
O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS CORPORATIONS LISTADAS NA B3

THE IMPACT OF THE OWNERSHIP AND CONTROL STRUCTURE ON THE PERFORMANCE AND CORPORATE GOVERNANCE OF CORPORATIONS LISTED ON B3

Marcia Ferraz Meneghel

Mestra em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Maria, UFSM;
Endereço: Av. Roraima, nº 1000, Cidade Universitária, CCSH, Prédio 74C, Sala 4345, 3º Andar, Bairro Camobi, CEP: 97.105-900, Santa Maria/RS;
Telefone: (55) 99676-4331
E-mail: marciafmeneghel@gmail.com.

Patricia Maria Bortolon

Doutora em Administração de Empresas, Universidade Federal do Espírito Santo, UFES
Endereço: Avenida Fernando Ferrari, 514- Goiabeiras, Vitória – ES - CEP 29075-910;
Telefone: (27) 4009-2756
E-mail: patricia.bortolon@ufes.br

Recebido: 27/10/2022 Aprovado: 15/12/2022
Publicado: 30/12/2022

Vagner Antônio Marques

Doutor em Administração de Empresas, Universidade Federal do Espírito Santo, UFES
Endereço: Avenida Fernando Ferrari, 514- Goiabeiras, Vitória – ES - CEP 29075-910;
Telefone: (27) 4009-2756
E-mail: vagner.marques@ufes.br

RESUMO

O objetivo deste estudo consiste em analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa no desempenho e governança corporativa das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil (B)³, que se enquadram em parâmetros específicos para definição de *corporation* propostos pela pesquisa e definidos pela literatura. Complementarmente, examinar se nas empresas brasileiras listadas na B³ que se tornaram *corporations* durante o período de análise houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa. Utilizou-se dados secundários coletados na B³ e na Economática®, durante o período de 2017 a 2021. Para a análise dos dados, procedeu-se a estatística descritiva, teste de diferença entre as médias, matriz de correlação e regressão de dados em painel. Os resultados encontrados não indicam impactos da estrutura de propriedade e controle dispersa no índice de governança corporativa e no desempenho. As evidências sugerem ainda que não houve mudanças no desempenho e na governança corporativa das empresas que se tornaram *corporations* durante o período de análise. A quantidade de investidores institucionais está positivamente relacionada ao desempenho financeiro das companhias. Isso sugere que é necessário fortalecer a propriedade institucional para estimular o desempenho financeiro. Esta pesquisa contribui empiricamente para a literatura que versa sobre estrutura de

propriedade e controle sob a ótica da dispersão acionária em um mercado emergente como o Brasil, além de fornecer *insights* aos diversos usuários das informações de mercado.

Palavras-chave: *Corporation*. Desempenho. Estrutura de Propriedade e Controle. Governança Corporativa.

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the effects of the dispersed ownership and control structure on the performance and corporate governance of companies listed on the Brazilian stock exchange (B)³, which fit into specific parameters for defining corporations proposed by the research and defined by literature. Complementarily, to examine whether in the Brazilian companies listed on the B³ that became corporations during the period of analysis there was a change in the performance and structure of corporate governance. Secondary data collected at B³ and Economática®, during the period from 2017 to 2021, were used. For data analysis, descriptive statistics, difference test between means, correlation matrix and panel data regression were used. The results found do not indicate impacts of the dispersed ownership and control structure on the corporate governance index and performance. The evidence also suggests that there were no changes in the performance and corporate governance of companies that became corporations during the analysis period. The number of institutional investors is positively related to the financial performance of companies. This suggests that institutional ownership needs to be strengthened to drive financial performance. This research empirically contributes to the literature that deals with ownership and control structure from the perspective of shareholding dispersion in an emerging market like Brazil, in addition to providing insights to the various users of market information.

Keywords: *Corporation. Performance. Ownership and Control Structure. Corporate governance.*

1 INTRODUÇÃO

A estrutura de propriedade e controle, definida como o modo de distribuição do capital das empresas no que tange aos votos e ao grau de concentração da posse das ações (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999; SONZA; KLOECKNER, 2013; ALI, 2018), é um tópico que vem sendo discutido na literatura de Contabilidade e Finanças desde o trabalho clássico de Berle e Means (1932), que posteriormente ganhou destaque nos debates sobre governança corporativa.

No ambiente nacional, a estrutura de propriedade e controle sofre influência da regulação do mercado (FERREIRA; MARTINS, 2016), estrutura de capital e tamanho da empresa (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Além disso, a constituição da estrutura de propriedade e controle pode ser atribuída a fatores econômicos, necessidades dos proprietários e forças de mercado (DAL VESCO; BEUREN, 2015). Com o avanço da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa, da instituição de matérias legais e com a introdução de selos de governança diferenciados, como o Novo Mercado, emerge a busca por um ambiente com alinhamento de interesses nas empresas brasileiras, que mitiguem os problemas de agência existentes.

Apesar das companhias nas economias emergentes serem caracterizadas principalmente por uma estrutura de propriedade concentrada (DIN et al., 2021), têm-se a presença das empresas caracterizadas como *corporations*, termo em inglês que designa as empresas listadas na bolsa de valores cujo capital é pulverizado e não há a um acionista controlador que exerça o papel de indicação majoritária (KROHEN, 2020). Esse termo é oriundo de Berle e Means (1932), em que se discutia os custos e os benefícios da separação entre controle e propriedade, característicos das grandes corporações. A dispersão na propriedade de empresas separadas é inerente ao sistema corporativo e tende a ser mais comum em

empresas maiores. Isso sugere que, à medida que o tamanho da empresa aumenta, a tendência à dispersão também aumenta (BERLE et al., 1991).

A estrutura de propriedade e controle é formada nas *corporations* sem a presença de um controlador definido e com a pulverização das ações (KROHEN, 2020). Demsetz e Lehn (1985) destacam que a definição de regras de atuação organizacionais tende a estimular a redução da concentração de propriedade. Um conjunto de mecanismos são fomentados no cenário nacional com o intuito de proteger os interesses dos acionistas, além de assegurar e padronizar o cumprimento de exigências organizacionais, que tende a refletir diretamente na estrutura de propriedade, como o acordo de acionistas, que objetiva fortalecer o mercado de capitais, ao estabelecer um aporte jurídico que assegure ao acionista minoritário o respeito às regras definidas e aos seus interesses.

Além disso, a alteração e revisão da Lei 6.404/76 por meio da Lei nº 10.303/2001 (BRASIL, 2001), a qual cria a Comissão de Valores Mobiliários e dispõe sobre o mercado de valores, visa possibilitar maior proteção legal e maior acesso do acionista minoritário ao mercado acionário. Com base nesses fundamentos, o grau de concentração de propriedade e controle tem passado por mudanças estruturais no país, uma vez que, acionistas institucionais e pulverizados têm ganhado espaço em detrimento de acionistas de empresas familiares, estatais e de capital privado (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

A pulverização é mais comum em mercados mais desenvolvidos, no entanto, há evidências na literatura, de que houve um movimento recente de pulverização no Brasil, sinalizando uma evolução do mercado de capitais brasileiro, por meio do desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança, que têm proporcionado maior transparência e confiança aos agentes do mercado, além do aumento do volume de operações (FERREIRA; MARTINS, 2016). Este conjunto de fatores são motivadores para que as empresas se movam em direção à dispersão acionária, dada a maior proteção legal aos acionistas minoritários.

Além disso, a estrutura de propriedade e controle trata-se de um dos elementos determinantes para a governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; PEDERSEN; THOMSEN, 1997), pois tem se observado uma relação positiva entre a estrutura de propriedade, a eficiência da estrutura de governança corporativa e da distribuição dos direitos de controle corporativo (LIU; ZHANG, 2017). Desta forma, um dos desafios das *corporations* brasileiras é investir em boas práticas e profissionalizar os seus conselhos, com vistas a fortalecer o ambiente interno e externo.

Ademais, o contexto da teoria da agência estabelece uma conexão conceitual entre estrutura de propriedade e desempenho (JENSEN; MECKLING, 1976), visto que, a dispersão da propriedade e controle, tem se mostrado estatisticamente significativa para explicar o desempenho financeiro (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018), desempenho futuro e oportunidades de crescimento (SIMÃO, CALADO; PINHEIRO, 2019), maximização de valor (SIMÃO; CALLADO ; PINHEIRO, 2019) e desempenho de mercado (DIN et al., 2021). Neste cenário, a relevância do estudo prevalece sob a perspectiva de simetria de interesses e maximização de valor para os acionistas e para as grandes corporações, fornecendo *insights* sobre este mecanismo interno de governança corporativa e seus efeitos no desempenho e nos demais atributos que fazem parte da estrutura de governança da empresa.

