as companhias precificam ações ordinárias mais caras em relação a preferenciais a fim de desestimular o interesse dos acionistas no controle da companhia. Outra hipótese está embasada na existência de empresas que tenham por cultura manter o controle de atividades econômicas em um pequeno grupo de investidores, típico das companhias familiares. Ainda, há hipótese decorrente de os investidores serem influenciados pelo desempenho histórico da companhia, o que aumenta a incerteza na compra de ações preferenciais, tema a ser explorado ao longo da pesquisa.

A pesquisa foi realizada em duas etapas. A primeira conta com um levantamento sistemático da literatura financeira, abordando aspectos conceituais do sistema financeiro nacional e de mercado de ações. Na segunda etapa, foi realizada

uma coleta de dados secundários, tabulação e análise crítica apontando as hipóteses pré-definidas no início da pesquisa.

1.1 TEMÁTICA DA PESQUISA

O tema deste projeto de pesquisa consiste na investigação dos fatores empíricos que permitem explicar ao mercado acionário brasileiro a razão da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais.

1.2 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O mercado de ações vem despertando atenção dos investidores brasileiros nos últimos anos, devido a sua influência na economia e implicações no desenvolvimento econômico da sociedade. Para Bovespa (2000 apud PAULA; TRICHES 2010; ASSAF NETO, 2011), o mercado de ações apresenta uma alternativa de captação de recursos direto dos investidores, sem, no entanto, comprometer o caixa.

Devido a sua característica, o mercado de ações promove a democratização por meio de repartição de ativos da companhia em pequenas parcelas, ofertadas no mercado de capitais para captar recursos a médio e longo prazos, o que viabiliza a implementação de novos projetos de melhoria e de desenvolvimento das companhias emissoras.

As companhias de capital aberto, segundo Assaf Neto (2011), ingressam no mercado de ações com o objetivo de captar recursos a fim de promover o crescimento, desenvolver novos produtos e serviços, fortalecer a competitividade interna e externa (BM&FBOVESPA, 2013), bem como diluir ativos a pequenos poupadores, permitindo a maior participação de capitais de terceiros na estrutura de capital da companhia.

Uma ação pode ser Ordinária ou Preferencial. A diferença entre as duas modalidades de ações envolve as características e as formas de precificações definidas conforme a estratégia de atuação da companhia no mercado acionário. Os fluxos de caixa de ações preferenciais são mais volumosos em termos de remuneração que os de ações ordinárias, o que representa um *trade-off*: as ações preferenciais garantem mais capital, mas as ordinárias dão o direito a controle da

companhia. Também esta diferença pode variar conforme a percepção, por parte do investidor, de quanto será possível controlar a empresa com o direito a voto, fator que intensifica o dilema de precificação.

Nesta perspectiva, foi levantada a seguinte questão: **o que implica a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais?**

2 JUSTIFICATIVA

A inserção de uma companhia no mercado de ações constitui-se em uma das principais decisões de captação de recursos direto dos investidores para financiamento de seus projetos. Entre as opções de captação de recursos mobiliários disponíveis no mercado de capitais, a emissão de ações apresenta-se como uma das alternativas mais apropriadas quando a estratégia da companhia consiste em captar recursos para implementação de projetos de médio e de longo prazos.

Por outro lado, os investidores também ingressam no mercado de ações para efetuar transações mobiliárias, incluindo a compra e venda de ativos financeiros, garantindo a liquidez de ações negociadas no mercado primário e promovendo a viabilidade da circulação destes no mercado secundário ou bolsa de valores.

As precificações fixadas em ações negociadas em bolsa de valores refletem o desempenho histórico da companhia, considerando a conjuntura econômica, bem como as perspectivas futuras da entidade (PINHEIRO, 2009). A literatura estabelece que diversas teorias foram concebidas para efetuar análise de preços, incluindo a estrutura da empresa e as perspectivas econômicas na compra de ações. A maior parte dessas teorias foi desenvolvida a partir da década de 1990, como análise fundamentalista de ações, análise macroeconômica, análise dos fundamentos das empresas, valorização de ações e análise técnica de ações (PINHEIRO, 2009).

As teorias supracitadas apresentam elementos pertinentes que dão suporte aos operadores do mercado acionário analisar e identificar o verdadeiro valor de uma companhia, o que deve se refletir nos preços de ações. Entretanto, não fornecem dados que permitem identificar as variáveis que influem na diferença de preços entre as duas categorias de ações, atribuídas pela empresa emissora.

Sendo os preços definidos pelas companhias quando da emissão de ações, os investidores deparam-se com um *trade-off* na aquisição de ações preferenciais (sem direito ao controle da companhia), porém que enseja no recebimento dos dividendos fixos, e ações ordinárias (com direito ao controle), todavia com limitações no recebimento dos dividendos. Neste sentido, o fator da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais é um dos elementos-chave que enalteça a necessidade de uma análise racional sobre este fenômeno considerando os fluxos

de caixa da companhia, a estrutura de capital e a composição dos acionistas das companhias listadas na Bm&Fbovespa. Fatores que podem ser fortemente influenciados pela assimetria da informação e o risco da economia.

Nesta perspectiva, a investigação dos elementos empíricos que implicam a diferença de preços é de grande relevância para identificar qual a sua influência o mercado acionário brasileiro. Além do avanço no conhecimento do mercado de capitais, dos mecanismos implícitos na precificação de ações ordinárias e preferenciais, bem como minimizar a incerteza dos investidores na decisão de compra de ações ordinárias ou preferenciais.

3 OBJETIVOS

3.1 OBJETIVO GERAL

- Investigar a razão da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais com base na análise de dados.

3.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Identificar os fatores que influenciam as companhias na precificação de ações ordinárias mais caras que preferenciais e em vice versa;
- Selecionar as companhias com melhores desempenhos no mercado acionário brasileiro no início do segundo semestre de 2013;
- Investigar a composição dos acionistas ordinários e preferenciais no desempenho das companhias selecionadas para análise;
- Descrever as vantagens e desvantagens para investidores na escolha de uma opção de ações;
- Apresentar dados empíricos que evidenciam a razão da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais.

4 REFERÊNCIAL TEÓRICO

Esta sessão visa apresentar a revisão literária sobre o mercado acionário brasileiro, abordando aspectos conceituais do sistema financeiro nacional, das ferramentas e dos agentes que sustentam o funcionamento do mercado de ações.

4.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O sistema financeiro pode ser definido como um conjunto de instituições que facilitam a circulação de recursos monetários entre agentes financeiros. É um sistema que funciona em ciclos, captando recursos dos superavitários e canalizando para os deficitários. Na concepção de Securato e Securato (2007; PINHEIRO, 2009), o sistema financeiro pode ser compreendido como a soma das instituições que nele operam e dos agentes políticos, monetários, de capitais, creditícia, fiscal e cambial.

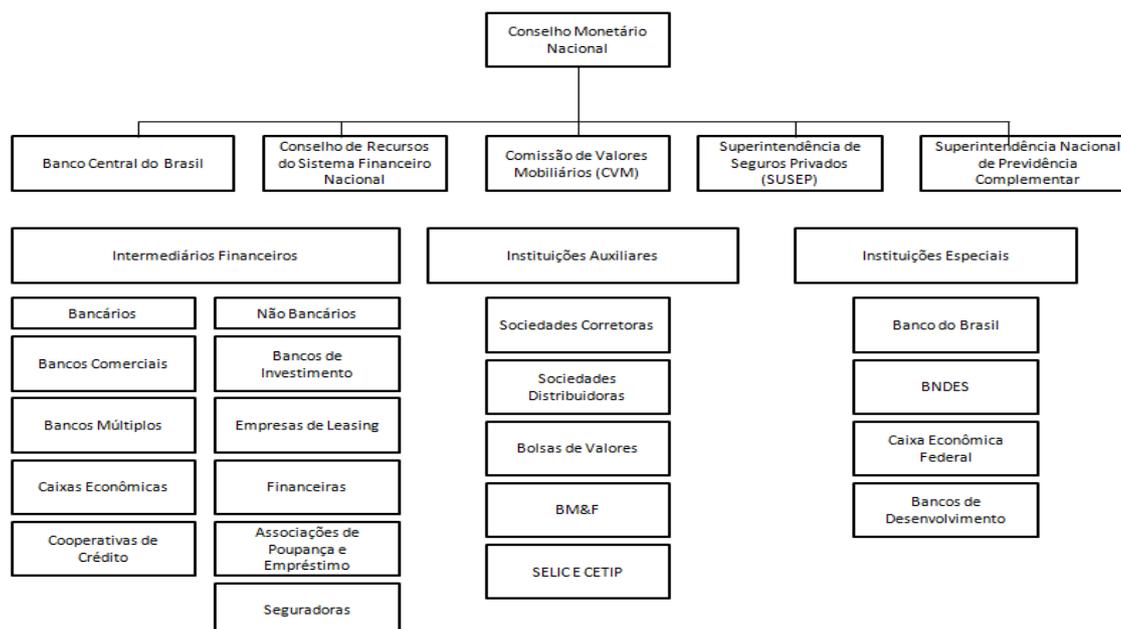
No Brasil, a Lei nº 4.595/64 define instituições financeiras como:

As pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros (Lei nº 4.595/64, Art. 17).

Os componentes do Sistema Financeiro Nacional brasileiro podem ser classificados em órgãos reguladores e agentes do mercado financeiro, incluindo as instituições especiais, auxiliares e intermediários financeiros. Os intermediários são as instituições bancárias e não bancárias, e têm a finalidade de promover as transações mobiliárias no mercado financeiro (SECURATO; SECURATO, 2007; ASSAF NETO, 2011).

A figura 1 a seguir sintetiza a estrutura atual do Sistema Financeiro Nacional:

Figura 1. Estrutura do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro.



Fonte: Adaptado de Securato e Securato (2007, p. 59; ASSAF NETO, 2011, p. 39-40).

A figura 1 permite visualizar os principais órgãos que compõem o Sistema Financeiro Nacional e como eles se interrelacionam. O Conselho Monetário Nacional, acima do organograma, Banco Central do Brasil, Conselho dos Recursos Financeiro Nacional e as Superintendências são responsáveis pelo sistema normativo, fiscalização do mercado mobiliário, implementação das políticas monetárias, aplicação e julgamento das penalidades administrativas emitidas aos agentes financeiros (SECURATO; SECURATO, 2007). No terceiro nível da figura, de cima para baixo, encontram-se as entidades financeiras, classificadas em 3 (três) grupos: (i) intermediários financeiros; (ii) instituições auxiliares e; (iii) instituições especiais.

- (i) Os intermediários financeiros são entidades que operam com valores mobiliários, garantindo a viabilidade das transações financeiras. Consideram-se intermediários monetários os bancos comerciais e as cooperativas de crédito e intermediários não monetários, os bancos de investimento, os seguradores, as associações de empréstimo e empresas de leasing, ou seja, as Sociedades de Arrendamento Mercantil;

- (ii) As Instituições Auxiliares incluem as Sociedades corretoras, Sociedades distribuidoras, Bolsa de Valores e Mercado de Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), Sistema Nacional de Liquidação e Custódia (SELIC) e Central de Custódia e Liquidação de Títulos (CETIP) têm a finalidade de registrar e garantir a liquidez das transações mobiliárias provenientes dos bancos privados;
- (iii) Os órgãos Especiais são agentes financeiros cujo governo é como um dos principais acionista: ora exerce a função social de pagamento de dívidas públicas federais, estabelece preço mínimo de aquisição de produtos agropecuários, pagamento de seguro desemprego, financiamento de máquinas e equipamentos agrícolas, empreendimentos, financiamento de habitação, gerenciamento de Fundo de Garantia de Tempo de Serviço (FGTS) e gestão das lotéricas (SECURATO e SECURATO, 2007). Nesta categoria, encontram-se o Banco do Brasil, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF) e os Bancos de Desenvolvimento.

4.2 MERCADO DE AÇÕES

O Mercado de Ações é um segmento de mercado de capitais onde são comercializadas as ações das companhias de capital aberto. O mercado de ações pode ser dividido em duas partes: mercado primário de ações e mercado secundário. Assaf Neto (2011, p. 182) ressalta que “entende-se por mercado primário de ações o mercado onde são negociados, pela primeira vez, os valores emitidos pelas companhias. Estes valores são revendidos no mercado secundário para investidores em geral”.

Vale enfatizar que todas as operações realizadas neste mercado precisam ser registradas na CVM, o que evidencia a necessidade da presença dos intermediários financeiros (ASSAF NETO, 2011). No mercado secundário, os titulares podem vender suas ações a terceiros recuperando o valor aplicado mais o *spread*¹.

¹ *Spread* é a diferença do preço de compra e venda de uma ação.

4.2.1 O que são ações?

As ações são títulos de uma companhia negociados no mercado de capitais e representam uma parcela da empresa auferida ao terceiro, proveniente de aplicação de seu recurso naquela companhia com direito a recebimento de lucros da companhia distribuídos aos titulares de ações em forma de dividendos. Para Piazza (2007, p. 17), “uma ação é um título negociável que representa uma fração mínima do capital social de uma empresa de capital aberto, ou seja, de uma empresa de tipo S.A. (Sociedade Anônima)”.

Pinheiro (2009, p. 183) acrescenta: “o acionista não é um credor da companhia, mas um coproprietário [...]. Uma ação não tem prazo de resgate, sendo convertida em dinheiro a qualquer momento mediante negociação no mercado”. No entanto, vale frisar que quanto melhor o desempenho da companhia, maior será a liquidez de seu ativo no mercado de ações.

