

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE SOBRE O DESEMPENHO CORPORATIVO DE COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS

Isis Tamara Alves da Silva (UFMG) - isistamalves@hotmail.com

Daniele Silva Rodrigues (UFMG) - silvar.daniele@gmail.com

Gabriela Silva De Castro Moraes (UFMG) - gabrielascmorales@gmail.com

Bruna Camargos Avelino (UFMG) - brunacamargos@click21.com.br

Resumo:

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da concentração acionária sobre o desempenho corporativo de companhias brasileiras. Para alcançar esse objetivo, foram analisadas 194 companhias de capital aberto listadas na B3 durante o período de 2010 a 2017. Optou-se por realizar a análise exploratória dos dados e utilizou-se um modelo de regressão para dados em painel estimado pelo método GMM Sistêmico. Destaca-se que a utilização do modelo de painel dinâmico ocorreu devido ao problema de endogeneidade que pode surgir na análise do relacionamento entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo. Os resultados do estudo evidenciaram que a estrutura de propriedade não influenciou o desempenho operacional e de valor das companhias que compõem a amostra. Por outro lado, em relação ao desempenho econômico, encontrou-se indícios que corroboram os pressupostos do efeito alinhamento. Ademais, quanto às variáveis de controle utilizadas no modelo, apresentaram resultados significativos e positivos apenas o grau de endividamento e o nível de liquidez das ações, para o modelo de desempenho econômico. Ressalta-se que os achados deste estudo não podem ser generalizados, se restringindo ao período e à amostra sob análise.

Palavras-chave: *Estrutura de propriedade; Desempenho corporativo; Efeito alinhamento; Efeito entrenchamento.*

Área temática: *Contabilidade para Usuários Externos*

ANÁLISE DA INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE SOBRE O DESEMPENHO CORPORATIVO DE COMPANHIAS DE CAPITAL ABERTO BRASILEIRAS

Resumo

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da concentração acionária sobre o desempenho corporativo de companhias brasileiras. Para alcançar esse objetivo, foram analisadas 194 companhias de capital aberto listadas na B3 durante o período de 2010 a 2017. Optou-se por realizar a análise exploratória dos dados e utilizou-se um modelo de regressão para dados em painel estimado pelo método GMM Sistemático. Destaca-se que a utilização do modelo de painel dinâmico ocorreu devido ao problema de endogeneidade que pode surgir na análise do relacionamento entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo. Os resultados do estudo evidenciaram que a estrutura de propriedade não influenciou o desempenho operacional e de valor das companhias que compõem a amostra. Por outro lado, em relação ao desempenho econômico, encontrou-se indícios que corroboram os pressupostos do efeito alinhamento. Ademais, quanto às variáveis de controle utilizadas no modelo, apresentaram resultados significativos e positivos apenas o grau de endividamento e o nível de liquidez das ações, para o modelo de desempenho econômico. Ressalta-se que os achados deste estudo não podem ser generalizados, se restringindo ao período e à amostra sob análise.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade; Desempenho corporativo; Efeito alinhamento; Efeito entrenchamento.

Área temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

A literatura que trata da governança corporativa apresenta diversas definições para o constructo (GOMES, 2012; SILVEIRA, 2015; TOMAR; BINO, 2012; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018), entretanto, nota-se um consenso entre os acadêmicos em delinear a governança corporativa como um conjunto de mecanismos que visa proteger os acionistas, reduzir os conflitos de agência, além de possibilitar a maximização do valor da firma (SILVEIRA, 2015; MARQUES, 2016).

Andrade e Rossetti (2012, p. 140) sintetizam quatro valores da governança corporativa que lhe conferem sustentação, sendo eles: *Disclosure*, relacionado à evidência das informações; *Accountability*, relativo à prestação de contas de forma responsável; *Compliance*, que se refere à “conformidade no cumprimento de normas reguladoras” e *Fairness*, que diz respeito ao valor definido como “senso de justiça”. Destarte, nota-se que as práticas de governança corporativa são ações que envolvem transparência, equidade no tratamento dos acionistas e prestação de contas que visam potencializar o desempenho da entidade e resguardar as partes interessadas (CVM, 2002; NASEEM, 2017).

A implementação de mecanismos de governança corporativa tem o objetivo de mitigar os conflitos de interesses, uma vez que há a fiscalização do comportamento dos agentes em termos de resultados e tomada de decisão em relação à destinação dos recursos das companhias (CATAPAN; COLAUTO; MARCELO, 2013). Tais mecanismos ganharam visibilidade no mercado de capitais em virtude dos sucessivos escândalos corporativos de manipulação das demonstrações financeiras de organizações nos Estados Unidos da América (EUA), como por exemplo Enron, Xerox e WorldCom (BRUNOZI JUNIOR, 2016).