Observa-se na literatura que os estudos sobre governança corporativa no Brasil têm se concentrado na análise da estrutura de propriedade e do controle concentrada (VIANA JUNIOR; CAIXE; PONTE, 2019; GANZ, HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019; SIMÃO, CALLADO; PINHEIRO, 2019; VIANA JUNIOR; CRISÓSTOMO, 2019; RIBEIRO et al., 2021), dado que, a análise da dispersão acionária mostra-se incipiente no mercado de ações brasileiro. Desta forma, esta pesquisa se propõe a apresentar uma percepção de análise diferente do arcabouço teórico anterior, ao observar empresas caracterizadas por sua dispersão acionária, em um país emergente, por meio do emprego de um critério baseado na literatura e outro de elaboração própria, para classificação de dispersão acionária, dado que o contexto brasileiro é diferente dos demais países.

Neste contexto, o objetivo da pesquisa pauta-se em analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), no desempenho financeiro, de mercado e na governança corporativa. Além disso, examinar se houve mudanças no desempenho e na estrutura de governança corporativa nas empresas brasileiras listadas que se tornaram *corporations* durante o período de análise.

Ao pautar elementos da governança corporativa como chave de investigação, esta pesquisa possibilita o desenvolvimento de procedimentos que afetam diretamente a gestão das grandes companhias, e conseqüentemente o desempenho financeiro e de mercado, proporcionando a criação de valor e a perpetuidade dos negócios. Contribui para o avanço e atualização de estudos que analisam os efeitos da estrutura de propriedade em variáveis financeiras e de governança e aos Órgãos Reguladores, pois permite estimular o aperfeiçoamento de mecanismos de proteção à acionistas minoritários, tendo em vista o possível aumento no número de empresas com características de uma *corporation*, sinalizando importantes implicações para o mercado acionário e para as organizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de propriedade e governança corporativa

A literatura sobre estrutura de propriedade e controle tem apresentado um progresso considerável nas últimas décadas, sobretudo por tratar de um dos constructos centrais da governança corporativa (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016). A literatura revisada mostra que há vantagens e desvantagens associadas ao nível de propriedade e que os efeitos da estrutura de propriedade concentrada e dispersa são diferentes. Quando se trata da estrutura de propriedade e controle concentrada, a concentração é considerada uma força interna para o controle de boas práticas de governança e é vista como um recurso para um monitoramento eficaz (ANDRADE; ROSSETTI, 2014). A alta concentração de controle pode reduzir os custos de agência, pois há maior fiscalização, o que ajuda a mitigar esses custos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Por outro lado, Jensen e Meckling (1976), destacam que a propriedade em estruturas dominantes e concentradas pode reduzir o problema de agência, mas somente na condição de o país possuir forte proteção legal. Outro ponto que merece destaque, é que quando os grandes acionistas não possuem informações suficientes e confiáveis para monitorar os gestores, a eficácia do monitoramento tende a ser reduzida, e isso pode levar a maiores exigências por parte dos acionistas em mecanismos mais fortes de monitoramento (HO, HUANG; KARUNA, 2020).

Estas previsões sugerem que a natureza da estrutura de propriedade é diversificada entre os países (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016) e apresenta reflexos distintos. Partindo do ponto de vista histórico, as diferenças existentes na concentração de propriedade e seus determinantes podem ser potencialmente explicadas pelas diferenças no desenvolvimento do mercado de ações em nível de país e pelo distinto grau de proteção legal oferecido aos acionistas (PEDERSEN; THOMSEN, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999).

Embora no contexto brasileiro a estrutura de propriedade das empresas seja predominantemente concentrada (BEZERRA et al., 2015; MACHADO et al., 2020) a estrutura de propriedade dispersa tem apresentado sinais de evolução no cenário brasileiro, em parte devido ao conjunto de instrumentos legais, a exemplo da Instrução Normativa da CVM 480/09 (CVM, 2009), a Lei 10.303/2001 (BRASIL, 2001) e a instituição do acordo de acionistas e do voto à distância, que representam maior poder de acesso ao mercado acionário por acionistas minoritários, o que indica a possibilidade de um crescimento nos níveis de pulverização do capital.

La Porta et al. (1998) afirmam que medidas de proteção aos acionistas e bons padrões contábeis estão associados a uma baixa concentração de propriedade, o que indica, que a concentração é uma das respostas para a fraca proteção ao investidor. A análise destes fatores implica compreender que o

ambiente de pulverização da estrutura de propriedade e controle apresenta potencial de crescimento no Brasil, com a expectativa de maior engajamento dos órgãos reguladores e das empresas listadas na Bolsa, visando assegurar o alinhamento de interesses entre os participantes.

No ambiente corporativo nacional, a estrutura dispersa, em que o capital é detido de forma diluída pelo mercado e não concentrada, atribui às empresas listadas na Bolsa a designação de *Corporation*, pois a estrutura acionária consolida-se de forma pulverizada e sem acionistas controladores. Embora incipiente, companhias brasileiras expressam mudanças em sua estrutura, a exemplo da Companhia Vale, que em 2021, sob a perspectiva de tomada de decisões mais plurais e reforço de práticas de governança, teve sua estrutura acionária renovada, fato que permite com que as deliberações reflitam os interesses de todos, e não apenas de um grupo (FREITAS, 2021). Esta mudança, atribui à Companhia Vale características marcantes de uma *corporation*.

Peixoto e Buccini (2013) investigaram se há relação entre a concentração de direitos de voto, com a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa, com variáveis de desempenho, percebendo que nas corporações brasileiras ainda existe alta concentração de controle em posse de uma minoria de acionistas, mas, percebe-se uma redução no percentual de empresas com esse perfil. Neste contexto, presume-se que a estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras tende a mudar ao longo dos anos, dado o crescente incentivo à evolução da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas que compõem o mercado acionário.

Além disso, nas últimas décadas, a evolução da economia e cenário corporativo brasileiro deve-se, em parte, à adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas (CARREIRO et al., 2021). Sob a ótica do mercado acionário, as companhias tornam-se mais atrativas e facilitam a captação de recursos ao inserirem em sua estrutura mecanismos de governança corporativa (MACHADO et al., 2020). Devido às mudanças significativas no cenário mundial, ao aumento do ativismo dos acionistas (BORTOLON, SILVA; BARROS, 2019) e aos escândalos e má conduta corporativa observados nos últimos anos, a governança corporativa tem despertado um interesse crescente do mercado (AGUILERA et al., 2015), pois refere-se a processos e estruturas que visam controlar as operações da empresa (CHIENVU; PHAN; LE, 2018), atingir o crescimento sustentável e alcançar o sucesso corporativo por meio de relacionamentos simétricos com todas as partes interessadas (AGUILERA et al., 2015).

Sobre essas premissas, o controle difuso da companhia minimiza as interferências internas, aumenta a independência, gera mais governança e resulta em uma administração mais eficiente dos negócios (PARTYKA; LANA, 2020), mais profissional e com ações mais líquidas (SILVEIRA, 2010). Diante disso, a estrutura de propriedade mostra-se como um dos principais determinantes da governança corporativa (KAO, HODGKINSON; JAAFAR, 2019). Isso se deve ao fato de que a composição, e outros aspectos da propriedade de uma empresa têm um papel fundamental na garantia de um sistema de governança corporativa forte (DIN et al., 2021).

Com base nessas evidências e ao assumir que a estrutura de propriedade atua como um mecanismo de aprimoramento de governança (PARTYKA; LANA, 2020) e que uma alta dispersão implica em adição de valor à boa governança (ABDALLAH; ISMAIL, 2017), essa pesquisa pressupõe que a estrutura de propriedade e controle dispersos tendem a influenciar os demais mecanismos que fazem parte da governança corporativa. *H1: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente a estrutura de governança corporativa.*

2.2 Estrutura de propriedade e controle e desempenho

Uma maior difusão é decidida com base na visualização dos benefícios da estrutura de propriedade dispersa e um ambiente legal mais desenvolvido e essa decisão é complementada pelo objetivo de maximização do valor da empresa (DEMSETZ; LEHN, 1985). A literatura de governança corporativa também evidencia a estrutura de propriedade como um componente fundamental para o desenvolvimento das economias (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019), pois os gestores estão cada vez mais preocupados em maximizar o valor da empresa (CHIENVU, PHAN; LE, 2018), por meio da configuração de sua estrutura de propriedade e controle.