Assim como outras aplicações financeiras, o investimento em ações também envolve assumir certo risco de perda de capital em relação ao comportamento de a empresa não honrar com suas obrigações. O risco de uma companhia pode ser considerado como as decisões financeiras e de alocação de recursos na economia, pois envolve a avaliação de “atratividade econômica do negócio e a capacidade financeira em resgatar os compromissos assumidos perante terceiros” (ASSAF NETO, 2011, p. 186). Além disso, existe o risco econômico referente ao avanço da tecnologia e a rivalidade perante a concorrência. Também há presença do risco financeiro, que envolve o endividamento da companhia e a capacidade de liquidar suas obrigações financeiras.

4.2.2 Bolsa De Valores

No contexto histórico, a literatura não apresenta, de forma clara, a origem da bolsa de valores. Alguns autores acreditam ter surgido no *Emporium* grego; outros, no *collegium mercatorium* romanos ou em palestina (PINHEIRO, 2010). Para Clear (2013), a bolsa de valores surgiu no século XV, mas, antes do surgimento, os títulos e as cotas das companhias de capitais abertas sempre eram vendidos nas vias públicas como um produto qualquer comercializado naquele período.

No entanto, o surgimento de um local reconhecido para negociação das cotas de participações das companhias, emissão de títulos e valores mobiliários ocorreu somente em 1487, na Bélgica. Segundo Brandão (2010; CLEAR, 2013), a primeira ação negociada na bolsa de valores pertencia a Companhia Holandesa das Índias Orientais, advento ocorrido em 1631. Com o passar do tempo, a operação foi difundida em muitos países, tornando-se uma das principais forças motrizes para o desenvolvimento e crescimento econômico, porém com regulamentação pouco estruturada.

A partir do século XX, diversas leis foram disseminadas para padronizar o funcionamento do mercado financeiro e da Bolsa de Valores. Com esse advento, a bolsa passa assumir a estrutura atual, incorporando novas tecnologias e sistemas de operação eletrônicos.

Em aspectos conceituais, Pinheiro (2010, p.240) define que “as bolsas de valores são instituições de caráter econômico que têm como objetivo a negociação pública de títulos e valores mobiliários, ou seja, é um local onde se compram e vendem ações”. Já na concepção de Rassier (2009), as bolsas de valores são os centros mais importantes de comercialização de ações em decorrência do volume e transparência nas operações, e representam o único instrumento que viabiliza as transações dos investidores na compra e venda de ações por intermédio das corretoras.

No Brasil, a Bolsa de Valores e Mercadoria de Futuro de São Paulo (Bm&FBovespa) é uma das principais instituições auxiliares que compõem o Sistema Financeiro Nacional. A entidade é de natureza civil, sem finalidade lucrativa. Tem a função de “estabelecer sistemas de negociação que propiciem a continuidade de preços e liquidez ao mercado de títulos e valores mobiliários” (SECURATO; SECURATO, 2007, p. 76). Além disso, “A Bm&FBovespa permite aos investidores realizarem operações com ações no Mercado a vista, mercado de Opções de Ações, Mercado de Opções de Índices e Mercado Futuro de Ações” (SECURATO; SECURATO, 2007, p. 78).

O Mercado a vista refere-se à comercialização a vista de *commodities*, enquanto o Mercado Futuro enseja em que as partes interessadas assumam um compromisso de compra e venda de um ativo com liquidação na data futura, incluindo o ajuste diário decorrente das oscilações de preços no período. Já o Mercado de Opções de Ações, segundo BM&FBovesp (2013), “compreende as

operações relativas à negociação de direitos outorgados aos titulares de opção de compra ou de venda de ativo”. Enquanto o Mercado de Opções sobre Índices representa uma carteira hipotética utilizada como indicador para calcular a rentabilidade que um investidor poderia obter possuindo a referida carteira (PIAZZA, 2007).

Neste mercado, o objeto da opção é o índice de lucratividade das ações da bolsa de valores. Segundo BM&FBovespa, os índices da Bolsa de Valores e Mercadoria de Futuro de São Paulo:

São indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo. Os preços das ações podem variar por fatores relacionados à empresa ou por fatores externos, como o crescimento do país, do nível de emprego e da taxa de juros. Assim, as ações de um índice podem apresentar um comportamento diferente no mesmo período, podendo ocorrer valorização ou ao contrário, desvalorização (BM&FBOVESPA, 2003).

Os pesos destes indicadores são redefinidos a cada quatro meses para melhor representar o mercado acionário e servem de referência para o mercado financeiro no Brasil (PIAZZA, 2007). Para Pinheiro (2009), o controle do indicador de ações é efetuado através de gráficos que permitem visualizar a evolução de ações periodicamente. Pinheiro (2009, p. 254) acrescenta:

os índices de ações nos dão uma visão de todo o mercado, pois neles estão incorporadas as principais ações e setores de uma economia. São considerados um poderoso instrumento para a avaliação comparada de performance de desempenho do mercado.

Neste contexto, “dizer que a bolsa subiu ou caiu não significa que todas as ações se movimentaram do mesmo modo. [Pelo contrário] significa apenas que essa foi a medição dada pelo placar do mercado” (RASSIER, 2009, p.65).

A literatura financeira estabelece que o sucesso de um investidor no mercado de ações depende muito da sua capacidade de analisar a situação do mercado, do desempenho das companhias, bem como identificar momentos certos de entrar e sair do mercado. Nesta concepção, a observância dos índices é de fundamental importância para a tomada de decisão. Assim, cabe analisar como e por que uma empresa abre o capital para operar na bolsa de valores.

4.3 ABERTURA DE CAPITAL

A abertura de capital é um processo de larga dimensão e um tanto complexo. Para Yazbek (2007. p.124), a decisão de abertura de capital não é uma opção que envolve vantagens e desvantagens, mas representa uma opção estratégica e significativas mudanças no desenvolvimento de atividades da empresa. A Lei n. 6.404/76 estabelece que “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”.

A referida Lei define que podem ser negociados no mercado mobiliário somente os valores das companhias devidamente registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Os ativos comercializados na bolsa de valores podem ser notas promissórias, debêntures, ações, opções de ações, entre outros ativos (BM&FBOVESPA, 2011). No entanto, um dos primeiros passos para operar em bolsa é abertura de capital, que consiste na oferta pública inicial (IPO) de títulos da empresa. Para BM&FBovespa:

Uma oferta pública inicial bem-sucedida exige um planejamento cuidadoso que envolve algumas iniciativas fundamentais. Analisados os fatores de abertura de capital, nível de preparação da empresa para atender as exigências legais, equipe interna que trabalhará no pré e pós-IPO², conjuntura do mercado e custos, os executivos da empresa começam a trabalhar em si (BM&FBOVESPA, 2011).

O processo envolve o cumprimento da Lei 6.404/76, designado Lei das Sociedades Anônimas (S.A), e registro junto à Comissão de Valores Mobiliários³ (CVM).

4.3.1 Fatores que impulsionam as companhias na abertura do capital

Os fatores que influem na abertura do capital de uma companhia podem ser descritos como a necessidade de captar recursos de terceiros para suprimento de caixa e financiamento de projetos de curto, médio e longo prazos; identificação do

² Oferta pública inicial de uma ação. IPO - sigla em Inglês para *Inicial Public Offering*.

³ Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável pela regulamentação da bolsa de valores e do mercado de balcão no Brasil. O portal da CVM pode ser acessado pelo seguinte endereço (www.cvm.gov.br).

potencial de crescimento; aumento do capital social da empresa ou diluição do direito de controle da empresa à grande número de investidores. Com abertura do capital, a companhia passa a ter acesso aos recursos do mercado de capitais para captação de recursos por emissões de ações, admissão de novos sócios e facilidade de obter financiamento de projetos de investimento enquanto viável e apresenta expressivo potencial de rentabilidade para a companhia (BM&BOVESPA, 2011).

4.3.2 Tipos de ações negociadas na bolsa de valores

As ações classificam-se em Ordinárias, Preferenciais e de Fruição. Porém, quanto à forma, as ações podem ser nominativas, nominativas endossáveis e escriturais. Na Bm&FBovespa, as ações mais negociadas são as Ordinárias e Preferenciais. As ações Ordinárias compreendem os títulos que garantem, ao titular, o direito de controle da companhia, participação nas decisões da companhia, bem como direito a voto na assembleia geral, assembleia extraordinária e participação no conselho do acionista. Enquanto ações Preferenciais não garantem o controle da companhia, mas a preferência no recebimento dos dividendos fixos e mínimos da companhia. E em termos de remuneração, os acionistas preferenciais recebem a maior parcela na distribuição de dividendos que as ordinárias.

Para Assaf Neto (2011, p. 184), “as ações preferenciais são mais atraentes em pequenos mercados, onde não existe uma maior diluição do capital votante (ordinária), caindo interesse por esses valores conforme o mercado cresce (...)”. Najjarian (2007, p. 155-156) acrescenta que “ações preferenciais dão algum privilégio aos seus titulares, como preferência no recebimento de dividendos fixos, mínimo ou 10% acima da parcela paga aos acionistas ordinárias”.

As ações ordinárias apresentam uma das características de capital social da companhia. Embora os titulares desse ativo não possuam condições privilegiadas, têm direitos comuns nas decisões sobre o rumo do negócio.

As decisões sobre o rumo da companhia aberta são tomadas nas assembleias gerais e extraordinárias. A assembleia geral é o órgão decisório máximo da companhia aberta, onde as decisões estratégicas são debatidas para o futuro do negócio. No entanto, a sua soberania decisória dos acionistas limita-se ao objeto social da companhia, não podendo deliberar de forma contrária a lei e o estatuto

social da companhia, além de evitar o abuso de poder e conflito de interesse entre os sócios (FINKELSTEIN, 2007).

Além da assembleia geral ordinária, as Sociedades Anônimas dispõem de assembleia geral extraordinária. A assembleia ordinária é o órgão responsável por deliberar sobre as matérias relacionadas a tomar contas do administrador, discutir e votar as demonstrações financeiras, deliberar a destinação do lucro líquido, eleger e destituir administradores e conselheiros fiscais. A realização dessa assembleia é obrigatória e deve ser efetuada até o último dia útil do quarto mês após o exercício social da companhia.

A assembleia geral extraordinária tem como finalidade deliberar assuntos que não sejam objetos da assembleia geral ordinária. Ela pode ser realizada sempre que os acionistas justificarem sua convocação. São objetos dessa assembleia: deliberar sobre criação de ações (i) preferenciais, aumento de classe de ações preferenciais existentes; (ii) alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (iii) alteração do dividendo obrigatório; (iv) mudança do objeto da companhia; (v) cisão, fusão e incorporação da companhia na outra; (vi) dissolução e cessação da liquidação da companhia, bem como a redução do dividendo obrigatório (ART. 136 DA LEI 6.404/1976).

4.4 DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Os dividendos são parcela de lucro de uma companhia distribuídos aos acionistas. Segundo a Lei nº 6.404/76 Art. 202, “Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto [...]”. Assaf Neto (2011) argumenta que a determinação da política de dividendos significa decidir sobre o lucro da companhia, o que apresenta também um *trade-off* para a companhia: reter o lucro para reinvestimento na operação da empresa ou distribuí-lo em forma de dividendos para os acionistas.

Para mensurar a percentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas é utilizado o índice *payout*⁴, a partir da seguinte combinação:

⁴ *Payout* ou ratio de distribuição de dividendos representa o percentual do lucro líquido de uma companhia, distribuídos aos acionistas.

Figura 2. Fórmula de cálculo do percentual de lucro líquido de a ser paga aos acionistas em forma de dividendos.

$$Payout = \frac{\text{Dividendos Distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}}$$

Fonte: Assaf Neto, 2011, p. 186.

A fórmula implica que quanto maior o *payout*, menor será o volume de recursos próprios, limitando a decisão de retenção de lucros para reinvestimento. “baixos índices de *payout* atribuem normalmente uma elevada importância à opção de reter lucros como fonte de financiamento de uma empresa” (ASSAF NETO, 2011, p. 186).

4.5 AS CORRENTES DE AVALIAÇÃO DAS COMPANHIAS

A literatura financeira apresenta duas fortes correntes de avaliação de uma companhia, que são analistas fundamentalistas e analistas grafistas. Assaf Neto (2011, p. 224) argumenta que os analistas de mercado buscam identificar a previsão futura do comportamento de uma empresa de capital aberto para projetar seu rendimento futuro e identificar o preço justo.

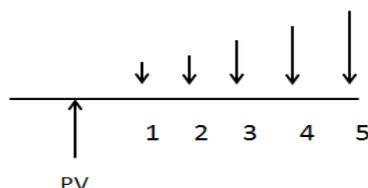
Neste aspecto, Rassier (2009) afirma que a corrente fundamentalista é mais apropriada para médio e longo prazos, enquanto grafistas mais indicados para análises de aplicações de curto prazo. Já na concepção de Piazza (2007), os fundamentalistas utilizam o próprio fundamento da empresa envolvendo a relação entre preço/lucro, lucro líquido, o volume de endividamento, patrimônio líquido e pagamento de dividendos.