Dessa forma, infere-se que atributos de governança corporativa têm o intuito de induzir os *stakeholders* a tomarem decisões voltadas a maximizar o valor da firma e ajustar os interesses dos participantes do mercado acionário (CATAPAN et al., 2013). Uma vertente da literatura destaca o impacto dos mecanismos de governança corporativa no desempenho das empresas, como por exemplo nos EUA (ROSENSTEIN; WYATT, 1990; WILLIAMS; FADIL; ARMSTRONG, 2005; BHAGAT; BOLTON, 2019), na Arábia Saudita (BUALLAY; HANDAM; ZUREIGAT, 2017), na Turquia (CIFTCI; TATOGLU; WOOD; DEMIRBAG; ZAIM, 2019), no Canadá (GILL; MATHUR, 2011) e no Brasil (FERNANDES; DIAS; CUNHA, 2010; VIEIRA; VELASQUEZ; LOSEKANN; CERETTA, 2011; TOIGO; HEIN; WRUBEL, 2018). Entre os principais mecanismos de governança corporativa investigados pela literatura, ressalta-se a estrutura de propriedade das empresas, que é a forma como as ações são distribuídas entre os acionistas (SILVEIRA, 2015).

Não existe consenso entre os acadêmicos em relação aos efeitos da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo das companhias. Estudos empíricos, como os de Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) e Demsetz e Villalonga (2001), encontraram resultados inconclusivos. Enquanto que outros trabalhos encontraram evidências de que a concentração acionária tanto pode gerar um desempenho corporativo melhor, o que é conhecido como efeito incentivo ou efeito alinhamento, quanto pode prejudicar a alocação eficiente de recursos das empresas, o que é conhecido como efeito entrenchamento (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; WANG; SHAILER, 2013; CAIXE; KRAUTER, 2013; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

Diante da contradição de resultados observados na literatura, este estudo se propõe a responder a seguinte questão: qual a relação entre o desempenho corporativo e a estrutura de propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto? A fim de responder essa questão, este trabalho tem como objetivo analisar a influência da concentração acionária sobre o desempenho corporativo das companhias brasileiras de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Ao atender o objetivo proposto, este estudo oferece uma contribuição atual sobre a temática, revelando as implicações da estrutura de propriedade no Brasil, onde se identifica uma concentração maior de ações em um grupo restrito de investidores (DAMI; ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2006). Além disso, a metodologia utilizada por este trabalho, o modelo de regressão estimados pelo Método dos Momentos Generalizado (GMM), é considerada a mais adequada às possíveis fontes de endogeneidade das variáveis analisadas por este estudo (PERVAN; PERVAN; TODORIC, 2012; CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVEIRA, 2015; ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Concentração Acionária e a Teoria da Agência

A teoria da agência é o arcabouço teórico que analisa os conflitos e os custos resultantes da segregação entre a propriedade e o controle na firma que pode resultar em conflitos de interesse entre os usuários da informação (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008). Jensen e Meckling (1976) determinam uma relação de agência como sendo um contrato em que uma ou mais pessoas (principal) emprega um gestor, denominado de agente, para realizar operações em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade de decisão para o contratado.

Ermel e Monte (2016) complementam que a questão de agência da economia moderna é fragmentada em diferentes partes, pois decorre do agente que administra diariamente a companhia; do controlador que detém o direito sobre a decisão estratégica e política da empresa e do acionista que não participa do cotidiano da entidade nem mesmo do controle, apesar de possuir a propriedade da mesma.

Neste contexto, dificilmente, as relações contratuais serão mantidas a custo zero, pois o principal ou o agente terão que arcar com gastos para dirimir os interesses controversos. Na maior parte das relações de agência, o principal e o agente irão incorrer “[...] em custos positivos de monitoramento e de concessão de garantias contratuais (tanto não pecuniários quanto pecuniários) e, além disso, haverá algum nível de divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam o bem-estar do principal” (JENSEN; MECKLING, 2008, p.89). Então, infere-se que os custos de agência podem ser compreendidos como aqueles custos incorridos pelos acionistas para alinhar os interesses dos gestores aos seus.

Andrade e Rossetti (2012) elucidam que os conflitos de agência estão associados às raízes históricas da governança corporativa e à difusão e adoção de seus valores e práticas. Visando mitigar o comportamento oportunístico do gestor, surge a figura da governança corporativa, que diz respeito a um conjunto de atributos que irão induzir o gerenciamento e o monitoramento dos processos das companhias, objetivando assegurar a transparência e a imparcialidade nos relacionamentos entre as organizações e seus usuários (BUALLAY; HAMDAN; ZUREIGAT, 2017). A literatura relacionada à governança corporativa evidencia um conjunto de atributos internos das companhias, tais como: o sistema de incentivos dos administradores; o conselho de administração; o tamanho e composição do comitê de auditoria; a divulgação de informações aos investidores, a dualidade de cargos e a estrutura de controle e propriedade das empresas (SILVEIRA, 2015).

A estrutura de propriedade diz respeito à porcentagem de ações de um acionista em relação ao total de ações da companhia e entre o quantitativo de recursos determinados aos acionistas internos e aos externos, sendo que esses últimos não atuam efetivamente na gestão (BALASSIANO, 2012). A concentração acionária, por sua vez, decorre da posse de ações da companhia sob o controle de um número reduzido de acionistas, ocasionando a centralização de poder sob os controladores que influenciam as decisões administrativas (ARAÚJO; SANTOS, 2016). Assim, a estrutura de propriedade concentrada é caracterizada pela forte presença de acionistas majoritários (BALASSIANO, 2012).