Um dos pressupostos da Teoria da Agência, assume a presunção da relação estabelecida entre os participantes do contexto organizacional e o desempenho da empresa (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019). Além disso, a compreensão da estrutura de propriedade e controle é importante porque afeta diretamente a eficiência do mercado em relação ao controle corporativo (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002), por essa razão, a estrutura acionária é uma das principais preocupações da gestão geral das empresas (CADHA; SETH, 2021), haja vista ter se mostrado relevante na explicação de desempenho no ambiente corporativo internacional (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; DARKO, ARIBI; UZONWANNE, 2016; CHIENVU; PHAN; LE, 2018; PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018; DIN et al., 2021) e nacional (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; CAIXE; KRAUTER, 2013; VIANA JUNIOR, et al., 2020).

A perspectiva do mercado de capitais exige que se avalie não apenas a governança corporativa, mas também as oportunidades de crescimento, que são referência à produtividade desejada pelos *stakeholders* (MACHADO et al., 2020), desta forma, a análise do desempenho de mercado pode ser realizada sob diversas variáveis. Evidências na literatura sugerem que são dois os recursos principais relacionados à propriedade que tendem a afetar o desempenho financeiro das companhias, que são a dispersão da propriedade e os custos de propriedade (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018). Quando relacionada ao desempenho, a estrutura de propriedade mostra-se como fator determinante do valor e desempenho das empresas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Morck, Shleifer e Vishny (1988) encontraram uma relação significativa entre propriedade do conselho e valor de mercado, medido pelo *Q de Tobin*. Tal evidência destaca que a concentração de propriedade apresenta um impacto positivo no desempenho da empresa (DARKO; ARIBI; UZONWANNE, 2016), pois alinha o interesse dos acionistas com os dos gestores e com isso, impacta positivamente o desempenho (DIN et al., 2021). Ao investigar os efeitos da propriedade de *blockholders* concentrados *versus* acionistas dispersos no desempenho, Konijn, Kraussl e Lucas (2011) destacam para uma relação negativa entre a dispersão e o desempenho financeiro. Em contraponto, Paniagua, Rivelles e Sapena (2018) analisaram como a governança corporativa e a estrutura acionária se relacionam com o desempenho financeiro, evidenciando que a dispersão é ponto relevante para o desempenho financeiro. Além disso, Abdallah e Ismail (2017) constataram que a relação positiva entre a qualidade de governança e desempenho, medido pelo *Q de Tobin* e pelo ROA, é mantida e é mais forte em um cenário de níveis baixos de propriedade concentrada.

Chienvu, Phan e Le (2018) constataram influência positiva da estrutura de propriedade no ROA, contudo, negativa no ROE, o qual demonstra uma falta de eficiência destas companhias na geração de lucro por meio de seus recursos. Caixe e Krauter (2013) objetivaram testar esta influência no valor de mercado corporativo, observando a existência de relação positiva entre o valor de mercado e a concentração no direito sobre o fluxo de caixa, considerando o acionista controlador.

Peixoto e Buccini (2013) constataram, que firmas com estrutura concentrada possuem menor valor e desempenho em relação àquelas com capital pulverizado. No contexto internacional, Chienvu, Pan e Le (2018) analisaram a relação entre a estrutura de propriedade do conselho e o desempenho financeiro (ROA/ROE), evidenciando que o número de membros no conselho e a concentração de propriedade influenciam positivamente o ROA, mas não tem nenhum impacto no ROE.

Demsetz e Villalonga (2001) destacam que a propriedade dispersa atenua possíveis problemas de agência, e que este tipo de estrutura proporciona facilidade na maximização do desempenho, pois sob a ótica dos investidores, faz-se necessário não somente avaliar a governança corporativa da empresa, mas sim oportunidades de crescimento e o desempenho financeiro, que são referência à produtividade desejada pelos *stakeholders* internos e externos (MACHADO et al., 2020). Este conjunto de pesquisas levam a proposição de que a estrutura de propriedade se trata de um dos determinantes do desempenho das empresas, pois a estrutura tende a variar de modo que maximize o valor dos proprietários (DEMSETZ; LEHN, 1985).

Neste contexto, espera-se que a estrutura de propriedade e controle dispersa das companhias consideradas como *corporations*, influencie positivamente o seu desempenho. Esta presunção guia-se no argumento de que quanto mais dispersa a estrutura de propriedade, maiores são os incentivos para monitorar a gestão da empresa por meio dos esforços uns dos outros (GORTON; SCHMID, 1999), o que implica em maiores níveis de monitoramento (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020) e com isso, leva a uma maior maximização de valor para a empresa. *H2: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho financeiro. H3: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho de mercado.*

3 METODOLOGIA

A metodologia adotada nesta pesquisa caracteriza-se como descritiva, a coleta de dados documental e a abordagem para análise dos dados quantitativa, com a análise de um período de 05 anos (2017 a 2021). O conjunto de critérios metodológicos empregados nesta pesquisa são convergentes aos observados em estudos como Leal, Carvalhal e Iervolino (2015), Chienvu, Phan e Le (2018), Din et al. (2021).

A população compreende as companhias brasileiras com ações negociadas na B3, entre 2017 e 2021. Justifica-se a utilização deste período, pois pretende-se apresentar resultados atuais da estrutura de propriedade e controle dispersa das principais companhias brasileiras, e seus efeitos no desempenho e na estrutura de governança, dadas as evidências de que a estrutura de propriedade e controle tem demonstrado mudanças estruturais no país (PEIXOTO; BUCCINI, 2013), no mercado (FERREIRA; MARTINS, 2016) e em empresas listadas na B3 (FREITAS, 2021). Foram excluídos os bancos ou prestadoras de serviços financeiros, por possuírem estrutura e práticas contábeis peculiares a este setor e que se diferenciam das demais companhias.

Quanto à variável dependente, para representar a dispersão da propriedade e controle, este estudo utilizou como métricas, duas proposições distintas. Para a primeira definição, desenvolveu-se uma categoria de dispersão acionária, que caracteriza as empresas em que suas ações estão pulverizadas, sem que haja um acionista controlador, com definições e critérios específicos. Optou-se por utilizar uma categorização adaptada, posto que, o cenário brasileiro difere-se do internacional, que é caracterizado pela alta dispersão acionária e comumente se utiliza da métrica de Pedersen e Thonsem (1997). No Brasil, apesar de haver uma maior concentração de poder em poucos acionistas, a quantidade de empresas com essa característica vem reduzindo ao longo do tempo. Ou seja, há uma tendência de redução dessa concentração de controle (PEIXOTO; BUCCINI, 2013; MIRANDA, CROCCO; SANTOS, 2017). Diante dessa análise, entende-se que uma proposição alternativa seja necessária para analisar as *corporations* brasileiras, conforme exposto no Quadro 1:

Quadro 1 - Definição da categoria de propriedade dispersa

Variável		Métrica	Definição Operacional	Autores
Estrutura de Propriedade Dispersa	Corporation	Variável Dummy	Controle	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).
			Nenhum proprietário possui o controle ou não existe grupo de controle.	
			Nenhum acionista detém mais de 30% dos votos.	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).
			<i>Free-float</i> das ações com direito a voto superior a 30%.	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).
			Propriedade	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).
			Quantidade de ações de posse do maior acionista menor do que 30%.	
			Percentual de <i>free flot</i> superior a 30%.	

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Para esta proposição, da população total, identificou-se quais empresas enquadravam-se nos critérios para serem definidas como *Corporation*. Para o grupo de tratamento, foi utilizada uma variável *dummy*, que assumiu valor 1 no ano em que a empresa foi considerada *corporation* e 0 para as não *corporations*. Desta forma, foram selecionadas no ano de 2017, 31 companhias, em 2018, 30 companhias, em 2019, 34 companhias, em 2020, 40 companhias e em 2021, 45 companhias. Além disso, foi utilizada a *dummy* 1 para empresas que foram *corporation* em algum dos anos de análise e 0 para as que nunca se enquadraram.

A segunda variável que irá caracterizar as *corporations* do estudo, segue as premissas da literatura de Pedersen e Thomsen (1997) o qual estabelecem que uma companhia possui propriedade e controle disperso quando nenhum proprietário possui mais de 20% das ações ordinárias da companhia (SEGURA et al., 2015). Da população total, identificou-se quais empresas possuíam acionistas com percentual acionário das ações ordinárias menor do que 20%. Desta forma, para o grupo de tratamento, foi utilizada a variável *dummy* que assumiu valor 1 no ano em que a empresa foi considerada *corporation* e 0 para as não *corporations*.

Foram selecionadas no ano de 2017, 38 companhias, em 2018, 42 companhias, em 2019, 44 companhias, em 2020, 50 companhias e em 2021, 62 companhias. Para o grupo de controle, foi utilizada a *Dummy* 1 para empresas que foram *corporation* em algum dos anos de análise e 0 para as que nunca se enquadraram. Neste contexto, os critérios utilizados para a proposição da categoria de dispersão são apresentados na sequência, assim como, as demais variáveis utilizadas neste estudo.