Diferentemente de fundamentalistas, os analistas grafistas consideram mais os fatores periódicos do comportamento da companhia para elaborar projeções futuras. Também designado análise gráfica, estes analistas utilizam gráficos de barras, de linhas e de pontos para observar as oscilações do preço, o volume do dia e o fechamento anterior com a finalidade de identificar as tendências do mercado e pontos de reversão através dos gráficos (PIAZZA, 2007).

Para identificar o preço justo de uma companhia, os cálculos e análises precisam ser um tanto cuidadosos. Geralmente, “os analistas fazem uma projeção

do fluxo de caixa da empresa por determinado período, que é descontado a valor presente por uma taxa de juros que incorpora o risco de investimento da empresa” (RASSIER, 2009. p. 82). Assim, o valor de uma empresa no instante (t) é igual a soma do seu valor presente do fluxo futuro, descontado por uma taxa de retorno exigida, conforme a figura 3 a seguir:

Figura 3. Ilustração de cálculo do valor presente de uma companhia.



Fonte: adaptado. Rassier, 2009, p. 82.

Valor de empresa = Valor do fluxo futuro de caixa

Para chegar ao preço justo, é necessário avaliar o valor presente do fluxo de caixa (VPFC). A fórmula de cálculo é definida pela diferença da soma de fluxo de caixa mais a taxa juros exigido no período (RASSIER, 2009). Em termos ilustrativos pode ser observado na figura 4.

Figura 4. Fórmula de cálculo do Valor Presente de um fluxo de caixa.

$$VPFC = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Fonte: Rassier, 2009, p. 82.

Em que:

VPFC = Valor Presente de Fluxo de Caixa;

FC = Fluxo de Caixa no Período t;

r = Taxa de desconto e;

t = Período Estimado.

O preço justo da ação, entretanto, é dado pela diferença do valor da empresa em relação à quantidade de ações, figura 5:

Figura 5. Preço justo da ação

$$\text{Preço Justo da ação} = \frac{\text{Valor da Empresa}}{\text{Quantidade de Ações}}$$

Fonte: Rassier, 2009, p. 83.

Rassier (2009) acrescenta que o preço justo resulta de avaliação individual de cada analista e pode variar de um analista para outro, pois não utilizam a mesmas variáveis na análise, o que implica a diferença nas expectativas de preços de ações no mercado. Acrescenta ainda que a análise do preço justo permite saber quando comprar ações, quando vender, bem como quando não comprar e quando não vender. Além disso, estabelece o seguinte critério:

Tabela1. Critérios de decisão da compra e venda de ações

Situação	Decisão
Preço de mercado muito próximo ao preço justo da ação	Não justifica a compra nem a venda
Preço de mercado abaixo do preço justo da ação	Justifica compra
Preço de mercado acima de preço justo de ação	Justifica venda

Fonte: adaptado. Rassier, 2009, p. 83.

A tabela 1 permite observar os critérios de decisão padronizado conforme as situações mais simples do mercado de ações. Há outros modelos de avaliação, conhecidos como análise quantitativa ou por múltiplos. Segundo Rassier (2009), o modelo de avaliação por múltiplos leva em consideração o desempenho de ações no mercado como métricas de comparação com os resultados esperados da companhia.

Este autor ainda argumenta que, embora o modelo seja contestado, é bastante difundido. Para efetuar cálculo por múltiplos, utilizam-se os “números que relacionam o preço de ação na Bolsa de Valores com um indicador financeiro” (RASSIER, 2009, p. 84). Entende-se por indicadores financeiros os mecanismos que permitem verificar a situação financeira da companhia. Os mais conhecidos são lucro líquido do exercício, lucro por ação, dividendos pagos nos últimos períodos e o valor patrimonial da ação.

Os critérios de decisão de compra e venda, neste modelo, são observados da seguinte maneira: “se ações apresentarem favoráveis, estarão subavaliadas em relação àquelas de múltiplos desfavoráveis, por proporcionarem retornos em menor

tempo. São opções de compra. [Por outro lado], se as ações com múltiplos estão desfavoráveis. São opções de venda” (RASSIER, 2009, p. 84).

Os principais modelos de avaliação por múltiplos no mercado de ações são o de retorno sobre o patrimônio líquido e *Dividend Yield*⁵. As fórmulas do cálculo são apresentadas na figura 6, abaixo.

Figura 6. Cálculo do retorno sobre patrimônio líquido e *Dividend Yield*.

$$\text{Retorno sobre o Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Preço da ação}}$$

Fonte: adaptado. Rassier, 2009, p. 84.

Vale destacar que o retorno sobre patrimônio líquido compara o lucro líquido da companhia com o seu capital próprio. O seu principal objetivo é de avaliar se a companhia está gerando lucro para acionistas. Em termos de decisão, quanto maior, melhor; enquanto *Dividend yield* mede a rentabilidade gerado para o proprietário de ações a partir de pagamento de dividendos, assim como apresenta o percentual de dividendo pago ao acionista no resultado de último exercício (RASSIER, 2009).

⁵ *Dividend Yield* (ou rendimento de dividendo em português) é um indicador que permite mensurar a rentabilidade de ação em relação ao seu preço de venda.

5 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os objetivos elencados neste projeto de pesquisa apresentam características de natureza explicativa e experimental, pois buscam investigar e explicar os fatores científicos que permitem identificar a razão do comportamento de preços de ações ordinárias e preferenciais. Para Gil (2002), a pesquisa explicativa atenta na identificação dos fatores que determinam ou que contribuem na ocorrência dos fenômenos. Ela busca explicar o porquê das coisas a partir dos resultados obtidos. O autor acrescenta que o conhecimento científico está assentado nesta pesquisa, uma vez que pode assumir a posição de explicitar um fenômeno anteriormente identificado na pesquisa descritiva ou observacional.

Na concepção de Trivínos (1987 *apud* GERHARDT; SILVEIRA, 2009), a pesquisa experimental pressupõe um planejamento exato, e prega que a pesquisa inicia com a formulação sucinta do problema, delimitando [...] “as variáveis precisas e controladas que atuam no fenômeno estudado”. Já Gil (2002, p 93) “[argumenta que a pesquisa experimental] inicia-se com algum tipo de problema ou indagação (...) e exige que o problema seja colocado de forma clara, precisa e objetiva”.

Ressalta que a pesquisa experimental consiste em definir um objeto a ser estudado, delinear as variáveis passíveis de influenciar, formular controle e observações dos impactos da variável no objeto estudado (GIL, 2002). Nesta perspectiva, é de fundamental importância a definição sucinta dos procedimentos a serem seguidos para alcançar os objetivos elencados neste projeto de pesquisa.

Os procedimentos metodológicos foram desenvolvidos em três etapas. A primeira etapa conta com um (i) levantamento geral de todas as Companhias listadas na BM& FBovespa; (ii) identificação das companhias que têm ações ordinárias e preferenciais; (iii) seleção das companhias com ações mais vendidas no período em análise (início no segundo semestre de 2013); (iv) observação e exportação dos preços diários de ações ordinárias e preferenciais de cada companhia selecionada através do Software Economática⁶ para o Excel (dados de 2010 a 2013).

⁶ Economática é uma ferramenta projetada para análise de ações e fundos de investimentos.

Na segunda etapa, os dados foram tabulados e filtrados conforme os objetivos da pesquisa. Neste segmento, os dados exportados para o Excel foram selecionados em duas partes: os preços de ações ordinárias foram colocados em uma coluna e de ações preferenciais na outra coluna. As ações ordinárias possuem as letras iniciais das empresas seguidos por uma sigla ON e as preferências terminam com PN.

A terceira etapa abrange análise e descrição dos resultados obtidos na pesquisa. Os dados filtrados na segunda etapa foram trabalhados com aplicação de ferramenta estatística que permite alcançar os objetivos preliminares e levantamento de hipóteses. Os preços de ações ordinárias, preferenciais e volumes negociados das companhias selecionadas foram listados no Excel em colunas separadas.

Em seguida, foi calculada a diferença das médias de preços diários de ações de cada companhia e a diferença de volumes negociados, no período de 2010 a 2013. Os dados foram coletados em banco de dados da BM&FBOVESPA, no site das companhias selecionadas, no *Yahoo Finance*⁷ e no banco de dados do *Software Economática*.

Os valores obtidos nesse procedimento permitiram verificar as variações entre as médias de preços de ações, conforme a companhia. Também foi calculado o desvio-padrão dos retornos. Estas variações foram utilizadas na análise da estrutura de capital das companhias selecionadas.

As companhias selecionadas para análise foram: Bradesco S.A (BBND4), Usiminas S.A.(USIM5), Gerdau S.A.(GGBR), Petróleo brasileiro – Petrobras (PETR3), Itaú S.A.(ITSA) e Vale S.A.(Vale5).

Na análise das companhias, foi realizado um levantamento de dados financeiros e estatísticos das companhias selecionadas, bem como a estrutura da governança corporativa e composição acionária ao longo dos três últimos anos (2010 a 2013), com exceção da Vale 5 e ITSA que apresentaram apenas a composição de acionistas ordinárias em 2013.

Finalmente, foi realizada uma descrição detalhada das constatações e conclusões obtidas no resultado da pesquisa, em consonância com a revisão teórica e aporte para as hipóteses previamente levantadas.

⁷ *Yahoo Finance* é uma ferramenta exclusiva de finanças, no qual pode ser obtidas informações do mercado de ações, investimentos, indicadores financeiros, conversor de moedas, entre outras informações financeiras.

Cabe ressaltar ainda que as companhias foram analisadas individualmente para identificar os fatores que influem na diferença de preços de ações. Em seguida, uma Análise de Variância ANOVA para inferir se há uma diferença estatisticamente significativa entre as médias amostrais das observações utilizadas nesta pesquisa, o que permite levantar constatações sobre a existência de uma variável dependente, ou seja, se existe uma correlação entre a diferença de preços de ações e perfil das companhias selecionadas.

6 RESULTADOS

As companhias foram selecionadas de forma proposital, segundo alguns critérios pré-definidos, como o desempenho na bolsa de Valores de São Paulo no período da pesquisa. Com base nesse critério, foram selecionadas seis empresas para análise, as quais são: Bradesco S.A. (BBDC4), Usiminas S.A.(USIM5), Gerdau S.A.(GGBR), Petróleo brasileiro – Petrobras (PETR3), Itaú S.A.(ITSA) e Vale S.A.(Vale5).

Inicialmente, é possível observar que as companhias selecionadas atuam em diferentes ramos de atividades, sendo a Usiminas S.A., Gerdau S.A, e a Vale S.A. as três companhias que atuam no mercado de commodities de minério, enquanto Bradesco S.A. e Itaú S.A. as companhias bancárias e Petrobras S.A. da área petrolífera, conforme a tabela 2 abaixo. A análise inicia com o Bradesco S.A.

6.1 BRADESCO S.A.

O Banco Brasileiro de Descontos S.A ou Bradesco S.A foi fundado por Amador Aguiar em 1943, na cidade de Marília, Estado de São Paulo. O Amador era lavrador, banqueiro e empresário. A sua visão na época era de criar um banco democrático com a presença em todo o País, a serviço do desenvolvimento econômico e social do Brasil, atendendo aos imigrantes, lavradores, pequenos empresários e auxiliar o público em geral nas transações monetárias (SOC. BRASILEIRA DE EXPANSÃO COMERCIAL, 1953).

Com o rápido crescimento e desenvolvimento da instituição, na década de 1950 a sede do Bradesco foi construída em Osasco, São Paulo, período demarcado pela grande expansão e implementação de novas tecnologias na instituição. Um dos grandes destaques deste período pode ser descrito como a transferência da sede para a Cidade de Deus, São Paulo e a criação da casa do acionista para promover atendimento aos investidores com exclusividade.

No final da década 1950, entretanto, o Bradesco assumiria a liderança entre os bancos privados no Brasil, marcada por depósitos expressivos e implementação constante de novas tecnologias para conciliar com o crescimento econômico da instituição.

Em 1956 foi criada a Fundação Bradesco para promover a educação gratuita e de qualidade. A literatura conta que a Fundação Bradesco resulta de uma política do então fundador e bancário Amador Aguiar, pois ele pregava que todos deveriam ter direito a educação gratuita e de qualidade. A Fundação foi criada em São Paulo, porém hoje se encontra em todos os Estados do Brasil, formando milhares de alunos por ano (SOC. BRASILEIRA DE EXPANSÃO COMERCIAL, 1953).

Na década de 1960 foi criado o Conselho Superior de Administração do Bradesco S.A. Neste período contava com cerca de 1000 agências espalhadas em todo o Brasil. Também, deu-se início de automatização dos serviços por intermédio de aquisição dos computadores e diversas tecnologias de automação das operações do Bradesco. Já em 1970, a entidade dispunha de mais de 1 milhão de acionistas. Com o aperfeiçoamento constante dos serviços de comunicação, o banco Bradesco passa a transmitir informações aos investidores corporativos.

No final de 1970, a entidade começa a distribuir dividendos mensais aos acionistas, além de celebrar acordos com diversas instituições estrangeiras como *The Sanwa Bank Limited*, do Japão; *Deutsche Bank A.G.*, da Alemanha; *Société Générale*, da França; *Amsterdam-Rotterdam Bank N.V.*, da Holanda; *Creditanstalt-Bankverein*, da Áustria.

Em 2013, o Bradesco S.A. completa 70 de atuação no mercado brasileiro, tendo como principais concorrentes o Banco do Brasil S.A. e o Banco Itaú S.A. Em 1979, implantaram o Sistema de ações escriturais com registro eletrônicos e convertem suas ações nominativas em ações escriturais.