A literatura traz indícios de que a estrutura de propriedade constitui um importante instrumento interno de governança corporativa, especialmente em países em que se verifica alta concentração acionária, gerando efeito na *performance* das entidades (DAMI; ROGERS; RIBEIRO 2006).

2.2 O Desempenho das Companhias e a Mensuração por Indicadores

Com vistas a fornecer a visão estratégica e sistêmica da companhia de modo a auxiliar nas decisões, as informações providas pela Contabilidade subsidiam o processo de avaliação de desempenho das empresas (GASPARETTO, 2004). Em decorrência dos eventos econômicos e sua síntese em demonstrações financeiras, o informe sobre o desempenho é utilizado por usuários internos e externos, possibilitando a tomada de decisões mais acertadas, realizar comparações com a *performance* esperada, assim como em relação à de outras empresas (SALAZAR; BENEDICTO, 2004).

A avaliação de desempenho gera a apreciação quanto às implicações financeiras da escolha de um plano de ação em detrimento de outro (SALAZAR; BENEDICTO, 2004), pois

ao se investir o capital, almeja-se a remuneração do investimento, o prêmio (GABRIEL; ASSAF NETO; CORRAR, 2005). Sob a perspectiva macro, a avaliação de *performance* da companhia é o propósito gerencial das informações contábeis (GASPARETTO, 2004). Assim, a partir das informações que a contabilidade provê, têm-se demonstrações e relatórios gerenciais que possibilitam a mensuração do desempenho da entidade e propiciam a adequação do planejamento estratégico (AZZOLIN, 2012).

Diferentes indicadores econômicos e financeiros são empregados para a mensuração do desempenho das companhias (COLAUTO; NOGUEIRA; LAMOUNIER, 2009), cada qual utilizado com base na necessidade do gestor e na utilidade almejada. Muitos indicadores já amplamente utilizados derivam dos demonstrativos contábeis, enquanto outros surgiram a partir de novas perspectivas sobre a mensuração financeira, incorporando análises de cunho econômico (GASPARETTO, 2004). A análise econômica fornecida pelos quocientes de rentabilidade mostra o rendimento dos investimentos realizados, diz sobre a saúde e o desempenho empresarial, proporcionando formas de avaliação da situação patrimonial (AZZOLIN, 2012).

Entre as formas de mensuração de desempenho, encontra-se o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE); o Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização/Ativo (EB/AT) e o Q de Tobin (QTOBIN), os quais foram utilizados neste estudo. O ROE está entre os principais indicadores de mensuração da rentabilidade, identificando “os resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros, em benefício dos acionistas” (GABRIEL; ASSAF NETO; CORRAR, 2005, p.45). O EBITDA (*Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*), denominado no Brasil como LAJIDA (Lucro antes do pagamento de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), proporciona a informação sobre a capacidade essencialmente operacional de geração de caixa da companhia (Santana; Lima, 2004). O QTOBIN, por fim, representa o quociente entre o valor de mercado de uma companhia e o valor de reposição dos seus ativos físicos (FAMÁ; BARROS, 2000).

2.3 Concentração Acionária e sua Implicação no Desempenho das Empresas

Os potenciais impactos da concentração acionária e o acúmulo de ações pelo(s) controlador(es) sobre o desempenho corporativo têm sido retratados por meio das definições de efeito incentivo (ou alinhamento) e de efeito entrincheiramento. De acordo com Saito e Silveira (2008), a concentração da estrutura de propriedade em grandes acionistas adquire caráter positivo (efeito incentivo ou alinhamento) na medida que tais acionistas possuem o interesse e a capacidade para monitorar as ações dos gestores. Assim, a princípio, a existência de um controlador tende a reduzir os custos de agência incorridos pela empresa, uma vez que a sua presença pode aumentar a eficácia do monitoramento da gestão.

Entretanto, Saito e Silveira (2008, p. 85) ponderam que a concentração de propriedade também pode adquirir aspecto negativo (efeito entrincheiramento) quando, “[...] a partir de certa concentração da propriedade, os grandes acionistas passassem a perseguir a extração de benefícios privados do controle à custa dos demais investidores”. Níveis elevados de concentração acionária podem proporcionar aos acionistas controladores o domínio do processo decisório da corporação, resultando na expropriação da riqueza dos acionistas minoritários (CAIXE; KRAUTER, 2013; MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015).

Dessa forma, Sonza e Kloeckner (2014) salientam que a estrutura de propriedade pode ter um impacto ambíguo sobre o desempenho da firma. Por um lado, a posse de grande parcela de ações por um acionista faz com que ele se comprometa em não desvalorizar o

preço dos papéis, pois isso impactaria diretamente na sua riqueza (CLAESSENS; FAN, 2002). Neste caso, o desempenho aumentaria em estruturas de propriedade mais concentradas.

De outro modo, a estrutura da propriedade acionária predominantemente concentrada contribui para o conflito de agência entre os acionistas minoritários e majoritários (DAMI; ROGERS; RIBEIRO, 2006). Assim, as estruturas mais concentradas podem prejudicar a alocação eficiente de recursos das empresas e causar a expropriação de acionistas minoritários (SONZA; KLOECKNER, 2014). Destaca-se que há evidências de que isso ocorre no Brasil.