A partir da seleção das *corporations* evidenciadas acima, de acordo com as definições detalhadas anteriormente, foi realizada a seleção do mesmo número de empresas em cada ano, que não se enquadram como *corporations*, para serem usadas como comparáveis. Para realizar o *matching* de empresas comparáveis, são encontrados os pares, de forma manual, de acordo com a proximidade do escore obtido pelo logaritmo do ativo total de cada empresa, dentro de seu setor de atuação.

Quanto às variáveis dependentes, o desempenho financeiro é representado pelo ROA (ebit/ativo total) e o desempenho de mercado é representado pelo *Q de Tobin* (valor de mercado das ações ordinárias da empresa, mais o valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa, mais o valor do passivo circulante, menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques, além do valor contábil das dívidas de longo prazo, dividido pelo valor contábil dos ativos totais da empresa) conforme Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis de desempenho

Variável		Métrica	Definição Operacional	Autores
Desempenho financeiro	ROA	$\frac{\text{Ebit}}{\text{Ativo total}}$	Visa medir a rentabilidade do ativo total de uma empresa.	Sobrinho, Tavares e Silva (2021).
Desempenho de mercado	<i>Q de Tobin</i>	$q = \frac{\text{VMO} + \text{VMAP} + \text{DIVT}}{\text{AT}}$	Visa capturar o valor de mercado futuro e a lucratividade de longo prazo de uma empresa. Em que: VMO = Valor de mercado das ações ordinárias da empresa; VMAP = Valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa; DIVT = Valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques mais o valor contábil das dívidas de longo prazo; AT = Valor contábil dos ativos totais da empresa.	Chung e Pruitt (1994).

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

A governança corporativa foi mensurada contemplando quatro dimensões que avaliam práticas de governança, propostas por Leal, Carvalho e Iervolino (2015): *disclosure*, composição e funcionamento do conselho, ética e conflitos de interesse, e direitos dos acionistas. Para realizar o cálculo do IGC, para cada uma das perguntas, há uma resposta “sim” ou “não”. Atribui-se a pontuação 1 caso constata-se a presença do atributo, caso o atributo não seja aderido ou não divulgado pela empresa, atribui-se a pontuação 0. Para diferenciar empresas que adotam práticas de governança corporativa parcialmente em algumas das questões, pontua-se 0,5 para estes itens. Após a coleta das informações das perguntas que compõem as quatro dimensões de governança corporativa, realiza-se a soma simples das pontuações de cada questão, com o intuito de formar o índice final de práticas de governança corporativa. No Quadro 3, apresentam-se os itens que foram analisados em cada um dos quatro aspectos de governança corporativa.

Quadro 3 - Categorias e Subcategorias analisadas para mensurar o IGC

Categorias de GC	Itens analisados das categorias de GC
(1) <i>Disclosure</i>	Algum documento público da empresa contém informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflito de interesses e/ou transações com partes relacionadas?
	A companhia divulga informações sobre remuneração da alta administração e conselheiros, separando os valores pagos à administração e ao conselho, e as proporções variáveis e fixas?
	A empresa apresentou alguma opinião no relatório do auditor independente nos últimos cinco anos que não tenha sido sem ressalvas?
	O site da empresa possui uma seção de relações com investidores contendo seu Relatório Anual?
	O site da empresa contém as apresentações feitas aos analistas de valores mobiliários?
	O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação dos princípios de governança corporativa?
(2) Composição e funcionamento do Conselho	O Presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas diferentes?
	A empresa possui comitês do conselho informados em informações públicas, como estatuto social, relatório anual, site, FR?
	O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do CEO?
	O tamanho do conselho está entre 5 e 11 membros, conforme recomendado pelo Código de Boas Práticas do IBGC?
	Os conselheiros cumprem mandatos consecutivos de um ou dois anos, conforme recomendado pelo Código de Boas Práticas do IBGC?
(3) Ética e conflitos de interesse	O percentual de ações sem direito a voto no capital total é inferior a 20% ?
	O percentual de ações com direito a voto do bloco de controle é igual ou inferior ao seu percentual de todas as espécies de ações em conjunto?
	Os empréstimos ao acionista controlador ou outras partes relacionadas são proibidos no contrato social ou acordo de acionistas?
	O estatuto social facilita a participação dos acionistas nas assembleias gerais ao dispensar a remessa prévia de documentação que comprove a qualidade de acionista e adotando o princípio da boa-fé?
(4) Direito dos acionistas	Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) a sociedade concede um voto a cada ação, de qualquer espécie b) a empresa concede o direito de voto a ações sem direito a voto em decisões de maior impacto
	A empresa concede direitos de oferta obrigatórios além do legalmente exigido?
	O controle da empresa é direto?
	Os acordos de acionistas se abstêm de orientar ou restringir o direito de voto de qualquer conselheiro, ou de indicar qualquer administrador sênior?
	O <i>free float</i> é igual ou superior a 25%, conforme exigido pelos segmentos de listagem premium da B3?

Fonte: Leal, Carvalho e Iervolino (2015).

Quanto às variáveis de controle, no Quadro 4 tem-se: o tamanho da empresa, o setor de atuação, o endividamento, o *Market To Book* e os investidores institucionais. Justifica-se este último, uma vez que esta categoria, em comparação a outros proprietários, está associada a maiores resultados (THOMSEN; PEDERSEN, 2000). Ao caracterizar-se pelas vantagens em termos financeiros, representa uma variável que pode representar efeitos relevantes nos resultados.

Quadro 4 - Variáveis de Controle

Variável		Métrica	Autores
Tamanho da empresa	Tam	Porte (tamanho) = Ln Ativo total	Nascimento et al. (2018).
Setor de atuação	Set	Variável categórica conforme os setores	Leal, Carvalho e Iervolino (2015).
Endividamento	End	Endividamento Total = Passivo Total / Ativo Total	Nascimento et al. (2018).
Investidores Institucionais	InvInst	Quantidade de Investidores Institucionais	Thomsen e Pedersen (2000).
Market To Book	MTB	(Valor de mercado/Patrimônio Líquido).	Bastos e Nakamura (2009).

Fonte: Elaborado a partir de diversos autores (2022).

Os dados foram extraídos dos Formulários de Referência constantes no site da B3, no Estatuto Social das companhias, site corporativo e na Economática®. Quanto aos procedimentos de análise dos dados, o *software* utilizado foi o *Stata*®. Realizou-se inicialmente o método de *Winsorização* das variáveis entre 2,5% e 97,5% para evitar os efeitos de *outliers*. As variáveis quantitativas e qualitativas foram analisadas estatisticamente por meio da estatística descritiva, que demonstrou os valores mínimos e máximos, a média, a mediana, a variância e o desvio padrão. Os dados foram submetidos ao teste de diferença entre as médias e a exames de autocorrelação, para verificar se há correlação entre as variáveis que compõem os modelos estudados, por meio da correlação de *Pearson*.

Quanto à utilização de modelos de dados em painel, após verificar qual o método mais adequado para todos os modelos econométricos, verificou-se os pressupostos de validação do modelo. É realizado o teste de normalidade de distribuição dos resíduos e o teste do fator de inflação de variâncias (VIF). Todas as variáveis quantitativas foram padronizadas conforme Morse, Nanda e Seru (2011), considerando as variáveis de setor e ano. Para capturar a variação, utilizou-se o *z-score*, que considera a observação, menos a média, dividido pelo desvio padrão de determinada variável.

Para identificar o impacto da estrutura de propriedade e controle na governança corporativa e desempenho, foram consideradas as equações abaixo, que visam evidenciar os resultados das hipóteses de pesquisa **H1**, **H2** e **H3**, que pretende analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa (*corporation*) na estrutura de governança corporativa e no desempenho.

$$IGC_{it} = \beta_0 + \delta_1 Corp_i + \sum_{k=1}^4 \theta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$Roa_{it} = \beta_0 + \delta_1 Corp_i + \sum_{k=1}^4 \theta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$QdeTobin_{it} = \beta_0 + \delta_1 Corp_i + \sum_{k=1}^4 \theta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva e correlação entre as variáveis

Procedeu-se inicialmente a avaliação do intervalo real (mínimo e máximo), da média, desvio padrão e variância das variáveis dependentes do estudo, que são a Governança Corporativa (IGC_{it}), o Retorno sobre os ativos (ROA_{it}) e o Q de *Tobin* ($QTobin_{it}$), além das variáveis de controle que são a quantidade de investidores institucionais (Inv_{it}), o tamanho (Tam_{it}), o endividamento (End_{it}) e o *Market To Book* (MTB_{it}). Na Tabela 1, o grupo de tratamento (*Corporations*) é composto pelas empresas

caracterizadas como *corporation* no respectivo ano em que foram caracterizadas (*dummy* 1) e não *corporation* nos anos em que não foram (*dummy* 0). Receberam *dummy* 0 neste grupo também as empresas que em nenhum ano apresentaram característica de *corporation*. Em relação ao grupo de controle, este é composto por empresas que nunca foram *corporation* (*dummy* 0).