A literatura biográfica da vida do Amador Aguiar estabelece que, antes de morrer, o Aguiar doou a maior parte de suas ações à Fundação Bradesco, que se tornou historicamente a instituição controladora do Bradesco. A Fundação Bradesco tem à frente do projeto educacional a neta do Amador, Denise Aguiar, dando a entender que os presidentes do Bradesco não são os donos do banco, pois, além de a Denise possuir cadeira no conselho de administração, a família Aguiar detêm aproximadamente 20% das ações com direito a voto (SOC. BRASILEIRA DE EXPANSÃO COMERCIAL, 1953).

No mercado acionário brasileiro, as ações do Bradesco S.A. destacam-se como uma das mais vendidas no período analisado, início do segundo semestre de 2013. O preço estabelecido entre ações ordinários e preferenciais do Bradesco apresentam diferenças significativas.

Os cálculos da diferença permitiram verificar que as ações preferenciais do Bradesco são mais caras que as ordinárias. Em termos percentuais, as ações preferenciais estão 18% acima das ordinárias, o que corresponde a um valor de U\$ 3,89.

Na análise do volume de ações e preço, não foi identificada nenhuma relação. Conforme pode ser verificado na tabela 1 a seguir, as companhias Petrobras S.A. e Vale S.A. apresentam maior volume de ações ordinárias em relação às preferenciais, enquanto o Bradesco S.A., Gerdau S.A., Usiminas S.A. e Itaú S.A. possuem um volume maior de ações preferenciais em relação às ordinárias.

Os preços, no entanto, das companhias supracitadas são diferentes. Algumas apresentam ações ordinárias mais caras e outras, independente de o volume de ações ser maior em ordinária ou preferencial; se negociam ações preferenciais mais caras que ordinárias. Estes fatores permitem argumentar que, apesar de o volume de ações ordinárias do Bradesco ser menor que as preferenciais, não influenciam na precificação.

As análises da composição dos acionistas realizadas a partir de dados obtidos na Bm&Fbovespa (2013) permitiram identificar que historicamente o detentor de maior volume de ações com direito a voto do Banco Bradesco são acionistas de ramo familiar do fundador da Companhia, a família Aguiar. Fato que foi posteriormente se confirma a partir das pesquisas biográficas do Amador Aguiar.

6.2 USIMINAS S.A

A Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. (Usiminas S.A.) iniciou suas atividades no mercado siderúrgico em 1962. A companhia é uma das maiores entidade do grupo siderúrgico brasileiro, com foco em diversos segmentos de cadeia de aço e mineração, envolvendo logística, bens de capital, centros de serviços e distribuições e soluções customizadas para indústrias (USIMINAS S.A., 2012).

A Usiminas S.A. foi a primeira empresa privatizada no âmbito do programa do Governo Federal de privatizações em 1991. A busca contínua de ampliação e melhorias na eficiência da indústria e de operações é uma das políticas da Usiminas S.A., trabalhando de forma integrada aos clientes, visando contribuir para o aprimoramento e desenvolvimento da indústria brasileira.

Em relação aos dados financeiros, somente em 2012, a companhia registrou vendas de 6,9 milhões de toneladas de produtos siderúrgicos, gerando uma receita líquida de R\$ 13 bilhões e lucro líquido de R\$ 531 milhões. A Usiminas tem ações negociadas na BM&FBOVESPA, no Mercado de Balcão Norte americano (denominado *OTC over-the-counter*), com o símbolo USDMY em ações ordinárias, e USNZY com lastros em ações preferenciais. Também contém ações na Bolsa de Madri (LATIBEX). Com capital pulverizado, a Usiminas possui atualmente 50 mil acionistas (USIMINAS S.A, 2012).

A companhia conta com uma linha completa de aços que atende aos mais diversos setores industriais a nível nacional e mundial. A capacidade produtiva da entidade é de 9,5 milhões de toneladas/ano. Possui plantas localizadas estrategicamente em diferentes pontos do Brasil, como em Ipatinga (Minas Gerais) e Cubatão (São Paulo).

O capital social da Usiminas S.A. está dividido em 1.013.786.190 ações, sendo 49,84% compostos por ações com direito a voto (ordinárias) e 50,16% em ações sem direito a voto (preferenciais). Os principais acionistas da Usiminas são compostos por grupos de investidores com notáveis experiências no setor siderúrgico e transformação de aço, o que reforça a estrutura financeira da companhia e proporciona a expansão do conhecimento técnico para crescimento e desenvolvimento da empresa, além de promover vantagem competitiva para fazer frente aos desafios do mercado. Os detentores de maior capital votante da companhia são o Grupo Nippon, Ternium/Tenaris e Previdência Usiminas. Esses 3 grupos detêm 63,86% das ações a Usiminas com direito a voto.

Quanto à análise de preços de ações da Usiminas, as ações com direito a voto (ordinárias) são mais caras que as preferenciais. A diferença média acusou uma proporção de 19% das ordinárias em relação às preferenciais. Isto significa que as ações ordinárias da companhia estão em torno de U\$ 3,79 acima de ações preferenciais, enquanto o desvio-padrão dos retornos é de 16%.

6.3 GERDAU S.A.

A Gerdau é uma companhia brasileira líder no mercado de ferro, aços e metais nas Américas, e representa uma das maiores fornecedoras de aços longos e especiais do mundo. Tem 110 anos de atuação no mercado. Atualmente, conta com

mais de 45 mil funcionários e possui plantas industriais em 14 países, atuando nas Américas, Europa e na Ásia. Com uma capacidade produtiva acima de 25 mil toneladas/ano, é maior recicladora na América Latina, transformando milhares de toneladas de sucatas em aço.

A empresa possui mais de 150 mil acionistas e contém ações listadas na bolsa de valores de São Paulo, Nova York e de Madri, Espanha (GERDAU S.A., 2009). O preço médio das ações ordinárias da companhia é de U\$10,41, enquanto as preferenciais U\$18,62. A diferença média acusa um valor de -U\$8,22, o que representa um percentual de -78,86% em relação a preferenciais. É a maior diferença de preços entre todas as companhias selecionadas neste projeto de pesquisa.

A composição de acionistas ordinárias da Gerdau representada pela Metalúrgica Gerdau S/A e Bndesper- BNDES Participações S/A, sendo a Metalúrgica Gerdau o controlador da companhia, detendo 76% de capital votante e BNDES participações com 6,6%.

A Metalúrgica Gerdau S.A. é uma companhia de participações do Grupo Gerdau, tendo como diretor-presidente do Conselho de Administração Jorge Gerdau Johannpeter e André Bier Gerdau Johannpeter, diretor-presidente do Comitê Executivo – *Chief Executive Officer*.

6.4 PETROBRAS S.A

A Companhia Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras S.A.) foi instituída em 1953, porém as instalações foram concluídas somente em 1954, ao herdar o Conselho de Petróleo, duas instalações, a de Mataripe, Minas Gerais e de Cubutão, São Paulo. O lema da companhia é impulso pelo desafio de prover a energia capaz de promover o desenvolvimento e garantir o futuro da sociedade com competência, ética, cordialidade e respeito à diversidade (PETROBRAS S.A. 2013).

A companhia está presente em 25 países e atua de forma integrada nas atividades de exploração, produção, refino, comercialização, transporte e petroquímica, logística de derivados, biocombustíveis, gás natural e energia elétrica.

A companhia conta com mais de 100 plataformas de produção, possui 16 unidades de refinaria, 30 mil quilômetros em dutos e mais de seis mil postos de combustíveis no Brasil (PETROBRAS S.A., 2013). As reservas de petróleo da

Petrobras comprovadas estão em torno de 14 bilhões de barris, mas a perspectiva futura é de que esse volume aumente em dobro nos próximos anos. No entanto, com a descoberta do pré-sal, a expectativa é de que o Brasil possa assumir a 4ª posição mundial em produção de petróleo até 2030.

Os Principais acionistas da Petrobras são compostos por União Federal – Tesouro Nacional, FPS Fundo de Participação Social, Ffie – Fundo Fiscal de Investimento e Estabilização, e Bndespar – BNDES Participações S.A.. As Companhias supracitadas detêm mais de 60% das ações da Petrobras com direito a voto, sendo a União Federal a controladora da companhia, contendo 50,3% de ações ordinárias no período. As ações com direito a voto negociadas atualmente na bolsa de valores de São Paulo (Bovespa) somam 39,5% do capital votante.

Em relação à composição de acionistas sem direito a voto, a Petrobras tem o maior volume de ações em poder da Bndespar – BNDES Participações S.A. Esta companhia possui 23,9% de capital da Petrobras sem direito a voto, ficando na primeira posição em termos de volume de ações preferenciais da companhia em análise.

As cotações de ações da Petrobras, como fator primordial nesta análise, apresentam uma diferença significativa entre ações ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias estão cotadas em U\$ 24,45, enquanto as preferenciais U\$ 22,11. A diferença de preços é de U\$ 2,34. É uma diferença de 8% entre preço de ações com direito a voto em relação às ações sem direito a voto.

Em termos de volume de ações negociadas, a Petrobras lidera em números de ações. O volume de ações ordinárias da companhia é de 154.216.577,766, e o volume de ações preferenciais é de 551.755.011,98. Embora volumoso em termos numéricos, a União Federal está na posição controladora, sendo a Bndespar a principal acionista na categoria de ações sem direito a voto.

6.5 ITAÚ S.A.

O Banco Itaú S.A. foi fundado por Alfredo Egydio de Souza Aranha⁸ (1894-1961), em São Paulo, no dia 02 de janeiro de 1945, conhecido como Banco Central de Crédito. O capital da companhia limitava-se apenas a dez milhões de cruzeiro

⁸ Alfredo Egydio de Souza Aranha foi senador, empresário e proprietário de cafezais paulista, neto do Barão de Souza Queiroz e bisneto de Viscondessa de Campinas.

(US\$ 513.000) na época, mas a instituição teve um crescimento expressivo ao longo da sua primeira década (1945-1955), o que permitiu sua ampliação, ocupando uma posição entre 75 maiores bancos do Brasil, contando com mais de 30 mil filiais e dobrou seu capital em 1953. Como reflexo desse crescimento, o nome do banco foi alterado para Banco Federal de Crédito.

Entre os anos 1960 e 1970, o Banco Federal de Crédito foi marcado por várias fusões e aquisições, o que permitiu a expansão do seu capital e crescimento geográfico. O nome Itaú foi instituído apenas no início dos anos 1970, após a aquisição do Banco Aliança S/A e Banco Português do Brasil S/A (FUNDINGUNIVERSE, 1998).

Com sede na capital de São Paulo, o Banco Itaú S.A. ocupa a segunda posição entre as maiores instituições financeiras privadas no Brasil, perdendo apenas para o Banco Bradesco S/A. Em 1996, a instituição foi listada no *ranking* dos 100 melhores bancos do mundo. Ainda em meados da década de 1990, o Banco Itaú já ostentava mais de 1.800 agências em 455 cidades do Brasil, com mais de 7.700 caixas automática e uma rede de telebanco.

As operações da Companhia são segmentadas em quatro grandes grupos: (i) ITAUCORP, com a finalidade de gerenciar contas corporativas; (ii) Itaú Empresas, com a missão de atender empresas de médio porte e filiais de banco a nível nacional - oferece acesso a contas individuais por intermédio de caixas eletrônicos, telefones e serviços personalizados; (iii) Itaú *Private Bank*, que atua na gestão de indivíduos ricos; e (iv) Itauseg, subsidiária de seguros com a participação de 8% no mercado de seguros brasileiro.

A companhia Itaú S/A. possui ações na bolsa de valores lastreados em ordinárias (ITSA3) e preferenciais (ITSA4). Com um volume médio de 4.354.406,55 ações ordinárias e 96.120.363,94 preferenciais negociadas entre 2010 a 2013, as ações do Banco Itaú S/A apresentam uma diferença média de 17,50% entre ações com direito a voto em relação às ações sem direito a voto. As ações ordinárias estão cotadas em \$10,34 e as preferenciais em \$8,54. O desvio-padrão dos retornos é de 13%.

A Companhia tem como acionista majoritária a Fundação Itaú Social, retendo 11,29% de ações com direito a voto. A Fundação Itaú Social foi criada com objetivo de estruturar a implementação de ações sociais do Banco Itaú com ênfase nos programas de melhoria de políticas públicas focalizadas na educação e avaliação de

projetos sociais. Para tal, o Banco Itaú criou um fundo proveniente de doações de companhias do Grupo Itaú, com recursos investidos em ativos de curto prazo, renda fixa e ações do Itaú S/A.

O estatuto social da Fundação Itaú Social estabelece no seu artigo 4º o Banco Itaú S/A como principal mantenedor e considera as demais empresas do conglomerado Itaú como eventuais mantenedoras (FUNDAÇÃO ITAÚ SOCIAL, 2013).

6.6 VALE S.A

A mineradora Vale do Rio Doce – Vale S.A. foi fundada por Percival Farquhar⁹, em 1911, sob o nome Itabira Iron Ore, na cidade de Itabira em Minas Gerais. A atividade inicial da Companhia era de construção de ferrovias. Mais tarde, a companhia seria nacionalizada e passaria a ser denominada Vale.

Em junho de 1942, a Companhia Vale é oficialmente fundada pelo então presidente do Brasil Getúlio Vargas, que nacionaliza o setor de minério para cumprir um acordo de fornecimento de minério para os Estados Unidos da América durante a Segunda Guerra Mundial.