Estudos realizados em diferentes períodos demonstraram que a estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras é marcada pela forte concentração do direito de propriedade e controle em um acionista ou em um bloco de controle (MARQUES; GUIMARÃES; PEIXOTO, 2015). Além disso, no Brasil, a concentração da estrutura de propriedade das companhias e a emissão de ações sem direito a voto contribuem para o desalinhamento de interesse entre acionistas controladores e minoritários (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Com base nesses pressupostos, a seguinte hipótese foi formulada:

H₁: A estrutura de propriedade concentrada é negativamente relacionada com o desempenho corporativo das empresas brasileiras listadas na B3.

2.4 Evidências Empíricas

Com vistas a verificar a possível influência da estrutura de propriedade sobre o desempenho das companhias, alguns estudos internacionais e nacionais têm se voltado para essa temática. Dentre os trabalhos recentes, na literatura internacional, destacam-se as pesquisas de Pervan, Pervan e Todoric (2012); Vintilă e Gherghina (2014) e Abdallah e Ismail (2017). Por sua vez, na literatura nacional, tem-se os trabalhos de Caixe e Krauter (2013); Sonza e Kloeckner (2014); Vesco e Beuren (2015); Marques, Guimarães e Peixoto (2015) e Almeida, Parente, Luca e Vasconcelos (2018).

Pervan, Pervan e Todoric (2012) analisaram a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas croatas listadas na bolsa de valores de Zagreb no período de 2003 a 2010. A concentração de propriedade das empresas foi calculada por meio do percentual de participação dos quatro maiores acionistas da empresa e o desempenho das companhias foi obtido por meio do ROA (retorno sobre o ativo total). Com o propósito de atingir o objetivo proposto e considerando que o desempenho passado da empresa pode afetar o seu desempenho futuro, Pervan, Pervan e Todoric (2012) utilizaram um modelo de regressão para dados em painel estimado pelo Método dos Momentos Generalizado (GMM). Os resultados do estudo demonstraram que a estrutura de propriedade das empresas analisadas influenciou negativamente o seu desempenho.

Vintilă e Gherghina (2014) investigaram a influência da concentração de propriedade sobre o valor das empresas listadas na bolsa de valores de Bucareste, na Romênia, durante o período de 2007 a 2011. Para tanto, os autores consideraram como *proxy* do valor das companhias o índice Q de Tobin e mensuraram o nível de concentração de propriedade por meio do percentual de participação do primeiro, do segundo e do terceiro maior acionista da empresa.

Os resultados da pesquisa de Vintilă e Gherghina (2014), obtidos por meio do modelo de regressão para dados em painel com efeitos fixos, revelaram que, considerando a soma de participação do maior acionista, não há evidências significativas que comprovem a influência da estrutura de propriedade sobre o valor da empresa. Por outro lado, ao se considerar a

influência do percentual de participação dos dois e dos três maiores acionistas, os resultados da pesquisa foram positivamente significativos.

Por sua vez, Abdallah e Ismail (2017) visaram relacionar as práticas de governança corporativa, a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo das empresas listadas na região do Conselho de Cooperação do Golfo (CCG). A amostra foi constituída pelas empresas listadas nas bolsas de valores dos países do CCG que possuíam dados disponíveis no período de 2008 a 2012. Considerando a endogeneidade entre as variáveis analisadas, Abdallah e Ismail (2017) empregaram a regressão do GMM. Os resultados da pesquisa apontaram para a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa, mantendo-se mais forte em baixos níveis de propriedade concentrada. Os autores acreditam que as evidências fornecidas pelo trabalho reiteram a percepção de que o aumento da concentração de propriedade pode não apresentar benefícios à companhia ou torná-la ineficiente.

No contexto brasileiro, Caixe e Krauter (2013) consideraram os efeitos da concentração acionária sobre o valor de mercado corporativo de 237 empresas não financeiras durante o período de 2001 a 2010. Os resultados do estudo, obtidos por meio de modelos de regressão estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemático (GMM-SIS), indicaram tanto a ocorrência do efeito incentivo (impacto positivo sobre o desempenho das companhias), quanto a ocorrência do efeito entrincheiramento (impacto negativo sobre o desempenho das empresas).

Sonza e Kloeckner (2014) analisaram a influência da estrutura de propriedade na eficiência de 515 empresas de capital aberto brasileiras, nos anos de 1995 a 2010. Os resultados obtidos por meio do modelo GMM mostraram que a estrutura de propriedade influenciou negativamente o nível de eficiência das companhias. Sonza e Kloeckner (2014, p. 335) destacam que esse resultado foi de encontro aos achados “de grande parte dos estudos baseados no modelo norte-americano”. Na visão dos autores, essas evidências demonstram “que as peculiaridades dos países devem ser levadas em consideração, principalmente com relação à sua origem legal”.

No intuito de analisar a influência exercida pela estrutura de propriedade e das relações sociais entre proprietários no desempenho das empresas, Vesco e Beuren (2015) realizaram uma pesquisa cuja amostra abrangeu empresas listadas na B3 entre 2007 e 2012. Os resultados do estudo indicaram que os efeitos da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo mensurado pelo Q de Tobin e pelo Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) não foram estatisticamente significativos, considerando as ações possuídas pelo maior proprietário e pelo segundo e terceiro proprietários.