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis do modelo

	Corporations					Controle					Diff	T test
	Obs	\bar{x}	σ	Min	Max	Obs	\bar{x}	σ	Min	Max		
IGC _{it}	256	0,56	0,21	0,00	0,73	274	0,50	0,22	0,00	0,78	0,06	***
ROA _{it}	234	0,03	0,09	-0,21	0,30	257	0,07	0,08	-0,20	0,30	-0,04	***
QTobin _{it}	219	1,71	7,06	-0,03	104,99	211	2,94	15,81	0,24	188,67	-1,23	NS
Inv _{it}	190	105,09	126,96	0,00	437,00	236	68,78	109,02	0,00	457,00	36,32	***
Tam _{it}	247	6,50	0,75	4,30	8,70	266	6,52	0,77	4,75	8,57	-0,01	NS
End _{it}	256	0,66	0,22	0,06	1,00	274	0,64	0,23	0,00	1,00	0,03	*
MTB _{it}	216	2,00	4,24	-47,95	16,85	206	1,80	8,28	-108,88	17,92	0,21	NS

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Todas as variáveis quantitativas foram winsorizadas entre (2,5%-97,5%). **IGC** – Índice de Governança Corporativa; **ROA** – Retorno sobre os Ativos; **QTobin** – Q de Tobin; **Inv** – Investidor Institucional; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Quanto à média, observa-se que as variáveis apresentaram comportamento semelhante em ambos os grupos, com destaque para a quantidade de investidores institucionais os quais expressam uma maior média no grupo de tratamento. O Índice de Governança Corporativa demonstra que 56% dos atributos de governança são observados pelas empresas da amostra do grupo de tratamento. Apesar de representar mais da metade, os resultados corroboram com a percepção de Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) ao indicar que algumas práticas ainda demandam maior atenção por parte das companhias.

O Retorno sobre os Ativos apresentou uma média relativamente baixa em ambas as amostras e o *Q de Tobin* e o *Market To Book* médias positivas superiores a 1, com destaque para o *Q de Tobin* (2,94) no grupo de controle, que representa o notável valor de mercado e crescimento das empresas da amostra e o *Market To Book* (2,00) no grupo de tratamento. Estes resultados estão em consonância com os achados de Din et al. (2021), que revelam um ROA baixo e *Market To Book* elevado, fato que demonstra ações sobrevalorizadas na média.

A quantidade de Investidores Institucionais (Inv_{it}), apresentaram uma média elevada e valores mínimos e máximos significativos, o que permite considerar que grande parte das companhias de ambas as amostras possuem um elevado número de investidores institucionais, e que por outro lado, outras não apresentam este tipo de acionista em sua estrutura de propriedade. A presença de investidores institucionais confere maior *expertise* na avaliação do desempenho financeiro, assim como da qualidade da gestão e da governança (CRANE, MICHENAUD; WESTON, 2016).

O Tamanho das companhias possui uma média de 6,50 para o grupo de tratamento e 6,52 para o grupo de controle, o que revela nas empresas da amostra um porte aproximado, mensurado pelo ativo total, para ambos os grupos de análise. O valor médio do Endividamento (End_{it}) revela que as empresas listadas possuem em média 66% e 64% de grau de endividamento, o que sugere um grau considerado moderado de dependência do capital de terceiros.

Com menor valor de desvio padrão em ambos os grupos estão as variáveis representadas pelo IGC, Tamanho e Endividamento, o que sugere uma baixa dispersão em relação à média e maior homogeneidade dos dados. No entanto, as variáveis Retorno sobre o Ativo, *Q de Tobin* e *Market To Book* apresentaram desvio padrão superior à média, o que indica que se diferem notadamente de uma empresa para outra. Quanto à análise do *p-value*, este indicou diferenças estatisticamente significativas para as variáveis IGC, ROA e Inv, com exceção do nível de endividamento, que foi a 10%. As variáveis

Q de Tobin, *MTB* e *Tam* não apresentam diferenças com significância estatística. A Tabela 2 evidencia os resultados da matriz de correlação de *Pearson* para o grupo de empresas estabelecidos por meio de parâmetros próprios.

Tabela 2 - Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis utilizadas nos modelos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
ROA _{it}	(1) 1.00								
Corp _i	(2) -0.20***	1.00							
PosCorp _{it}	(3) -0.07	0.15***	1.00						
Inv _{it}	(4) 0.05	0.15***	0.28	1.00					
IGC _{it}	(5) -0.09*	0.13***	0.46***	0.40***	1.00				
Tam _{it}	(6) 0.10**	-0.0089	0.21***	0.24***	0.31***	1.00			
End _{it}	(7) -0.26***	0.06	-0.18***	-0.26***	-0.19***	-0.0613	1.00		
QTobin _{it}	(8) 0.06	-0.05	0.04	-0.07	-0.13***	-0.09*	0.0658	1.00	
MTB _{it}	(9) 0.10**	0.0158	-0.0403	0.12	0.09**	0.11**	-0.14***	-0.80***	1.00

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Todas as variáveis explicadas foram padronizadas conforme (Morse, Nanda e Seru, 2011). As variáveis quantitativas explicativas foram winsorizadas entre 2,5% e 97,5%. **Corp** – Corporations; **PosCorp** – Período após o evento (*Corporation*); **IGC** – Índice de Governança Corporativa; **ROA** – Retorno sobre os Ativos; **QTobin** – Q de Tobin; **Inv** – Investidor Institucional; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados da Tabela 2 demonstram correlação significativa aos níveis de 1%, 5% e 10% de significância entre as variáveis. Com relação ao período pós-*corporation* (PosCorp_{it}) das *corporations* brasileiras, variável adicional que representa o conjunto de empresas que migraram ao longo do tempo para uma estrutura mais dispersa e que visa capturar os resultados pré e o pós das empresas que foram caracterizadas como *corporations*, o Índice de Governança Corporativa mostrou-se moderadamente relacionado (0.46).

A quantidade de investidores institucionais apresenta correlação significativa com as *corporations*, o que demonstra que as empresas da amostra possuem significativa quantidade de investidores institucionais em sua estrutura de propriedade, resultado positivo tendo em vista que proprietários institucionais são mais qualificados ao monitoramento, contribuindo deste forma, para a melhoria de desempenho da empresa.

O tamanho da empresa relaciona-se positiva e significativamente com as empresas não *corporations* (PosCorp_{it}) e com a rentabilidade dos ativos, o que indica que com a expansão do tamanho da empresa, o desempenho financeiro medido pelo ROA tende a aumentar, divergente dos achados de Din et al. (2021), ao evidenciar uma relação negativa do tamanho com o ROA. Quanto ao endividamento, este mostrou-se negativa e significativamente relacionado às empresas que não foram *corporations* em algum período da análise, o que indica que a concentração de propriedade não favorece um possível aumento nos níveis de endividamento destas companhias.

A estrutura de propriedade e controle das *corporations* se relacionam negativa e significativamente com o ROA, o que denota que em geral as empresas da amostra apresenta rentabilidade negativa, baixa capacidade em gerar resultados com base nos seus ativos. Empresas maiores também apresentaram melhores índices de governança corporativa, pois relacionaram-se positiva e significativamente com esta variável, o que sugere que empresas de maior porte, em vista de suas complexidades, precisam ser dirigidas mediante atributos de governança de maior nível.

4.2 Análise do impacto da estrutura de propriedade e controle no desempenho e governança corporativa das corporations listadas na B3

Na Tabela 3 apresentam-se os resultados da análise de regressão de dados em painel das equações 1, 2 e 3, compreendendo as empresas da mostra selecionadas por meio do critério próprio estabelecido nesta pesquisa e por meio da *proxy* já considerada pela literatura de Pedersem e Thomsen (1997). Destaca-se para o número de observações e de companhias, os quais diferem-se entre os critérios, dado que se trata de subamostras distintas.