A companhia foi privatizada em 1997 pelo governo do Fernando Henrique Cardoso. Sediada no Brasil, com a missão de transformar recursos naturais em prosperidade e desenvolvimento sustentável, a Vale marca presença em mais de 30 países do mundo e emprega mais de 195 mil pessoas, atuando na exploração de ferro, ouro, manganês, cobre e níquel. A companhia é líder na produção de ferro e é a segunda maior produtora de níquel.

Em termos numéricos, a Vale já produziu 50 bilhões de toneladas métrica de minério de ferro nos 70 anos de atividades. Em 2012, a Companhia investiu US\$1,342 bilhões em ações sociais e ambientais, e aumentou a extensão ferroviária no Brasil em 10 mil km.

A liderança corporativa da Vale é formada por uma diretoria executiva composta pelo diretor-presidente Murilo Ferreira e sete diretores executivos. No mercado de ações, a Vale é uma das companhias que possui melhores

⁹ Percival Farquhar (1864-1953) foi empresário e engenheiro nascido numa família *Quaker* em Pensilvânia, Estados Unidos da América. Em 1905 a 1918 Farquhar tornou-se maior investidor estrangeiro no Brasil.

desempenhos, razão pela qual foi selecionada para a análise neste projeto de pesquisa. O volume de ações ordinárias da Vale S.A. negociados na Bolsa de Valores de São Paulo soma 169.576.465,17 e o volume de ações preferenciais, 696.433.634,42. É maior companhia em volume de ações negociadas em toda a lista selecionada nesta análise.

Em relação ao preço de ações, as ações da Companhia também são cotadas em valor acima das cinco companhias listada no presente projeto de pesquisa. No entanto, exibem diferença significativa entre ações com direito a voto e sem direito a voto. As ações com direito a voto são precificadas em \$ 40,39 e ações preferenciais estão cotadas em \$ 36,93. A diferença de preço de ações ordinárias da Vale S/A em relação a preferenciais é e \$3,46. O percentual médio da diferença de preços é de 8,57% e o desvio-padrão dos retornos de 4,46%. A tabela 2 sintetiza os dados apresentados nesta sessão.

Tabela 2. Volume médio de Ações Ordinárias (ON) e Preferenciais (PN) negociados na bolsa de valores de São Paulo, no período de 04/01/2010 a 17/07/2013.

COMPANHIAS	Volume Médio ON	Volume Médio PN	Preço Médio ON	Preço Médio PN	Diferença Média Ações	% Médio de Ações	Desvio Padrão dos Retornos
Bradesco S.A.	28.197.583,29	182.769.286,59	\$23,25	\$27,13	-\$3,89	-18%	10%
Usiminas S.A	12.998.567,44	97.175.667,33	\$18,73	\$15,01	\$3,72	19%	16%
Gerdau S.A.	4.354.406,546	122.640.653,12	\$10,41	\$18,62	-\$8,22	-85%	58%
Petrobras S.A.	154.216.577,766	551.755.011,98	\$24,45	\$22,11	\$2,34	8%	7%
Itaú S.A.	4.354.406,55	96.120.363,94	\$10,34	\$8,54	\$1,81	17,50%	13%
Vale S.A.	169.576.465,17	696.433.634,42	\$40,39	\$36,93	\$3,46	8,57%	4,46%

Fonte: Autoria própria, a partir de dados da Economática, 2013.

A tabela 2 permite visualizar o volume médio de ações ordinárias e preferenciais das seis companhias: Bradesco S/A, Usiminas S/A, Gerdau S/A, Petrobras S/A, Itaú S/A e Vale S/A mais vendidas na bolsa de valores de São Paulo, Bovespa. O período definido para análise é de 2010 a 2013 e o preço das ações foi lançado em unidade monetária de referência, o dólar norte-americano (\$). Também a tabela exhibe a diferença de preços entre ações com direito a voto e sem direito a voto, além da diferença média em termos percentuais e o desvio-padrão dos retornos.

As companhias listadas apresentam diferença de preços significativos entre ações ordinárias e preferenciais. As diferenças foram calculadas utilizando o preço

médio de ações ordinárias em relação a preços médios de ações preferenciais, no período de 2010 a julho de 2013.

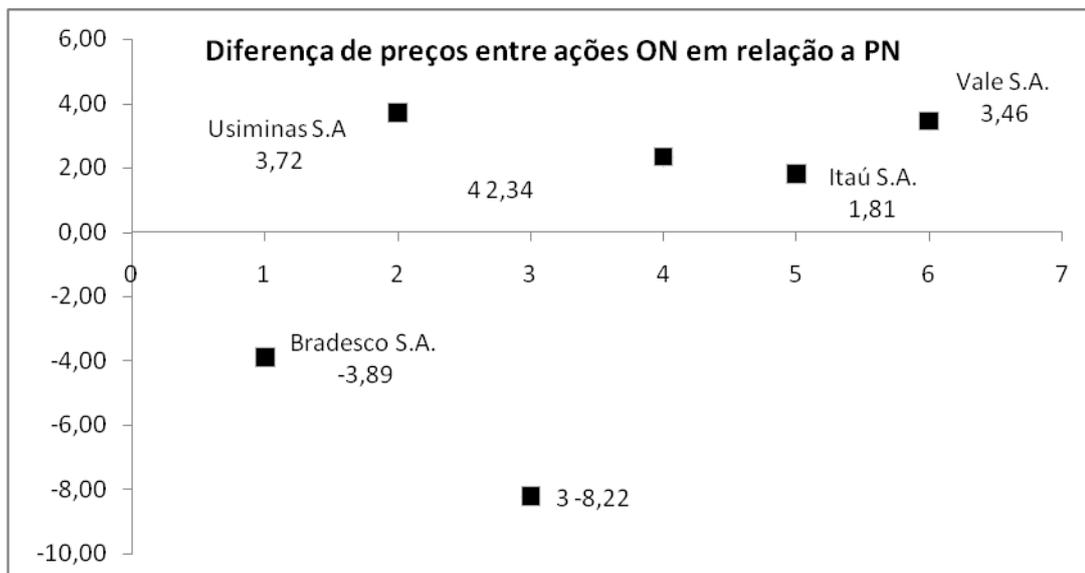
Os cálculos permitem verificar que a companhia Usiminas S/A tem maior diferença de preços. Esta diferença é de U\$ 3,72, ou seja, as ações ordinárias da companhia Usiminas S/A são mais caras que as preferenciais. Na segunda posição, encontra-se a diferença de preços de ações da Vale S/A. Esta companhia possui uma diferença de U\$ 3,46. Isto demonstra que as ações ordinárias da Vale S/A estão cotadas a uma diferença média de U\$3,46 acima das preferenciais. Seguindo o mesmo raciocínio, a Petrobras S/A ocupa a quarta posição entre as companhias com maior diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais.

As ações ordinárias da Petrobras S/A exibem uma diferença de U\$ 2,34 em relação às preferenciais. Na quarta e última posição das companhias com diferença positiva entre ações ordinárias em relação às preferenciais encontra-se a Itaú S/A. As ações ordinárias da Itaú S/A estão cotadas a U\$1,81 acima das preferenciais.

Em relação às companhias com ações ordinárias cotadas abaixo das preferenciais, a Gerdau S/A apresenta uma diferença de -U\$ 8,22 de ações ordinárias em relação à preferencial. Significa que as ações preferenciais da Gerdau S/A estão cotadas a U\$8,22 acima das ações ordinárias. Também foi verificado que a companhia Bradesco S/A possui uma diferença negativa no preço de ações ordinárias em relação a preferenciais. A diferença de preços entre ações ordinárias em relação às preferenciais da Bradesco S/A é de -U\$3,89.

O gráfico 1 a seguir permite visualizar as diferenças de preços das companhias supracitadas.

Gráfico 1. Diferença de preços entre ações ordinárias em relação às preferenciais.



Fonte: Autoria própria.

O gráfico permite visualizar a diferença de preços entre ações ordinárias em relação às preferenciais das 6 companhias selecionadas para análise. A partir das observações do gráfico, é possível descrever que a companhia Gerda S/A apresenta uma cotação mais baixa de ações ordinárias em relação às preferenciais e a Usiminas S/A possui uma cotação maior para ações ordinárias que as preferenciais em relação às demais companhias selecionadas nesta pesquisa.

O volume de ações dos controladores das companhias supracitadas foi selecionado conforme o percentual de ações ordinárias retidas por cada investidor em relação ao total negociada na bolsa de valores. Os dados demonstraram que o controlador da companhia Gerda S/A retém maior percentual de ações com direito a voto em relação às empresas analisadas nesta pesquisa.

O controlador da Gerda S/A possui 76,6% de ações com direito a voto. Este volume é bastante elevado em relação aos demais investidores que detêm ações com direito a voto. Analisou-se que este percentual não teve oscilações significativas historicamente nas ações ordinárias da companhia Gerda S/A.

Seguindo esta diretiva, o controlador da Vale S.A fica na segunda posição entre os controladores com maior volume de ações com direito em relação às companhias selecionadas nesta pesquisa. O acionista majoritário da Vale S.A possui 53,9% de ações ordinárias, sendo 46,1% distribuídas entre ações negociadas em

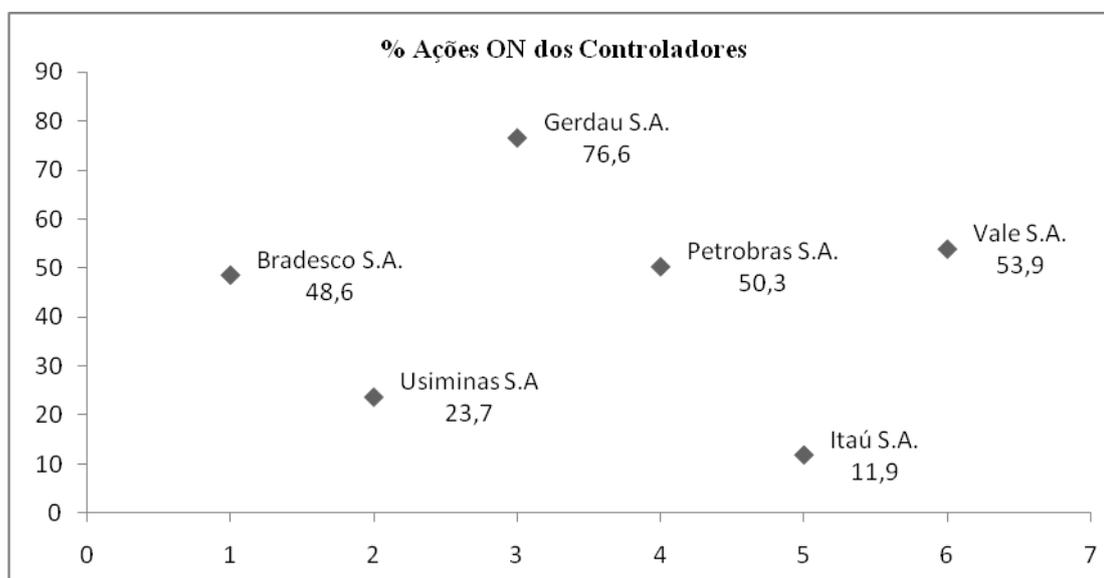
bolsa de valores e detidas por diversos acionistas que possuem ativos da companhia Vale S.A.

A companhia Petrobras S.A. apresenta como acionista majoritário o Governo brasileiro, detendo 50,3% de ações com direito a voto. Comparado com as demais companhias, o controlador da Petrobras S.A. encontra-se na terceira posição em volume de ações com direito a voto; enquanto o controlador do Bradesco S.A. conta com 48,6% de ações ordinárias, ocupando a quarta posição nesta análise dos controladores com maior volume de ações ordinárias.

A companhia Usiminas S.A. também apresenta dados interessantes na sua composição acionária. O acionista majoritário da Companhia Usiminas S.A. possui 23,7% de ações ordinárias e da Itaú S.A. contando com 11,9% de ações com direito a voto, ocupando a quinta e sexta posição entre os controladores com maior volume de ações com direito a voto entre as companhias analisadas nesta pesquisa.

O gráfico 2 abaixo permite verificar com clareza o percentual do volume de ações ordinárias dos controlares das companhias selecionadas nesta análise.

Gráfico 2. Percentual do volume de ações dos controladores das companhias analisadas.



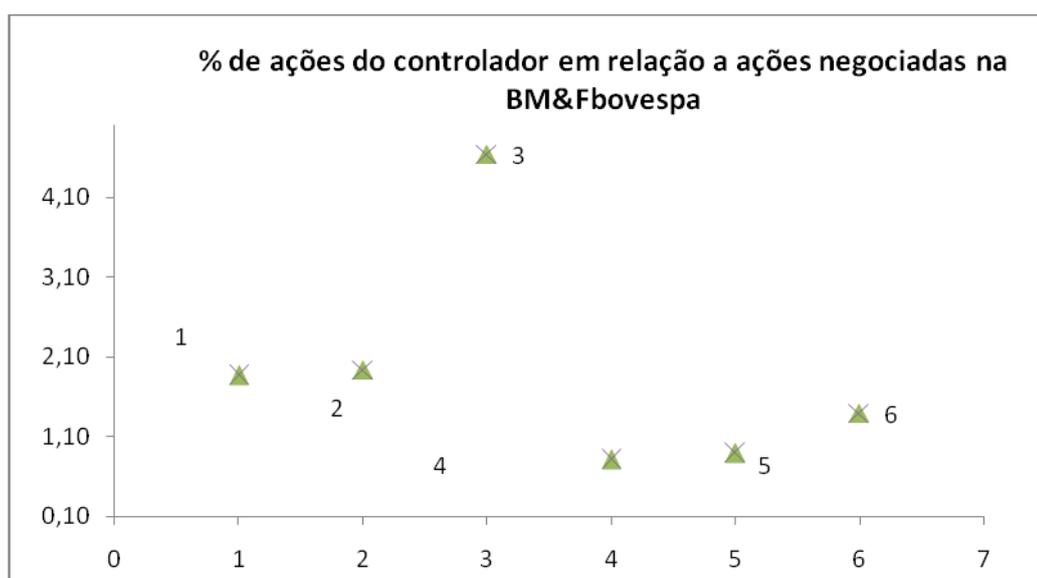
Fonte: Autoria própria.