Ainda no contexto brasileiro, o estudo desenvolvido por Marques, Guimarães e Peixoto (2015) teve o intuito de investigar a influência da concentração acionária sobre o valor, o desempenho e o risco das empresas brasileiras não financeiras listadas da B3 durante os anos de 2004 a 2012. Por meio do modelo de regressão para dados em painel, os autores encontraram indícios que corroboram o efeito entrincheiramento. Assim, observou-se que quanto maior o percentual de concentração de ações ordinárias dos três maiores acionistas da companhia, menor tende a ser o valor de mercado.

Com vistas a identificar a correlação entre as práticas de governança corporativa e o desempenho das companhias de construção e engenharia listadas na B3, Almeida *et al.* (2018) reuniram trinta empresas desse subsetor e analisaram o exercício do ano de 2013. Os autores concluíram que o índice de governança corporativa utilizado na pesquisa influenciou positivamente o desempenho econômico (ROE), operacional (Ebtida/Ativo) e de valor (Q de Tobin). Por outro lado, o modelo não apresentou resultados significativos em relação à

variável que designa o grau de concentração acionária das empresas, indicando que a concentração de propriedade não afetou o desempenho corporativo das companhias.

Com o propósito de se obter resultados robustos sobre a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo das companhias, se fez necessário incluir no modelo desta pesquisa outros aspectos que podem influenciar o desempenho das entidades que foram utilizados pelos estudos anteriores, sendo eles o Tamanho da Empresa, o Endividamento e a Liquidez das ações.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Conforme apresentado anteriormente, propõe-se por meio deste estudo analisar a influência da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo das companhias abertas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Para tanto, apresentam-se neste tópico os procedimentos metodológicos utilizados neste estudo

3.1 Descrição da Amostra e da Fonte de Dados

A amostra deste estudo é constituída pelas empresas não financeiras listadas na B3 durante o período de 2010 a 2017. A escolha do período se justifica pela adoção obrigatória do padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pelo Brasil a partir do ano de 2010. As empresas do setor financeiro foram excluídas do universo de análise desta pesquisa, pois os procedimentos de mensuração contábil adotados por elas são substancialmente diferentes dos procedimentos adotados pelas demais entidades. Ainda, as empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo foram retiradas da amostra, tendo em vista que esses valores negativos influenciam no cálculo dos indicadores de desempenho, como por exemplo do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) (CAIXE; KRAUTER, 2013).

Assim, para a amostra final, foram selecionadas todas as empresas que dispunham dos dados necessários para a análise na base de dados Economática, resultando em uma amostra de 194 companhias e 886 observações, distribuídas entre os 19 setores econômicos da classificação adotada pelo Economática, conforme é demonstrado no Quadro 1.

QUADRO 1 - DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Setor	Número de Observações
Agro e Pesca	13
Alimentos e Bebida	53
Comércio	82
Construção	85
Eletroeletrônicos	18
Energia Elétrica	193
Minerais não metalizados	17
Mineração	11
Máquinas Industriais	20
Outros	316
Papel e Celulose	24
Petróleo e Gás	41
Química	27
Siderurgia e Metalurgia	62
Software e Dados	26

Continua...

Continuação...

Telecomunicações	20
Têxtil	81
Transporte e Serviços	59
Veículos e Peças	69

Fonte: Dados da pesquisa.

3.2 Descrição das Variáveis e Definição do Modelo de Regressão

No Quadro 2, é apresentada a descrição das variáveis utilizadas neste estudo. Tais variáveis foram escolhidas com base na literatura citada anteriormente e na disponibilidade dos dados. Nesta pesquisa, o desempenho corporativo das empresas e a sua estrutura de propriedade foram mensurados por meio de mais de uma métrica.

No primeiro caso, buscou-se capturar distintos desempenhos corporativos da companhia, sendo eles: econômico (ROE), operacional (EB/AT) e baseado no valor (QTOBIN) (ALMEIDA et al., 2018). Em relação à estrutura de propriedade, ela foi mensurada por meio da concentração acionária no maior e nos três maiores acionistas, procedimento similar ao da literatura.

QUADRO 2 - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS NO MODELO DE REGRESSÃO

Variável	Descrição/Operacionalização	Embasamento Teórico	Relação Esperada
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Variável numérica. Representa o desempenho econômico da companhia. Fórmula: Lucro Líquido / Patrimônio Líquido.	Vesco e Beuren (2015); Almeida et al.(2018).	Não se aplica
Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização / Ativo (EB/AT)	Variável numérica. Representa o desempenho operacional. Fórmula: (Lucro antes do imposto de renda + depreciação + amortização) / Ativo Total.	Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Almeida et al.(2018).	Não se aplica
Q de Tobin (QTOBIN)	Variável numérica. Representa o desempenho de valor. Fórmula: (Valor de mercado + passivo) / Ativo Total	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Vesco e Beuren (2015); Almeida et al.(2018).	Não se aplica
Estrutura de Propriedade 1 (PROP1)	Variável numérica. Percentual de ações ordinárias do maior acionista.	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Vesco e Beuren (2015); Almeida et al.(2018).	Negativa
Estrutura de Propriedade 3 (PROP3)	Variável numérica. Percentual de ações ordinárias dos três maiores acionistas.	Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Vesco e Beuren (2015).	Negativa
Tamanho da Empresa (TAM)	Variável numérica. Logaritmo natural do ativo total.	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015); Vesco e Beuren (2015); Almeida et al.(2018).	Negativo
Endividamento (END)	Variável numérica. Mensurada pela divisão da Dívida Total (curto e longo prazo) / Ativo Total.	Caixe e Krauter (2013); Vintilă e Gherghina (2014); Almeida et al.(2018).	Negativo/Positivo

Continua...