Tabela 3 - Estatísticas dos modelos de regressão para análise das hipóteses conforme os critérios apresentados na seção 3.3.1

	Sinal Esperado	IGC _{it} (Mod.1.1)	IGC _{it} (Mod.1.2)	ROA _{it} (Mod.2.1)	ROA _{it} (Mod.2.2)	QTobin _{it} (Mod.3.1)	QTobin _{it} (Mod.3.2)
Intercepto	(+/-)	0.853 (0.529)	0.122 (0.475)	0.451 (0.927)	-1.002 (0.746)	1.373 (0.914)	-0.378 (0.802)
Corp _i	(+)	0.102 (0.238)	0.211 (0.209)	-0.0895 (0.247)	-0.154 (0.215)	0.113 (0.200)	0.0948 (0.192)
PosCorp _{it}	(+)	-0.125 (0.204)	-0.250* (0.140)	0.0336 (0.0887)	0.107 (0.126)	0.102 (0.118)	-0.0239 (0.153)
Corp x PosCorp _{it}	(+)	0.0536 (0.261)	0.211 (0.196)	-0.352 (0.235)	-0.214 (0.194)	-0.000 (0.152)	-0.000138 (0.199)
ROA _{it}	(+)	-0.796 (0.546)	0.672** (0.292)			1.517** (0.594)	1.674*** (0.403)
Tam _{it}	(+)	-0.0436 (0.100)	0.0516 (0.0780)	0.199 (0.172)	0.257** (0.129)	-0.363** (0.173)	-0.186 (0.126)
End _{it}	(-)	-0.224 (0.258)	-0.0776 (0.119)	-1.250*** (0.387)	-0.413*** (0.105)	0.668* (0.370)	0.803*** (0.112)
MTB _{it}	(+)	0.011*** (0.003)	-0.000650 (0.000585)	-0.009*** (0.003)	-0.000 (0.001)		
InvInst _{it}	(+)	0.001*** (0.000)	5.49e-05 (8.24e-05)	0.001* (0.000)	0.000 (0.000)	0.001 (0.000)	0.000 (0.000)
NivGov _{it}	(+)	0.497** (0.221)	0.713*** (0.168)	-0.293 (0.306)	-0.080 (0.249)	-0.003 (0.275)	0.0848 (0.208)
Covid _t	(-)	-0.378*** (0.125)	-0.362*** (0.0836)	0.0576 (0.153)	-0.016 (0.116)	0.0301 (0.120)	-0.129 (0.095)
IndGov _{it}	(+)			-0.351 (0.402)	0.319 (0.928)	-0.783 (0.641)	1.384* (0.779)
Wald (χ^2)		64.98***	136.61***	181,27***	39,61***	107.14***	67,46***
R ² Geral		32,96%	29,36%	31,37%	16,79%	14,05%	16,50%
VIF (μ)		3,65	4,10	3,64	4,73	2,12	2,23
Teste de Chow		10.88***	9.97***	5,29***	5,86***	6,05***	7,74***
Breush-Pagan		112.83***	220.49***	69,26***	204,92***	132***	190,27***
Hausman		8.81	6.81	66.04***	1,32	9.68	5,35
Observações		289	396	299	407	302	389
No. de empresa		89	100	90	101	90	98
Tipo de Painel		EA	EA	EA	EA	EA	EA
Controle de Setor		Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Controle de Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

Nota: ***, **, * estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Erros padrões robustos clusterizados nas firmas. Todas as variáveis quantitativas foram padronizadas conforme (Morse, Nanda e Seru, 2011). **Corp** – Corporations; **PosCorp** – Período após o evento (*Corporation*); **IndGov** – Índice de Governança Corporativa; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book; **Inv** – Investidor Institucional.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

As estatísticas do Teste *Wald* (χ^2) mostraram-se estatisticamente significativas a um nível de 1%, para ambas as amostras (definição própria: Mod.1.1; Mod.2.1; Mod.3.1 e definição conforme Pedersen e Thomsen (1997): Mod.1.2; Mod.2.2; Mod.3.2), as quais demonstram que os ajustes de heterocedasticidade foram bem especificados em ambos os modelos e critérios utilizados. O coeficiente de determinação (R^2), estes revelam um poder de explicação dos modelos de 32,96% (IGC_{it} Mod.1.1), 29,36% (IGC_{it} Mod.1.2), 31,37% (IGC_{it} Mod.2.1), 16,79% (IGC_{it} Mod.2.2), 14,05% (IGC_{it} Mod.1.1), e 16,50% (IGC_{it} Mod.3.2), ou seja, a variável independente de cada modelo explica estes termos percentuais das variações ocorridas nas variáveis dependentes, considerados moderados para os modelos 1 e 2 e relativamente baixo, para o modelo 3.

Em relação ao Fator de Inflação da Variância (VIF), este representa o indicador do efeito que as outras variáveis independentes têm sobre o erro padrão de um coeficiente de regressão e conforme sugerem Hair et al. (2019), altos valores de VIF sugerem um alto grau de colinearidade. Nos modelos 1, 2 e 3, os resultados do VIF são de 3,65, 3,64 e 2,12 para as *corporations* definidas pela métrica desta pesquisa e 4,10, 4,73 e 2,23 para as *corporations* definidas conforme Pedersen e Thomsen (1997).

Considerando os resultados do teste para ambas as amostras, pode-se afirmar que a colinearidade não representa potenciais problemas e por este motivo, o modelo proposto é mantido, visto que, os valores apresentam-se conforme o previsto na literatura. Considerado este contexto, os modelos de regressão da Tabela 3 evidenciam os resultados quanto à associação entre as variáveis que visam analisar a influência da estrutura de propriedade e controle no Índice de Qualidade de Governança Corporativa e no desempenho.

Os **modelos 1.1 e 1.2** evidenciam os resultados da influência da estrutura de propriedade e controle das *corporations* no Índice de Qualidade de Governança Corporativa. Nos resultados deste modelo, observa-se um efeito positivo, porém, estatisticamente não significativo da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations*, no índice de qualidade de governança corporativa, não sendo possível confirmar a relação proposta com as empresas de ambas as amostras. Além disso, a seleção do mesmo número de empresas em cada ano, que não se enquadram como *corporations*, para serem usadas como comparáveis, considerando as variáveis de setor de atuação e tamanho, também não apresentaram relação com significância estatística, nas demais variáveis do modelo.

Destaca-se a influência negativa e significativa do período em que as empresas foram afetadas pelo Covid, no IGC em ambas amostras. Esse resultado indica, que apesar das consequências geradas neste período, para as empresas da amostra, não acarretou em problemas nas práticas de governança corporativa, circunstância que ancora na estrutura de governança, a sua relevância em estabelecer melhores conexões entre os gerentes e acionistas (CARREIRO et al., 2021), ao minimizar conflitos (MACHADO et al., 2020), e manter a saúde corporativa.

Com relação ao desempenho de mercado representado pelo *Market To Book*, este mostrou-se positivamente relacionado a um nível de significância de 1% com o índice de governança corporativa das empresas da amostra definida pelos critérios próprios. Esses dados remontam ao fato de que, empresas com melhores indicadores de mercado, apresentam atributos de governança mais completos. Esta evidência corrobora os achados de Vilhena e Camargos (2015) os quais destacam que as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas, melhorar o desempenho econômico-financeiro e valorizar suas ações.

A quantidade de investidores institucionais também apresentou relação positiva e significativa com o índice de governança, o que indica que as empresas que compõem a amostra 1.1, que possuem investidores institucionais em sua estrutura de propriedade, apontam para melhores índices de boas práticas de governança corporativa. Este resultado converge com o achado de Macêdo, Moura e Hein (2013) o qual sinaliza que as empresas que possuíam investidores institucionais como acionistas foram as que apresentaram melhores práticas de governança.

A relação do nível de rentabilidade (ROA) com o índice de governança (IGC) apresentou-se positiva e com significância estatística para as empresas da amostra 1.2. O resultado apurado indica que estas companhias que apresentaram melhores níveis de governança corporativa, também apresentaram os maiores níveis de rentabilidade dos ativos, e diante disso, maiores níveis de competitividade.

Os **modelos 2.1 e 2.2** verificaram os efeitos das *corporations* no desempenho financeiro medido pelo ROA. Os achados revelam que a estrutura de propriedade e controle, quando dispersa, não exerce influência positiva e significativa no Retorno sobre os Ativos. Por outro lado, quanto à presença de investidores institucionais, destaca-se sua influência positiva e significativa na relação com o ROA na amostra 1, o que demonstra que o fato da companhia apresentar um número expressivo de investidores institucionais, eleva o valor e maiores efeitos positivos são observados em seu desempenho (DIN et al., 2021). A relação do tamanho da empresa com o desempenho medido pelo ROA apresentou influência positiva e significativa na amostra 2, o que revela, que quanto maior o porte destas companhias, mais rentável ela será em relação ao conjunto de ativos, o que indica qualidade da gestão financeira e eficiência no uso de ativos. Em contrapartida, ao se observar a relação negativa e significativa ao nível de 1% do nível de endividamento com o ROA em ambas as amostras, percebe-se com este resultado, que as companhias se utilizam do fluxo de caixa disponível para a realização de investimentos, proporcionando controle e mitigação de riscos.