O gráfico 2 demonstra o volume de ações detidos pelos controladores das companhias em análise. A composição de acionistas com direito a voto das companhias presentes no gráfico varia entre si, segundo as características de cada

Investidor. Porém, o volume de ações detidos pelos controladores é proporcional ao volume negociado. Quanto maior o percentual do volume detido pelo contrador, maior é o número de acionistas que possuem ações ordinárias da companhia.

Para verificar a possibilidade mudança do controlador das companhias selecionadas, foi gerado um gráfico apresentando os índices de ações retidas pelos controladores sobre o volume em negociação em bolsa de valores. Dados apresentaram a companhia Gerdau S.A. com um índice de 5%, enquanto a Bradesco S.A. e a Usiminas S.A. apresentam um índice de aproximadamente 2%. A companhia Vale S.A. possui índice de 1,39%, enquanto Itaú S.A. e a Petrobras S.A. apresentam um índice de 0,89% e 0,82% respectivamente, conforme pode ser verificado gráfico 3 a seguir:

Gráfico 3. Índice de ações dos controladores em relação às ações negociadas em bolsa de valores.



Fonte: Autoria própria.

Os dados apresentados no gráfico 3 demonstraram, em termos percentuais, quanto é possível ocorrer mudança do controlador de uma companhia, a partir do volume de ações ordinárias detidas *versus* negociadas em bolsa de valores. Entre as companhias selecionadas, a companhia Gerdau apresenta maior índice, o que implica que a Gerdau S.A. possui menor possibilidade de ocorrência de mudança do acionista controlador. Este fato pode ser explicitado simplesmente pelo que o

volume colocado em negociação é extremamente menor em relação ao volume em poder do controlador.

Os controladores da companhia Bradesco S.A. e Usinimas S.A. apresentam um índice de ações consideravelmente razoável em termos de volume detido pelos controladores em relação ao volume negociado. A Vale S.A. também se situa numa posição com índice menor das companhias acima descritas, apresentando em negociação um volume bastante considerável em relação ao volume em poder do controlador.

A Itaú S.A. e a Petrobras S.A. apresentam menor índice de todas as companhias analisadas, o que permite constatar que é mais suscetível de ocorrer mudança do controlador nestas companhias em relação às demais companhias.

Tendo em vista os dados apresentados ao longo da pesquisa, incluindo os gráficos, uma das primeiras constatações levantadas consiste na existência de uma relação proprietário e controle da companhia, e quanto maior o poder de controle por parte do proprietário, maior é a diferença de preço entre ações ordinárias e preferenciais.

Este caso pode ser verificado nos preços de ações da Gerdau S.A. e da companhia Bradesco S/A. As referidas companhias possuem composição acionária com forte presença de acionistas de ramo familiar. E, ao longo das suas operações no mercado de ações, tiveram a figura do fundador como acionista majoritário.

A razão da diferença de preços foi identificada como um fator proveniente das características das companhias e das suas composições acionária. As diferenças de preços verificadas em todas as empresas analisadas estão entre U\$1,81 a -U\$8,22, sendo a maioria apresentando a média da diferença de preços em torno de U\$3,35.

A menor diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais observada nas companhias selecionadas é da Itaú S.A. (U\$1,81). Além disso, a companhia apresenta maior número de acionistas e com menor volume de ações entre todas as companhias analisadas.

Um dos fatores de as ações da Itaú S.A. possuírem menor diferença de preços decorre de que a companhia possui uma estrutura de capital pulverizado. Também vale ressaltar que a família Setubal está entre os acionistas com maior volume de ações ordinárias, conforme se pode verificar na tabela 9, no apêndice.

A literatura estabelece que a disputa pelo controle da companhia é um dos fatores que influencia muito na precificação de ações com direito a voto, razão pela

qual as companhias com capital pulverizado precificam ações com direito a voto mais cara que ações sem direito a voto.

Entretanto, a partir de análise de dados desta pesquisa, verificou-se que, apesar de os acionistas preferenciais não gozarem do direito a controle da companhia, algumas companhias precificam ações preferenciais mais caras que as ordinárias. Analisou-se que as companhias que apresentam tais características são de ramo familiar e que possuem uma forte relação entre controlador e proprietário, e quanto menor é a possibilidade de mudança do controlador, maior é a diferença de preços.

Ao longo do período analisado, foi possível verificar que as companhias do ramo familiar possuem uma composição acionária com estrutura fachada, difícil de ser controlada por um terceiro. Estes fatores influenciam muito na decisão do rumo das companhias, o que permite salientar que, mesmo sendo empresa de capital aberta, tendo sido inscrita na CVM e sujeita às normas da Lei das Sociedades Anônimas vigente no Brasil; as características do comando do proprietário prevalecem como principal ator nas decisões do rumo da companhia.

A razão de o preço de ações ordinárias ser mais barato que as preferenciais é verificada com clareza nas companhias do ramo familiar, enquanto as demais companhias como a Petrobras S.A., Usiminas S.A. e Vale S.A. possuem preços de ações ordinárias mais caras em relação às preferenciais.

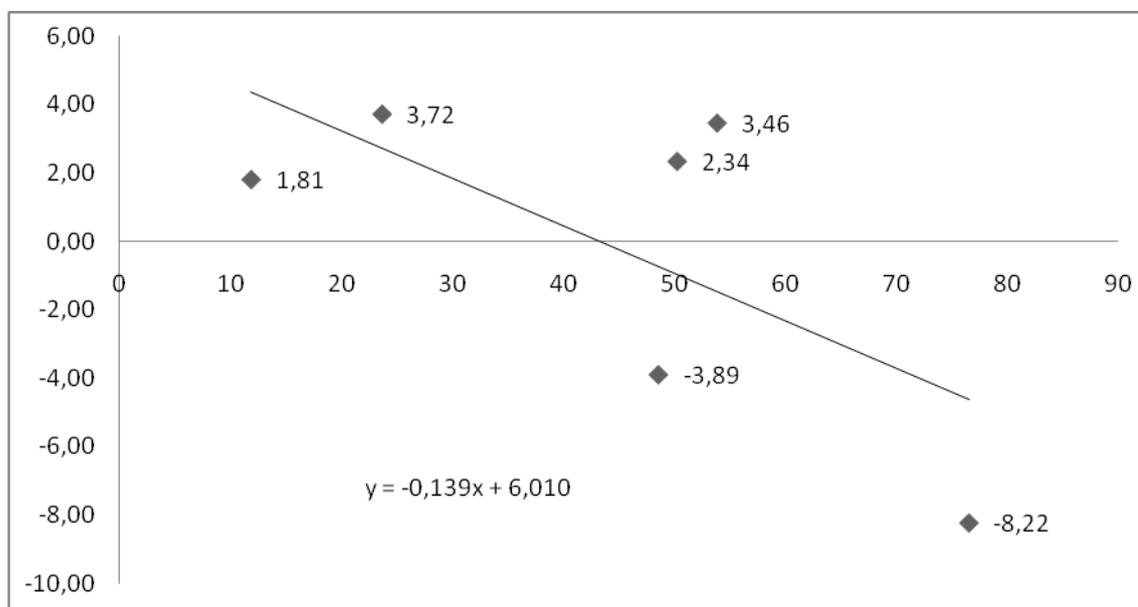
O gráfico 3 de índices acima permitiu observar que a distribuição dos valores da diferença de preços de ações das companhias selecionadas está em torno da média, com exceção da companhia Gerdau S.A., que extrapola o nível médio dos índices.

Apesar de possuir 76,6% do volume de ações em poder do controlador, a Gerdau S.A. tem apenas 16,5% de ações ordinárias em negociação na bolsa de valores de São Paulo, o que permite argumentar que existe uma forte influência da relação controlador proprietário na Gerdau S/A, pois a presidência e a Diretoria Executiva da Metalúrgica Gerdau S.A., controlador da Gerdau S.A., é composta pela família Gerdau. Sendo assim, apesar da inserção de investidores institucionais e independentes na composição de acionária com direito a voto na companhia, o controle continua em poder do proprietário da companhia. Este fato ocorre também com a companhia Bradesco S.A., tendo as mesmas características e composição acionária.

No entanto, vale frisar que o controlador da Bradesco S.A. possui menor volume de ações ordinárias em poder do controlador em relação ao da Gerdau S.A., porém os controladores do Bradesco são do ramo familiar do fundador da companhia, tendo apenas 26% do volume em negociação, limitando, assim, a possibilidade de inserção de um terceiro no controle da empresa.

Para verificar estatisticamente se os dados analisados nesta pesquisa permitem inferir a presença de variável dependente entre os controladores e estrutura das companhias selecionadas, foi gerado um gráfico de regressão linear.

Gráfico 4. Regressão Linear.



Fonte: Autoria própria.

O gráfico permitiu verificar que quanto maior o volume de ações detido em poder do controlador do ramo familiar, maior a diferença de preços. A inclinação da reta de regressão linear segue a mesma linha normal padrão, o que significa que a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais das companhias de ramo familiar tende a ser negativa. O gráfico ainda permite argumentar que a política utilizada, neste caso, provém da aplicação de uma estratégia de o proprietário não abrir mão do controle da companhia, conforme o gráfico a seguir.

Além do gráfico da regressão, os dados foram agrupados para testar se existe uma diferença significativa entre as médias das diferenças de preços. Para realizar essa análise, foi utilizada a técnica de Análise de Variância (ANOVA). O resultado de

análise acusou uma significância de 0,151278. No entanto, bastante significativo para assegurar que, com uma confiança de aproximadamente 90%, a existência da diferença estatisticamente comprovada entre as médias de preços de ações ordinárias e preferenciais, o que significa que há uma considerável correlação entre a diferença de preços de ações e as características dos acionistas que detêm o poder do controle das companhias.

Tabela 3¹⁰. Análise de Variância (ANOVA).

RESUMO DOS RESULTADOS					
<i>Estatística de regressão</i>					
R múltiplo	0,66292758				
R-Quadrado	0,43947298				
R-quadrado ajustado	0,29934122				
Erro padrão	4,05190679				
Observações	6				
ANOVA					
	<i>gl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>F de significação</i>
Regressão	1	51,48901	51,48901	3,136141	0,151278009
Resíduo	4	65,67179	16,41795		
Total	5	117,1608			
	<i>Coefficientes</i>	<i>Erro padrão</i>	<i>Stat t</i>	<i>valor-P</i>	
Interseção	6,01028555	3,841674	1,564497	0,192749	
Variável X 1	-0,1390253	0,078505	-1,77092	0,151278	

Fonte: Autoria Própria.

A tabela 3 permitiu afirmar que há uma relação entre estrutura familiar e controlador nas companhias analisadas. Estes dados permitem inferir que as companhias que possuem a figura do proprietário familiar como acionista majoritário tendem a baratear suas ações ordinárias em relação às ações preferenciais.

Na essência, a configuração da estrutura acionária cujo acionista majoritário é de grau familiar do fundador da companhia sinaliza da mesma forma que o proprietário continua no comando da companhia, mesmo com abertura do capital. Sendo assim, o mercado, elemento principal na oferta pública inicial (IPO), precifica

¹⁰ Em que *gl*: graus de liberdade associado a soma dos quadrados. *SQ*: soma dos quadrados. *MQ*: média dos quadrados. *F*: estatística de teste.

o poder de controle familiar tendo como base as características econômicas da companhia.

Manter o controle da companhia de ramo familiar na mão dos proprietários é uma estratégia que pode ser boa ou ruim para a companhia, dependendo da estrutura e do poder de decisões dos controladores. A precificação de ações ordinárias é, entretanto, um reflexo das características da composição dos acionistas. Significa que uma companhia pode abrir seu capital e manter o proprietário fundador no comando. Para realizar esta prática é de suma importância ter estratégias embasadas em fundamentos sólidos, pois o mercado precificará o valor de controle quando da avaliação das ações no lançamento do IPO.

A lei estabelece a preferência no recebimento dos dividendos aos acionistas preferenciais. Além disso, a literatura estabelece que a disputa pelo controle de uma companhia torna-se cada vez mais forte conforme a expansão e crescimento do mercado. Assim, é de fundamental importância levar em consideração a estratégia e calcular o valor de controle que irá impactar fortemente na precificação de ações.

Uma das ressalvas interessantes a grifar nesta sessão decorre que a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais não pode ser determinada como uma mera coincidência; elas devem ser precificadas ou serão precificadas pelo mercado acionário. Cabe então levantar algumas reflexões sobre a forma como a companhia pretende operar como uma entidade de capital aberta.