Continuação...

Liquidez (LIQ)	Variável numérica. Índice de Liquidez das Ações calculado pelo Economática® para o período de 12 meses.	Caixe e Krauter (2013); Marques, Guimarães e Peixoto (2015).	Positiva
----------------	---	--	----------

Fonte: Dados da pesquisa.

Este estudo buscou analisar a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo de 194 empresas durante o período de 2010 a 2017. Para a escolha do modelo de regressão adequado a esta pesquisa, levou-se em consideração o problema de endogeneidade que pode surgir na análise do relacionamento entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo (PERVAN; PERVAN; TODORIC, 2012; CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVEIRA, 2015; ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

A endogeneidade trata-se da ruptura da exogeneidade estrita, dessa forma, existe correlação entre o termo de erro usual da regressão e os regressores (BARROS et al., 2010). Entre as possíveis fontes de endogeneidade que podem afetar os modelos de regressão múltipla, um dos mais utilizados pelos estudos da temática abordada por este artigo, cabe destacar quatro fontes: i) variáveis omitidas: ocorre quando variáveis explicativas relevantes não estão incluídas no modelo, fazendo com que os estimadores dos coeficientes sejam viesados; ii) erros de mensurações das variáveis explicativas: ocorre devido a erros no registro da variável (digitação ou arredondamento) e pelo distanciamento entre a variável que se deseja observar e a *proxy* utilizada; iii) efeito *feedback* ou retroalimentação da variável resposta para os regressores: ocorre quando os valores passados da variável dependente podem influenciar os valores atuais das variáveis explicativas; iv) simultaneidade ou causalidade reversa: ocorre quando supõe-se que a estrutura de propriedade é uma variável independente, quando também pode ser uma variável dependente (BARROS et al., 2010; SILVEIRA, 2015).

Barros et al. (2010) argumentam que os problemas descritos anteriormente podem ser solucionados com a utilização de um modelo para dados em painel estimado pelo Método dos Momentos Generalizado (GMM). O GMM pode ser estimado pelos métodos GMM em Diferenças (GMM-DIF) e GMM Sistemático (GMM-SIS) (ROODMAN, 2009), os quais possibilitam incluir defasagens da *proxy* de desempenho como um instrumento, o que possibilita o controle da endogeneidade (PERVAN; PERVAN; TODORIC, 2012; CAIXE; KRAUTER, 2013; ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

Destarte, para se escolher o modelo GMM mais adequado aos dados desta pesquisa, aplicou-se o Teste de Phillips-Perron para a verificação da estacionariedade das séries. O referido teste indicou a adequabilidade do modelo GMM Sistemático. A representação do modelo de regressão utilizado neste estudo é feita pela Equação 1:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 y_{it-1} + \beta_2 PROP_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Em que:

y_{it} : desempenho corporativo (econômico, operacional e de valor);

y_{it-k} : desempenho corporativo (econômico, operacional e de valor) defasado;

$PROP_{it}$: designa o percentual de ações ordinárias em posse do maior ou dos três maiores acionistas;

TAM_{it} : designa o tamanho da empresa;

END_{it} : designa o grau de endividamento;

LIQ_{it} : designa o nível de liquidez das ações;

ε_i : erro residual do modelo de regressão.

Para verificar a adequabilidade do modelo para dados em painel estimado pelo método GMM Sistemico foram utilizados os seguintes testes: Teste de Autocorrelação de Arellano e Bond (autocorrelação no termo de erro idiossincrático); Teste de Sargan e Hansen (exogeneidade dos instrumentos); e Teste de Diferença de Hansen (validade da abordagem GMM – Sistemico) (ROODMAN, 2009).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção, apresenta-se a análise e a discussão dos resultados. Inicialmente, detalha-se a análise exploratória dos dados que compõem a amostra deste estudo. Posteriormente, são apresentados os resultados do modelo de regressão para dados em painel.

4.1 Análise Exploratória dos Dados

Na Tabela 1, evidenciam-se as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo de regressão, com informações sobre a média, o desvio padrão e as estatísticas máximo e mínimos das variáveis.

TABELA 1 - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS PARA O PERÍODO (2010-2017)

Variável	Média	DP	Mínimo	Máximo
ROE	16,83	20,18	0,09	231,56
EB/AT	0,12	0,07	0,00	0,68
QTOBIN	1,48	0,93	0,25	6,99
PROP1	47,21	26,04	0,14	100
PROP3	65,90	23,65	0,13	100
TAM	R\$17.348.998,47	65.969.539,12	R\$22.232,10	R\$1.006.609.235
END	52,22	18,67	0,7	99,3
LIQ	0,31	0,63	0	7,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: **DP**-Desvio Padrão; **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido (desempenho econômico); **EB/AT**: EBITDA/ativo total (desempenho operacional); **QTOBIN**: Q de Tobin desempenho de valor; **PROP1**: percentual de ações ordinárias do maior acionista; **PROP3**: percentual de ações ordinárias dos três maiores acionistas; **TAM**: tamanho das empresas (ativo total); **END**: endividamento total; **LIQ**: liquidez das ações.