Em relação aos **modelos 3.1 e 3.2**, não foi possível afirmar os efeitos da estrutura de propriedade e controle das *corporations* brasileiras no desempenho de mercado medido pelo *Q de Tobin*, visto a relação não apresentar significância estatística. Dentre os achados da equação, o tamanho da empresa destaca-se com influência negativa e significância de 1% na amostra 1, fato que demonstra que o tamanho das empresas pertencentes a este grupo de *corporations*, não se mostra como fator determinante para o seu desempenho de mercado, convergente com os achados de Caixe e Krauter (2013), o que indica que empresas maiores por possuírem mais custos de monitoramento devido aos problemas de agência, apresentam redução de seus valores de mercado. Além disso, o ROA e o endividamento apresentaram-se positiva e significativamente relacionados com o desempenho medido pelo *Q de Tobin* em ambas as amostras.

4.3 Discussão dos resultados

As evidências revisitadas não permitem confirmar as hipóteses de pesquisa: *H1: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente a estrutura de governança corporativa. H2: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho financeiro. H3: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho de mercado.* Esperava-se estabelecer uma correlação entre a estrutura de propriedade e controle dispersa com o índice de qualidade de governança corporativa, dada a perspectiva de que, em uma estrutura mais dispersa, as deliberações refletiriam os interesses de todos e com isso, haveria reforço das práticas de governança corporativa (FREITAS, 2021), além de aumento da distribuição do poder de tomada de decisão, favorecendo a gestão e os diversos interessados (GANZ, HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019), entretanto, constatou-se um efeito positivo, porém, sem significância estatística da estrutura de propriedade e controle das *corporations* sobre o índice de governança.

Desse modo, a **hipótese H1** não foi confirmada, uma vez que os resultados não foram significativos. Os achados revelam que, em companhias em que a estrutura de propriedade e controle é mais dispersa, apenas este fato não é determinante para melhores práticas de governança corporativa. Desta forma, por meio da métrica proposta neste estudo, que classifica e distingue *corporations* de não *corporations*, e da métrica consolidada de Pedersen e Thomsen (1997), não se pode afirmar que as *corporations* apresentem um índice de governança melhor, pois os resultados não foram consistentes.

A perspectiva desta pesquisa estava consubstanciada nos achados de Abdallah e Ismail (2017) em que revelam, que a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa é

mantida e é mais forte em níveis baixos de propriedade concentrada, além disso, que esta relação é uma função crescente da propriedade dispersa e que a agregação de valor da boa governança não é necessariamente mantida em altos níveis de concentração de propriedade. Estes achados sugerem que uma propriedade com alta dispersão implica adição de valor na boa governança, além de fortalecer a relação entre governança corporativa e desempenho (ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

O resultado controverso, pode ser explicado pelo tamanho amostral de companhias caracterizadas como *corporations*, a qual sinaliza uma possível limitação que levou a esta evidência inconclusiva. Por outro lado, as evidências encontradas conferem destaque ao índice de governança corporativa aplicados nesta pesquisa, pois contempla uma gama de atributos de governança, que apesar de não exigidos legalmente, são considerados como boas práticas tanto pelas normas internacionais, quanto pelas brasileiras (LEAL, CARVALHAL; IERVOLINO, 2015). De maneira geral, os resultados observados na construção do índice, indicam que a qualidade das práticas de governança no Brasil, apesar de apresentar boas melhoras em alguns pontos (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015), ainda demandam maior atenção em outros por parte das companhias.

No que se refere à relação entre a estrutura de propriedade e controle com o desempenho financeiro e de mercado, a expectativa que esperava-se estabelecer, é que as *corporations* apresentariam um desempenho operacional melhor e potencial de crescimento sob a perspectiva de sua dispersão acionária. No entanto, as **hipóteses H2 e H3** não foram confirmadas. Estas estavam elencadas na proposição de que a existência de maior dispersão acionária, implicaria em incentivos para monitorar a gestão da empresa (GORTON; SCHMID, 1999), o qual resulta em maiores níveis de monitoramento em geral (FENG, HASSAN; ELAMER, 2020) e supervisão dos gestores e com isso, impactos positivos seriam sentidos no desempenho.

A literatura que buscou evidenciar essa relação considerando a estrutura de propriedade concentrada, também observou a falta de influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade no desempenho (VIANA JUNIOR et al., 2020). Estas evidências convergem com as observadas pelas autoras Peixoto e Buccini (2013), pois ao verificar esta relação em uma outra amostra de pesquisa brasileira, indicaram que a concentração de propriedade e controle representa um reflexo negativo sobre o valor e o desempenho medido pela rentabilidade das empresas. Ferreira e Martins (2016) notaram que, considerando os países da América Latina, apenas no Brasil, a concentração de propriedade e controle apresentou relação negativa com o desempenho, indicando que o aumento da concentração tende a reduzir o *Market To Book* (FERREIRA; MARTINS, 2016).

Desta maneira, percebe-se que, a previsão de que a propriedade e controle atua como um mecanismo que proporciona melhores resultados no que tange à performance das empresas, não é possível confirmar-se, nem na estrutura de propriedade dispersa, tampouco na concentrada, o que infere resultados que contrastam entre si e que se mostram ainda inconclusivos. Com relação às variáveis de controle, estas alcançaram resultados mais uniformes. Dado que, os efeitos do acionista no desempenho das empresas podem variar conforme a sua classificação (OKIMURA, SILVEIRA; ROCHA, 2007), pode-se inferir que, *corporations* que possuem maior número de investidores institucionais em sua estrutura de propriedade, apresentam efeitos positivos e significativos em seu índice de governança corporativa e em seu desempenho. Nesse contexto, quanto mais investidores institucionais presentes na estrutura de propriedade da empresa, maior o desempenho (DAL VESCO; BEUREN, 2015; DIN et al., 2021). Esta evidência confere aos investidores institucionais, um papel efetivo de monitoramento das decisões de gestão e alinha os interesses dos acionistas, fatos que tendem a melhorar o desempenho da companhia (DIN et al., 2021).

Com relação aos atributos da governança corporativa, os autores Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) descobriram que empresas maiores tendem a ter melhores práticas de governança corporativa. No entanto, os resultados desta pesquisa não confirmam essa previsão. Os resultados da variável de controle que representa o tamanho das companhias, para a amostra 2, indica que com a expansão do tamanho da

empresa, o desempenho financeiro e de mercado da empresa não é influenciado significativamente. Este resultado é inconsistente ao encontrado por DIN et al., (2021), o que demonstra que o tamanho das *corporations*, não é fator que apresenta relevância para o seu desempenho. No que tange ao nível de endividamento, os resultados apresentaram influência positiva e significativa com o desempenho medido pelo *Q de Tobin* e relação negativa e significativa no desempenho financeiro medido pelo ROA em ambas as amostras, este último, indicando que empresas com maiores retornos, são menos endividadas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal desta pesquisa foi analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das corporations brasileiras listadas na B3, no desempenho financeiro, de mercado e na governança corporativa e comparativamente com as companhias não corporations. Para responder ao objetivo, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, por meio da coleta de dados documental e abordagem quantitativa para a análise dos dados.

Os resultados encontrados não foram significativos, pois a relação entre as variáveis não apresentou significância estatística positiva, e por isso, não se pode inferir sobre impactos positivos da estrutura de propriedade e controle dispersa no índice de governança corporativa e no desempenho. Da mesma forma, em empresas que se tornaram corporations no decorrer do período de análise não houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa.

Os achados sinalizam que para as corporations da amostra, a perspectiva de maiores níveis de desempenho em um cenário de dispersão acionária, não se estabelecem. Embora tenha-se diferenças entre os mercados de cada país, as evidências contestam os achados de Paniagua, Rivelles e Sapena (2018), os quais destacam que a estrutura acionária em cenários de dispersão se relaciona com o desempenho financeiro das empresas e reafirmam os de Konijn, Kraussl e Lucas (2011), que encontraram uma relação negativa desta relação. A falta de significância positiva pode ser explicada devido à diversidade de fatores que podem influenciar essa relação, como condições culturais, políticas ou ambientais (HU; IZUMIDA, 2008), desta forma, a literatura ao apresentar resultados variados da relação entre estrutura de propriedade e desempenho, recomenda-se que estes resultados sejam interpretados apenas no contexto de cada país ou companhia (ALI, 2018).

Contudo, as variáveis de controle dos modelos de regressão reforçam as evidências que a literatura preconiza, ao evidenciar a quantidade de investidores institucionais, relacionada positivamente ao desempenho financeiro. Esse fato demonstra a necessidade de fortalecer a propriedade institucional para incentivar a maximização do desempenho financeiro das companhias (PEIXOTO; BUCCINI; 2013; DAL VESCO; BEUREN, 2015; DIN et al., 2021).