O controle familiar sobre a companhia aqui verificado é uma possibilidade proprietários familiares não abrirem mão no comando da companhia, ou seja, de manter o controle em poder da família, limitando a interferência dos terceiros nas decisões sobre o rumo da companhia.

O grau de influência da família no controle da companhia pode ser verificado na precificação de ações ordinárias. Os dados demonstraram que quanto maior a influência familiar no controle, menor é o preço de ações ordinárias. A mensuração gradual mencionada nesta sessão efetua-se pelo volume de ações com direito a voto detido na mão da família proprietária da companhia de capital aberta.

Verificou-se que, no mercado acionário brasileiro, o predomínio da família no controle da companhia é um fato, pois as companhias analisadas permitem visualizar com muita propriedade que o volume de ações com direito a voto em poder da família controladora é alarmante já que, mesmo as companhias com capitais pulverizados, a disparidade do volume de ações distribuídas entre os

acionistas e em negociação na bolsa é muito grande. O que sinaliza que, no mercado acionário brasileiro, as companhias de familiares emitem IPO, porém detendo o controle estrategicamente, o que é precificado pelo mercado, proporcionando a diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais.

Cabe aqui ressaltar que, apesar do predomínio dos proprietários de ramo familiar no controle da companhia ser considerado como elemento de cálculo pelo mercado acionário, também deve ser utilizado como elemento por parte da companhia no lançamento de IPO, pois a precificação deve refletir com propriedade o valor do controle, até quanto vale assegurar o controle na mão da família.

Teoricamente, a precificação de ações ordinárias e preferenciais é um fator que ocorre de forma simultânea. Nesta perspectiva, a razão e o grau da diferença nos preços, além de influenciar nos recebimentos dos dividendos, é elemento que influi para atrair investidores individuais e institucionais. Assim, é de suma importância avaliar cuidadosamente o grau da diferença de preços a ser estabelecido entre ações e preferenciais, levando em conta o volume de ações a ser detido em seu poder para manter o controle (no caso da companhia de ramo familiar cuja estratégia é manter o poder de controle na mão da família). Por outro lado, os investidores terceiros dispõem de outros mecanismos de avaliação de quanto atrativo é adquirir ações de ordinárias da companhia cujo acionista majoritária é do grupo familiar do proprietário.

Além disso, as ações preferenciais também se apresentam como instrumentos atrativos, se a precificação avaliada pelo mercado reflete o valor justo em comparação com o preço de ações ordinárias, que neste caso tende a ser inferior às preferenciais.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo da pesquisa foi analisar a razão da diferença de preços entre ações ordinárias e preferenciais, e de verificar porque algumas companhias precificam ações ordinárias mais baratas que as preferenciais. Nesta perspectiva, foi realizada uma análise de seis empresas de capital aberto com as ações mais vendidas no período pré-definido para análise.

As companhias foram selecionadas segundo o desempenho que seus ativos tiveram no mercado de ações nos últimos períodos. Esses dados podem ser visualizados no *Yahoo Finance*. A partir de análise de dados, foi possível verificar uma considerável influência de proprietários nas companhias como fatores norteadores da diferença de preços. Variável que permitiu constatar que as companhias familiares têm como política estratégica manter o controle da companhia em seu poder, garantindo o poder nas decisões sobre o rumo da empresa.

A dificuldade na inserção de um terceiro no controle da companhia com a figura do proprietário no comando foi um dos fatores apontados como norteador de ação ordinária a ser precificada em menor preço que ações preferenciais.

Uma das razões observadas inicialmente provinha de que o controle é mais difícil nas companhias que apresentam características do ramo familiar na Governança Corporativa, o que desestimula os investidores em obter ações com direito a voto, sendo ações preferenciais mais atraentes nesses casos devido à preferência no recebimento dos dividendos e dos demais benefícios auferidos aos acionistas preferenciais.

A hipótese inicialmente levantada consistia em verificar se há diferença estatisticamente entre as médias a partir da análise com aplicação da ferramenta estatística ANOVA. A partir da análise ANOVA, foi possível verificar que, com a confiança de aproximadamente 90%, há uma diferença média entre os preços de ações das companhias selecionadas nesta análise. No entanto, o grau de significância poderia ser menor, mas, devido à limitação das observações utilizadas, o resultado atingiu um valor de 0,151278, porém bastante significativo para levantar constatações positivas acerca de hipóteses previamente levantadas.

O número de amostra poderia ser maior, mas, devido à limitação do tempo para coletar os dados, tabular e apresentar a pesquisa, não foi possível. Também outras questões foram identificadas ao longo da pesquisa, que poderiam ser exploradas com mais profundidade, como o desempenho das companhias cuja Governança Corporativa é composta pela família do proprietário e as companhias que não possuem essas características.

Igualmente, poderiam ser levantados os dados primários e secundários para verificar a variação nos preços de ações das companhias de ramo familiar em que ocorre a mudança do controlador familiar de uma geração para outra, por exemplo, quando o pai passa o poder de controle ao filho. Além disso, poderia ser explorado também o perfil dos acionistas que investem na aquisição de ações ordinárias das companhias de ramo familiar. Um dos resultados desta análise permitiria observar as vantagens e desvantagens em termos financeiros na aquisição de ações ordinárias ou preferenciais das companhias familiares. Propostas que servem como sugestões para futuras pesquisas.

Embora o resultado da pesquisa permita levantar diversas constatações que ora pode ser contraditória uma a outra, vale ressaltar que a política de IPO no caso das companhias que possuem a figura do proprietário e família como acionista majoritário é uma estratégia de proporção bastante significativa para o desenvolvimento e expansão das companhias. Tendo em vista que o proprietário não necessita abrir mão do controle da companhia, o IPO permite a companhia aumentar sua capacidade financeira, além de obter recursos diretos de terceiros para financiamento dos seus projetos de investimento.

A solidificação da Governança Corporativa aplicada nessas companhias também merece destaque, pois os objetivos estratégicos precisam ser muito rentáveis para manter ações da companhia valorizada e ganho da confiança no mercado de capitais, atraindo investidores na aquisição dos ativos da companhia no mercado acionário. Assim, os controladores mantêm grande número de ações com direito a voto, tornando mais atraente as ações preferenciais para os terceiros.

Uma das estratégias utilizadas para concretizar essa política é precificar as ações com direito a voto mais baratas que ações sem direito a voto. Isto significa que o volume de ações ordinárias em poder do controlador e o volume negociado no mercado acionário possuem uma diferença suficiente para inviabilizar a mudança do controlador e limitar a influência de um terceiro no controle. Assim, o controlador

continua no comando por tempo indeterminado, tornando menos atraente as ações com direito a voto.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 11.ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BM&FBOVESPA. Como Abrir Capital da sua Empresa no Brasil. **Início de uma Nova década de Crescimento**. 2011. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/educacional/download/BMFBOVESPA-Como-e-por-que-tornar-se-uma-companhia-aberta.pdf>>. Acesso em: 31 mai. 2013.

AZEVEDO e VALENTIM. **Bolsas de Valores: a Utilização de Ferramentas para um bom Desempenho em Investimentos em Ações**. Campus Elsevier. 2011. Disponível em: <<http://fcproneves.edu.br/site/images/art-gestao-emp/artigo-tacio-diniz-brito-de-azevedo.pdf>>. Acesso em: 05 out. 2013.

_____. Regulamento de Operações do Segmento Bovespa: **Ações, Futuros e Derivativos de Ações. Do Mercado de Opções**. 2013. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/download/cap_10__do_mercado_opcoes_reg.pdf>. Acesso em: 30 mai. 2013.

_____. **Mercado de Ações**. 2013. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/home.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 30 abr. 2013.

BRANDÃO, GILBERTO. **Uma síntese sobre a história da Bolsa de Valores**. 2010. Disponível em: <<http://www.administradores.com.br/artigos/economia-e-financas/uma-sintese-sobre-a-historia-da-bolsa-de-valores/49784/>>. Acesso em: 30 mai. 2013.

BRASIL. **LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm>. Acesso em 30 mai. 2013.

CLEAR. **História da Bolsa de Valores. 2013**. Disponível em: <<http://www.historiadetudo.com/bolsa-valores.html>>. Acesso em: 30 mai. 2013.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários. **A CVM**. 2013. Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 02 jun. 2013.

ECONOMISTAS NA NET. **A Economia Sem Drama**. 2011. Disponível em: <<http://economistasnanet.blogspot.com.br/2011/02/taxa-de-cambio-e-bolsa-de-valores.html>>. Acesso em: 01 jun. 2013.

FINKELSTEIN, R. E. Maria. **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva: 2007. 327 p.

FUNDAÇÃO ITAÚ SOCIAL. **A Fundação**. Disponível em: <<http://www.fundacaoitausocial.org.br/a-fundacao/governanca/>>. Acesso em: 13 out. 2013.

FUNDINGUNIVERSE. Banco Itaú S.A. **History**. In: *International Directory of Company Histories*, v. 19. St. James Press, 1998. Disponível em: <<http://www.fundinguniverse.com/company-histories/banco-ita%C3%BA-s-a-history/>>. Acesso em: 07 out. 2013.

GERDAU S.A. **Perfil da Empresa**. 2009. Disponível em: <<http://www.gerdau.com.br/sobre-gerdau/perfil-da-empresa.aspx>>. Acesso em: 05 out. 2013.

_____. **Relatório Anual 2012**. Disponível em: <<http://www.gerdau.com.br/relatoriogerdau/2012/rabr/download/RelatorioAnual2012Completo.pdf>>. Acesso em: 04 nov. 2013.

GERHARDT, Engel Tatiane; SILVEIRA, Tolfo Denise. **Métodos de Pesquisa**. 2009. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/dera_d005.pdf>. Acesso em: 18 jun. 2013.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. Disponível em: <http://www.propipi.uff.br/turismo/sites/default/files/como_elaborar_proje_to_d_e_pesquisa_oco_antnio_carlos_gil.pdf>. Acesso em: 19 jun. 2013.

INTELECT GERENCIAMENTO FINANCEIRO. **Ação de Fruição**. Disponível em: <http://www.igf.com.br/aprende/glossario/glo_Resp.aspx?id=35>. Acesso em: 17 mar. 2013.

NAJJARIAN, N. de Patrícia Ilene. **Das Sociedades Anônimas como originadoras de outros valores**. In: *Sociedades Anônimas*. Finkelstein, R. E. Maria et al. São Paulo: Saraiva: 2007.

PAULA, Anderson de; TRICHES, Divanildo. **O Mercado Acionário e o Desempenho de Ativos Financeiros no Brasil com Emprego de Análise Técnica**. Disponível em: <<http://www.perspectivaeconomica.unisinos.br/pdfs/96.pdf>>. Acesso em: 30 abr. 2013.

PIAZZA, C. Marcelo. **Bem Vindo à Bolsa de Valores: Chegou a sua vez de Investir em Ações**. São Paulo: Novos Mercados, 2007.

PINHEIRO, Julino Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

RASSIER, Hirt Leandro. **Entenda o Mercado de Ações**. 2009. Elsevier ed. Rio de Janeiro. Disponível em: <http://books.google.com.br/books?id=fQxM0pS1LhkC&pg=PA66&lpg=PA66&dq=mercado+de+%C3%ADndice,+significad o&source=bl&ots=S7MC9u0YVe&sig=m94-6dcD0v6DjE5JVApEepn4eOY&hl=pt-BR&sa=X&ei=v7mnUYe_DoJW9QTjkoHYAQ&ved=0CFoQ6AEwCA#v=onepage&q=mercado%20de%20%C3%ADndice%2C%20significado&f=false>. Acesso em: 30 mai. 2013.

SECURATO, J. Roberto; SECURATO, J. Claudio. **Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento**. 2.ed. São Paulo: Saint Paul, 2007.

SOC. BRASILEIRA DE EXPANSÃO COMERCIAL. **Quem é Quem no Brasil - Biografias Contemporâneas**. 3. ed. Rio de Janeiro: Soc. Brasileira de Expansão Comercial, 1953.

USIMINAS S.A. Governança Corporativa. **Principais Acionistas**. 2013. Disponível em: <<http://ri.usiminas.com/?idioma=ptb>>. Acesso em: 04 out. 2012.

VALE S.A. **Sobre a Vale**. Disponível em: < http://www.vale.com/PT/about_vale/leadership/Paginas/default.aspx>. Acesso em: 13 out. 2013.

YAZBEK, Otávio. As companhias Abertas – Sua Caracterização, as Vantagens e Desvantagens da Abertura de Capital. In: FINKELSTEIN, R. E. Maria et al. **Direito Societário: Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva: 2007.

APÊNDICE

Tabela 4. Bradesco S.A. Composição de acionistas ordinária, 2010 a 2013.

BRADESCO S.A. ACIONISTAS ON	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Cidade de Deus Cia Cial de Participações	48,4	48,7	48,6	48,6	48,57
Fundação Bradesco	17	17,1	17	17	17,02
Ncf Participações S.A.	-	8,2	8,2	8,2	8,2
Ações em Tesouraria	-	-	0,1	0,1	0,1
Outros	34,6	26,1	26	26	28,17
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 5. Bradesco S.A. Composição de acionistas preferenciais, 2010 a 2013.