Conforme já mencionado, o desempenho corporativo das empresas foi mensurado por meio de três métricas distintas que buscaram evidenciar os seguintes aspectos: econômico (ROE), operacional (EB/AT) e baseado no valor (QTOBIN). Os resultados da Tabela 1 mostram que, em média, o nível de desempenho econômico das empresas da amostra foi de, aproximadamente, 17%. Por sua vez, o desempenho médio operacional e de valor foram de 0,12 e 1,48, respectivamente. Ainda, observa-se por meio do desvio padrão que houve uma considerável dispersão dos dados em torno das métricas de desempenho, situação que se reflete também nos indicadores de máximo e mínimo dessas variáveis. Esse cenário demonstra que as empresas da amostra alcançaram desempenhos significativamente desiguais.

Analisando-se o grau de concentração acionária das companhias consideradas por este estudo, foi possível observar que, em média, o maior acionista e os três maiores acionistas possuíam 47,21% e 65,90% das ações ordinárias, respectivamente. Ademais, apesar da

discrepância entre os valores mínimos e máximos, o desvio padrão dessas variáveis evidenciou que não houve dispersão desses valores em torno da média.

Por fim, por meio da análise descritiva das variáveis TAM, END e LIQ, é possível constatar que existe significativa heterogeneidade entre as companhias da amostra no que se refere ao tamanho, ao grau de endividamento e ao nível de liquidez das ações.

4.2 Modelo de Regressão para Dados em Panel Estimado pelo Método GMM Sistemico

Apresenta-se, na Tabela 2, os resultados das estimativas dos modelos de regressão para dados em painel estimados pelo Método dos Momentos Generalizado Sistemico (GMM-SIS). Em função da triplicidade de variáveis para mensurar o desempenho corporativo e da duplicidade de variáveis utilizadas como *proxies* para a estrutura de propriedade, foram estimados seis modelos distintos.

Verifica-se no final da Tabela 2 que os pressupostos de adequabilidade para a utilização do modelo para dados em painel estimado pelo método GMM Sistemico foram atendidos para todas as regressões. Sendo eles: a inexistência de autocorrelação de segunda ordem entre os termos de erros (AR (2)); a validade dos instrumentos utilizados (Testes de Sargan e Hansen); e a validade da abordagem GMM Sistemico (Teste de DIF-Hansen).

Ainda, o resultado do teste de Wald demonstra que todos os seis os modelos estimados foram estatisticamente significativos ao nível de 1%, o que permite analisar, adequadamente, a relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho corporativo das companhias abertas listadas na B3, para o período em análise neste estudo.

TABELA 2 - RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO PARA DADOS EM PAINEL ESTIMADO PELO MÉTODO DOS MOMENTOS GENERALIZADO SISTÊMICO (GMM-SIS)

Variável	ROE Coef	ROE Coef	EB/AT Coef	EB/AT Coef	QTOBIN Coef	QTOBIN Coef
Modelo	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
ROE _{i, t-4}	0,9610***	0,9584***	-	-	-	-
EB/AT _{i, t-3}	-	-	1,0805***	1,0759***	-	-
QTOBIN _{i, t-1}	-	-	-	-	0,5703***	0,5534***
PROP1	0,0185ns	-	0,0000ns	-	-0,0010ns	-
PROP3	-1,5660ns	0,0243*	-	0,0000ns	-	-0,0020ns
TAM	0,0711ns	-1,7455ns	-0,0001ns	0,0006ns	-0,0941ns	-0,0680ns
END	3,1323ns	0,0757*	-0,0002ns	-0,0002ns	0,0014ns	0,0001ns
LIQ	3,1323ns	3,4449**	-0,0020ns	-0,0024ns	0,1811ns	0,1441ns
CONSTANTE	18,0066ns	19,7446	-0,0067	-0,0179	1,9541	1,7020
AR(1)	-2,17**	-2,17**	-2,46ns	-2,48ns	-3,69***	-3,65***
AR(2)	0,77ns	0,77ns	0,50ns	0,50ns	-1,41ns	-1,43ns
Teste de Sargan	9,05*	8,96*	1,07ns	1,08ns	76,74***	75,48***
Teste de Hansen	4,65ns	4,67ns	3,90ns	3,88ns	14,75ns	14,89ns
Teste de Dif. Hansen	4,63ns	3,27ns	0,41ns	0,51ns	1,33ns	2,12ns
Teste de Wald	399,38***	393,17***	105,88***	112,71***	90,98***	103,27***
Nº Observações	886	886	886	886	886	886
Nº Grupos	194	194	194	194	194	194
Nº Instrumentos	10	10	12	12	16	16

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: **ROE**: retorno sobre o patrimônio líquido (desempenho econômico); **EB/AT**: EBITDA/ativo total (desempenho operacional); **QTOBIN**: Q de Tobin desempenho de valor; **PROP1**: percentual de ações

ordinárias do maior acionista; **PROP3**: percentual de ações ordinárias dos três maiores acionistas; **TAM**: tamanho da empresa; **END**: endividamento total; **LIQ**: liquidez das ações.