Esta pesquisa contribui empiricamente para a literatura sob a ótica da dispersão acionária em um mercado emergente como o Brasil, à medida que acrescenta um novo aspecto para observação nas companhias listadas na Bolsa de Valores do Brasil. As contribuições pautam-se na relevância que confere aos novos investidores e acionistas, que pretendem ingressar no mercado de ações, e que buscam captar quais as melhores oportunidades para investimento, no que tange ao retorno financeiro.

Como oportunidades para a realização de estudos futuros, recomenda-se ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando um lapso temporal maior, a fim de identificar de forma mais robusta, o processo de transição das companhias da estrutura de propriedade e controle concentrada, para a dispersa. Sugere-se, abordar a estrutura de propriedade e controle por meio da concentração de direitos de voto, considerando os três principais acionistas votantes. Além disso, recomenda-se a observação de empresas listadas na Bolsa brasileira, com empresas listadas de outros países, com predominância da propriedade dispersa há mais tempo, a fim de comparar os reflexos que este tipo de estrutura confere às companhias, em diferentes variáveis. Ainda, a utilização de outros métodos de robustez para análise adicional dos dados mostra-se como relevante.

Como limitações, assume-se que os achados não significativos podem decorrer do tamanho amostral das Corporations e do lapso temporal, pois, quanto menor o número de observações, maior a chance de não ser estabelecida significância estatística, principalmente ao se trabalhar com variáveis dummies. Além disso, a utilização de uma análise adicional por meio do GMM-Sys não foi observada como um instrumento válido para esta pesquisa, pois os resultados não se mostraram significativos também. Outra limitação existente, é a falta de divulgação de informações públicas pelas companhias, o que ocasiona a exclusão de observações que não fornecem informações suficientes para compor a amostra da pesquisa. Neste aspecto, à medida que mais dados são disponibilizados pelas companhias, pesquisas que visam a replicação apropriada do estudo são pertinentes.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.
- AGUILERA, R. V.; CRESPI-CLADERA, R. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, v. 5, n.1, p. 50–57, 2016.
- ABDALLAH, A. A. N.; ISMAIL, A. K. Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 46, p. 98–115, 2017.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências*. 7. ed. Grupo GEN, 2014.
- ALI, A. The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance. **Journal of Accounting-Business & Management**, v. 25, n. 1, p. 1-20, 2018.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.
- BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 28 fev. 2022.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BEZERRA, P. C. S.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H.; FERNANDES, B. V. R. Estrutura de propriedade, conselho de administração e *disclosure* voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 25-46, 2015.

BORTOLON, P. M.; SOUZA SILVA, L.; BARROS, L. A. B. C. Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 22, n. 2, p. 261–279, 2019.

CADHA, S.; SETH, H. Ownership structure and capital structure: a panel data study. **International Journal of Business Innovation and Research**, v. 24, n. 3, p. 385-396, 2021.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CRANE, A. D.; MICHENAUD, S.; WESTON, J. P. The effect of institutional ownership on payout policy: evidence from index thresholds. **Review of Financial Studies**, v. 29, n. 6, p. 1377-1408, 2016.

CARREIRO, N. K.; NASCIMENTO, J. C. H. B.; BARBOSA, F. L.; NETO, A. R.; SILVA, M. C. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad De Ciencias Económicas**, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021.

CHIENVU, M.; PHAN, T. T.; LE, N. T. Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. **Research in International Business and Finance**, v. 45, p. 512–528, 2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 28 fev. 2022.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

DAL VESCO, D. G.; BEUREN, I. Influência da estrutura de propriedade e dos interlocks entre proprietários no desempenho das empresas. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 26, n. 3, p. 49-79, 2015.

DARKO, J.; ARIBI, Z. A.; UZONWANNE, G. C. Corporate governance: The impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. **Corporate Governance**, v. 16, n. 2, p. 259–277, 2016.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155–1177, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

DIN, S.U.; ARSHAD KHAN, M.; KHAN, M.J.; KHAN, M.Y. Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis, **International Journal of Emerging Markets**, v. 17, n. 18, p. 1-26, 2021.

FREITAS, C. A GAZETA. **Novo conselho da Vale: entenda o que pode mudar na empresa e para o ES.** Disponível em: <<https://www.agazeta.com.br/es/economia/novo-conselho-da-vale-entenda-o-que-pode-mudar-na-empresa-e-para-o-es-0521>>. Acesso em: 18 jan. 2022.

KROHEN, M. **O que é uma corporation?** Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/videos/o-que-e-uma-corporation/>>. Acesso em: 28 fev. 2022.

FENG, Y.; HASSAN, A.; ELAMER, A. A. Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 28, n. 4, p. 759-783, 2020.

FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. *Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade*, v. 06, n. 3, p. 1-19, 2016.

GANZ, A. C. S.; HAVEROTH, J.; RODRIGUES JUNIOR, M. M. Risco idiossincrático e estrutura de propriedade: a possibilidade de diversificação explicada pela concentração de propriedade. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 41, p. 117-136, 2019.

GORTON, G.; SCHMID, F. Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. **Journal of Corporate Finance**, v. 5, n. 2, p. 119-140, 1999.

HO, J.; HUANG, C. J.; KARUNA, C. Large shareholder ownership types and board governance. **Journal of Corporate Finance**, 101715, p. 01-17, 2020.

HU, Y.; IZUMIDA, S. H. The relationship between ownership and performance: A review of theory and evidence. **International Business Research**, v. 1, n.4, p. 72-78, 2008.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAO, M. F.; HODGKINSON, L.; JAAFAR, A. Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v. 19, n.1, p. 189-216, 2019.

KONIJN, S. J. J.; KRÄUSSL, R.; LUCAS, A. Blockholder dispersion and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1330-1339, 2021.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. DA; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P. One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. **SSRN Electronic Journal**, 2015.

LIU, X.; ZHANG, C. Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. **Journal of Cleaner Production**, v. 142, n. 2, p. 1075-1084, 2017.

MACÊDO, F. F. R. R.; MOURA, G. D. De.; HEIN, N. Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&Fbovespa. **Revista Ibero Americana de Governança Corporativa**, v. 11, n. 21, p. 01-20, 2013.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W. DO; RAUBER, L. L.; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. DOS. A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020.

MIRANDA, B. P. J. M.; CROCCO, M. A.; SANTOS, F. B. Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&F Bovespa. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 1, p. 75-94, 2017.

MORSE, A.; NANDA, V.; SERU, A. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? **The Journal of Finance**, v. 66, n. 5, p. 1779-1821, 2011.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.

NASCIMENTO, J. C. H. B. DO; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. DA S.; BORTOLON, P. M. As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 11, n. 1, p. 166-185, 2018.

OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A. D. M. Da.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

PANIAGUA, J.; RIVELLES, R.; SAPENA, J. Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. **Journal of Business Research**, v. 89, p. 229-234, 2018.

PARTYKA, R. B.; LANA, J. Estrutura de Propriedade como um Mecanismo de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 8, n. 34, p.111-121, 2020.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, p. 759-778, 1997.

PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.

RIBEIRO, F.; ATAMANCZUK, M. J.; GERIGK, W.; BISCAIA, L. F. Concentração de propriedade, governança corporativa e estrutura de capital no segmento de energia elétrica da B3. **Revista evidenciação contábil & finanças**, v. 9, n. 2, p. 7-25, 2021.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. - Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SIMÃO, B. C.; CALLADO, A. L. C.; PINHEIRO, R. B. O impacto da estrutura de propriedade sobre honorários de auditoria: evidências de empresas brasileiras. **Pensar Contábil**, v. 21, n. 76, p. 59-69, 2019.

SOBRINHO, E. J.; TAVARES, V. B.; SILVA, P. R. Efeito da estrutura de propriedade na relação entre assimetria de informação e política de pagamentos. **Research, Society and Development**, v. 10, n. 5, p. 1-15, 2021.

SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. influência da estrutura de propriedade na eficiência das menores e maiores empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest european companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; CRISÓSTOMO, V. L. The Effects of Voting Ownership Concentration on Social and Environmental Disclosure: Empirical Evidence from Brazil. **Review of Business Management**, v. 21, n. 4, p. 906-927, 2019.

VIANA JUNIOR, D. B. C. C.; CAIXE, D. F.; PONTE, V. R. M. R. Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina. **Brazilian Business Review**, v. 16, n. 4, p. 400-415, 2019.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F. DE; LUCA, M. M. M. DE; VASCONCELOS, A. C. DE. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 23, n. 1, p. 19-37, 2020.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.