BRADESCO ACIONISTAS PN	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Capital Research & Mngmt Co	-	-	5,1	5,1	5,1
Ncf Participações S.A.	-	-	2,5	2,2	2,35
Ações em Tesouraria	-	-	0,2	0,3	0,25
Cidade de Deus Cia Cial de Participações	0	0	0,1	0,1	0,1
Fundação Bradesco	1	1	0	0	0
Interatlântico S/A	-	-	-	-	-
Banco Espírito Santo S/A	-	-	-	-	-
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S/A	-	-	-	-	-
Outros	99	99	92,1	92,4	92,25
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 6. Usiminas S.A, Composição de acionistas Ordinárias 2011 a 2013.

USIMINAS S.A ACIONISTAS ON	2011	2012	2013	MÉDIA
Nippon Usiminas Co Ltd	23,7	23,7	23,7	23,7
Ternium Investments S.Ar.L		16,8	16,8	16,8
Cia Siderúrgica Nacional	11,7	11,7	11,7	11,7
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	10,4	10,5	10,5	10,46
Caixa Dos Empregados da Usiminas	10,1	6,8	6,8	7,9
Nippon Steel Corporation	3,7	5,4	5,4	4,83
Confab Industrial S.A.		4,9	4,9	4,9
Prosid Investments S.C.A.		4	4	4
Siderar S.A.I.C.		2	2	2
Mitsubishi Corporation do Brasil S.A.	1,5	1,5	1,5	1,5
Acoes em Tesouraria	0,5	0,5	0,5	0,5
Metal One Corporation	0,2	0,2	0,2	0,2
Votorantim Investimentos Industriais S.A	13			13
VBC Energia SA	13			13
Dimensional Fund Advisors LP		0,9		0,9
Outros	12,2	11,3	12,2	11,9
Total	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 7. Usiminas S.A., composição de acionistas preferenciais 2011 a 2013.

USIMINAS S.A ACIONISTAS PN	2011	2012	2013	MÉDIA
Geração Futuro Corretora de Valores S/A		5,4	5,4	5,4
Ações em Tesouraria	4,7	4,7	4,7	4,7
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	1,3	1,3	1,3	1,3
Nippon Usiminas Co Ltd	0,6	0,6	0,6	0,6
Nippon Steel Corporation	0,1	0,1	0,1	0,1
Dimensional Fund Advisors LP		5		5
Blackrock, Inc		5		5
Alliance Bernstein L.P.				-
Outros	73,2	57,8	67,8	66,26
Total	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 8. Gerdau S.A., composição de acionistas ordinárias 2010 a 2013.

GERDAU S.A. ACIONISTAS ON	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Metalúrgica Gerdau S/A	76,2	75,4	76,6	76,6	76,2
Bndespar - BNDES Participações SA	7,2	6,6	6,6	6,6	6,75
Ações em Tesouraria	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Sta Felicidade Com. Exp.Prods. Sid.	-	-	-	-	-
Gerdau Bg Participações SA	-	-	-	-	-
Blackrock, Inc	-	-	0	-	0
Outros	16,3	17,7	16,5	16,5	16,75
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 9. Gerdau S.A., composição de acionistas preferenciais 2010 a 2013.

GERDAU S.A. ACIONISTAS PN	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Metalúrgica Gerdau S/A	29	21,3	22,1	22,1	23,63
Bndespar - BNDES Participações SA	1,5	1,9	1,9	1,9	1,8
Ações em Tesouraria	1	1	1,4	1,5	1,23
Sta Felicidade Com. Exp.Prods. Sid.	-	-	-	-	-
Gerdau Bg Participações SA	-	-	-	-	-
Blackrock, Inc	-	-	5	-	5
Outros	68,5	74,9	69,7	74,6	71,93
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 10. Petrobras S.A., Composição dos acionistas Ordinárias, 2010 a 2013.

PETROBRAS S.A. ON	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
União Federal (Tesouro Nacional)	53,6	50,8	50	50,3	51,18
FPS Fundo de Participação Social	3	5,8	6	9,9	6,18
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	-	-	-	0,2	0,2
Bndespar - BNDES Participações SA	2,3	2,3	2,3	0,2	1,78
Aberdeen Asset Management Plc	-	-	0	0	0
Ffie - Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização	4,6	4,6	-	-	4,6
Blackrock, Inc	0	0	-	-	0
BB Dsvm S/A	5,2				5,2
Outros	31,2	36,4	41,6	39,5	37,18
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 11. Petrobras S.A., Composição dos acionistas Preferenciais, 2010 a 2013.

PETROBRAS S.A. PN	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Bndespar - BNDES Participações SA	23,9	23,9	23,9	23,9	23,9
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	-	-	-	6,6	6,6
Aberdeen Asset Management Plc	-	-	5	5,1	5,05
FPS Fundo de Participação Social	0	0	0	2,9	0,73
Uniao Federal (Tesouro Nacional)	1,2	1,1	0	0	0,53
Ffie - Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização	2,9	2,9	-	-	2,9
Blackrock, Inc	5	5	-	-	5
BB DtvM S/A	0	-	-	-	0
Outros	66,9	67	71	61,6	66,63
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 12. ITAUSA. Composição acionária ON. 2013.

Nome	%ON
Fernando Setubal Souza E Silva	0
Fundação Itaú Social	11,29
Gabriel de Mattos Setubal	0
Guilherme Setubal Souza E Silva	0
José Luiz Egydio Setubal	3,32
Julia Guidon Setubal	0
Luiza Rizzo Setubal	0
Maria Alice Setubal	2,06
Rudric Ith S.A.	7,54
Mariana Lucas Setubal	0
Marina Nugent Setubal	0
Olavo Egydio Setubal Júnior	3,35
Paula Lucas Setubal	0
Paulo Egydio Setubal	0
Paulo Setubal Neto	3,78
Ricardo Egydio Setubal	3,32
Ricardo Villela Marino	2,1
Roberto Egydio Setubal	3,33
Rodolfo Villela Marino	2,1
Tide Setubal Souza E Silva Nogueira	0
Alfredo Egydio Nugent Setubal	0
O.e.setubal S.A.	0
Patricia Ribeiro Do Valle Setubal	0
Alfredo Egydio Arruda Villela Filho	11,85
Alfredo Egydio Setubal	3,32
Ana Lúcia de Mattos Barretto Villela	11,85
Beatriz de Mattos Setubal Da Fonseca	0
Bruno Rizzo Setubal	0
Fundação Petrobras de Seguridade Social - Petros	14,17
Camila Setubal Lenz Cesar	0
Carolina Marinho Lutz Setubal	0
Companhia Esa	3,03
Olavo Egydio Mutarelli Setubal	0
Marcelo Ribeiro Do Valle Setubal	0
Maria de Lourdes Egydio Villela	0,2
Outros	13,39
Ações Tesouraria	0
Total	100

Fonte: BM&FBOVESPA. 2013.

Tabela 13. Itaú S.A., Composição dos acionistas preferenciais, 2010 a 2013.

ITAÚ S.A ACIONISTAS PN	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Alfredo Egydio Arruda Villela Filho	4,4	4,4	4,4	4,1	4,33
Ana Lucia de Mattos Barretto Villela	4,4	4,4	4,4	3,8	4,25
Rudric Ith S/A	-	-	3,2	3,1	3,15
Maria Alice Setubal	0,9	0,8	0,8	0,8	0,83
Rodolfo Villela Marino	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Ricardo Villela Marino	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Roberto Egydio Setubal	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6
Paulo Setubal Neto	0,4	0,6	0,7	0,7	0,6
Olavo Egydio Setubal Júnior	0,3	0,6	0,6	0,6	0,53
Ricardo Egydio Setubal	0,3	0,6	0,6	0,6	0,53
Alfredo Egydio Setubal	0,3	0,5	0,6	0,6	0,5
José Luiz Egydio Setubal	0,3	0,5	0,5	0,5	0,45
Fundação Itau Social	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Maria de Lourdes Egydio Villela	3,1	3,1	-	0,1	2,1
Petros - Fund. Petrobras de Seg. Social	-	0,3	0,2	-	0,25
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	5,2	4,7	-	-	4,95
Espolio de Olavo Egydio Setubal	1,5	-	-	-	1,5
Camargo Correa S/A	0,2	-	-	-	0,2
Blackrock, Inc	5,1	5,1	5	-	5,07
Outros	71,4	72,1	76,7	82,7	75,73
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

Tabela 14. Vale S.A., Composição de acionistas Ordinárias, 2010 a 2013.

Nome	%ON
Valepar S.A.	53,9
Bndes Participações S.A.	6,3
Aberdeen Asset Management Plc's	0
Outros	38,7
Ações Tesouraria	2,2
Total	100

Fonte: BM&FBOVESPA. 2013.

Tabela 15. Vale S.A., Composição de acionistas preferenciais, 2010 a 2013.

VALE S.A. ACIONISTAS PN	2010	2011	2012	2013	MÉDIA
Ações em Tesouraria	3,7	4,7	8,6	6,7	5,93
Bndespar - BNDES Participações SA	3,3	3,3	3,3	3,2	3,28
Valepar S.A.	1	1	1	1	1
União Federal (Tesouro Nacional)	-	-	-	-	-
Tesouro Nacional/Fnde	-	-	-	-	-
Litel Participações S/A	-	-	-	-	-
FPS Fundo de Participação Social	-	-	-	-	-
Capital Research & Mngmt Co	-	-	-	-	-
Capital Group International Inc	-	-	-	-	-
Blackrock, Inc	-	-	-	-	-
Banco Opportunity S.A	-	-	-	-	-
Outros	92,1	91	82,1	81,7	86,73
Total	100	100	100	100	100

Fonte: ECONOMÁTICA, 2013.

ANEXOS

Curriculum Vitae

1. Atuação Profissional/Local de Trabalho				
Nome Tito Francisco Ianda			E-mail titoianda@yahoo.co	
Entidade Universidade Federal Do Rio Grande do Sul			Cargo/função Estudante	
Divisão/unidade Departamento de Ciências Administrativas- DCA. Escola de Administração			Ingresso (mês/an 2009/1	
Endereço profissional			Caixa postal	
Cidade Porto Alegre	Estado Rio Grande do Sul	País Brasil	CEP 91501970	
Telefone (51) 82045163	Ramal	fax ()		
2. Titulação/Formação Acadêmica				
Grau	Área do conhecimento/Tema		Período 2005	
Ensino Médio	Entidade Liceu Samora Moises Machel	Cidade Bissau	País Guiné-Bissau	UF
Grau Graduando	Área do conhecimento/Tema Administração		Período 2009/1	
	Entidade Universidade Federal do Rio Grande do Sul	Cidade Porto Alegre	País Brasil	UF RS
3. Área de Atuação				
Segmento/atividade			Para uso do CNPq	
Administração de Finanças				
4. Atividade atual Pesquisa de Identificação e Análise dos Impactos Locais e Regionais da Introdução da Produção de Biodiesel na Guiné-Bissau				
Direção e administração		Centro de Estudos e Pesquisa em Administração		
Pesquisa e desenvolvimento		Pesquisa de Identificação e Análise dos Impactos Locais e Regionais da Introdução da Produção de Biodiesel na Guiné-Bissau		
Serviço				
5. Experiência profissional				
5.1. Instituição	Cargo	Atividades desenvolvidas	Local	Período
PS Junior	Consultor de Projetos	Projeto de CRM; Planejamento de Marketing; Pesquisa Empreendedor.	Escola de Administração Da UFRGS	2009/1 à 2010/1
Universidade Federal do Rio Grande do Sul	Bolsista Voluntário de Iniciação Científica	Pesquisa Científica no Projeto de Competitividade Agroindustrial	Escola de Administração	2010/2 à 2013/2
Banco do Brasil S.A. GEREL/COMPE.	Estagiário	Gerência e Logística de Cheques Pré-datados, Análise de Relatórios, Pesquisa de Bens, Organização e Arquivamento de documentos.	Centro de Porto Alegre	2012/2

Ministério da Saúde – Setor de Compras e Licitações	Estagiário	Auxiliar na Elaboração de Contratos Administrativos e Editais de Licitações. Elaboração de Planilhas de Custos para fins de Orçamento para compras ou atualização de Contratos com prestadoras de Serviços Através do Sistema e Pela Internet. Pesquisa de Mercado. Auxiliar na realização de Compras de Materiais Contratação de Serviços. Auxílio na Fiscalização de Contratos. Contato com Fornecedores de Serviços.	Centro de Porto Alegre	2013/1
Plantio Direto Comércio Imp. e Exp. de Produtos Do Agronegócio Ltda.	Estagiário	Administrativo Financeiro e Consultor na Implantação do Sistema Prosoft GFC Small	Eldorado do Sul	2013/2

6. Produção Científica, Tecnológica e Artística

	Quantidades obtidas		Quantidade
1. Artigos científicos em periódicos 2. especializados nacionais		6. Comunicações em congressos, seminários palestras, etc.	
2. Artigos científicos em periódicos especializados estrangerios		7. Participação em exposições, apresentações etc.	
3. Artigos de divulgação científica		8. Filmes, vídeos,	
4. Teses defendidas		9. Patentes obtidas	
5. Teses orientadas		10. Livros publicados	

7. Principais publicações:

Liste as principais publicações realizadas, incluindo, sobretudo, as mais relevantes para o projeto em questão.

8. Idiomas

Assinale a coluna apropriada: P – pouco R – razoavelmente B - bem

Idioma	Fala	Lê	Escreve	Idioma	Fala	Lê	Escreve
Ingles	R	B	B				
Francês	P	R	R				
Espanhol	P	R	P				
Latin	P	B	R				