AR (1) e AR (2) verificação da existência de auto correlação de primeira e segunda ordem entre os termos de erros. Testes de Sargan e Hansen verificam o pressuposto de exogeneidade dos instrumentos. Teste de Diferença de Hansen confirma a validade da abordagem GMM – Sistemico. *** significativo ao nível de 1%; **significativo ao nível de 5%; ns-sem significância.

Ao analisar-se o resultado referente à variável defasada de todos os modelos, verifica-se que elas apresentaram significância estatística e relação positiva com as *proxies* de desempenho utilizadas nesta pesquisa (econômico, operacional e de valor). Esse resultado demonstra a importância de se ter utilizado o GMM-SIS, que é um painel dinâmico, para o tratamento dos dados que compõem o modelo.

No que diz respeito à variável de interesse desta pesquisa, observa-se que, com exceção do modelo dois, essa variável não apresentou significância estatística, o que indica que o nível de concentração de propriedade, do maior e dos três maiores acionistas, não afetou o desempenho corporativo das companhias componentes da amostra. Esse resultado corrobora os achados de Vesco e Beuren (2015), Vintilă e Gherghina (2014) e Almeida *et al.* (2018) e vai de encontro à hipótese defendida por este estudo.

Em relação ao modelo dois, que tem como variável de desempenho o ROE e estima a estrutura de propriedade por meio da participação dos três maiores acionistas, nota-se que a variável de interesse desta pesquisa apresentou um coeficiente significativo e positivo. Isso indica que quanto maior o nível de concentração acionária dos três maiores acionistas da companhia, maior tende a ser o seu desempenho econômico, mensurado pelo retorno sobre o patrimônio líquido. Esse resultado vai ao encontro dos achados de Caixe e Krauter (2013) e Vintilă e Gherghina e é oposto à hipótese defendida por este trabalho.

Além disso, tal resultado confirma os pressupostos do efeito alinhamento. Segundo esse efeito, a existência de um acionista controlador ou um grupo de acionistas controladores tende a reduzir os custos de agência incorridos pela empresa, uma vez que a presença deles pode aumentar a eficácia do monitoramento da gestão (SAITO; SILVEIRA, 2008). A posse de grande parcela de ações por um acionista faz com que ele se comprometa em não desvalorizar o preço dos papéis, pois isso impactaria diretamente na sua riqueza (CLAESSENS; FAN, 2002). Diante disso, o desempenho aumentaria em estruturas de propriedade mais concentradas.

Com o intuito de controlar no modelo outros aspectos que poderiam influenciar o desempenho das entidades, foram incluídas as seguintes variáveis: tamanho da empresa, endividamento e liquidez das ações. Em todos modelos, com exceção do modelo dois, essas variáveis não apresentaram resultados significativos.

No modelo dois, as variáveis de controle endividamento e liquidez das ações apresentaram coeficientes significativos e positivos, evidenciando que quanto maior o percentual de endividamento e o grau de liquidez das ações das companhias, maior tende a ser o desempenho econômico das empresas que compõem a amostra. Esses achados são similares aos dos trabalhos de Caixe e Krauter (2013) e Vintilă e Gherghina (2014), considerando a análise do endividamento, e também vão ao encontro dos indícios encontrados por Marques *et al.* (2015) e Caixe e Krauter (2013), considerando a análise do indicador liquidez da ação.

5 CONCLUSÃO

O objetivo desta pesquisa foi analisar a influência da concentração acionária sobre o desempenho corporativo das companhias brasileiras de capital aberto listadas na B3. A fim de

atingir o objetivo proposto, foram analisadas 194 companhias durante o período de 2010 a 2017. Como procedimentos metodológicos, optou-se por realizar a análise exploratória dos dados e utilizou-se de um modelo de regressão para dados em painel estimado pelo método GMM Sistêmico.

Destaca-se que utilização do modelo de painel dinâmico ocorreu devido ao problema de endogeneidade, que pode surgir na análise do relacionamento entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo. Procedimento similar foi adotado por Pervan, *et al.* (2012) e Abdallah e Ismail (2017), no contexto internacional, e por Caixe e Krauter (2013) e Sonza e Kloeckner (2014) em estudos brasileiros.

De modo geral, os resultados desta pesquisa corroboraram a rejeição da hipótese levantada por este estudo. Os achados indicaram que a estrutura de propriedade não influencia o desempenho operacional e de valor das companhias que compõem a amostra. Por outro lado, em relação ao desempenho econômico, foram encontrados indícios que confirmam os pressupostos do efeito alinhamento. Isto indica que a estrutura de propriedade concentrada “apresenta um aspecto positivo [...], na medida em que os acionistas relevantes terão tanto interesse quanto poder para monitorar as ações dos executivos, pressionando-os para tomar decisões maximizadoras de sua riqueza” (SILVEIRA, 2015, p. 134).

Entre as variáveis independentes de controle utilizadas no modelo, apresentaram resultados significativos apenas o grau de endividamento e o nível de liquidez das ações referentes ao modelo que tem como variável dependente o desempenho econômico e que mensurou a estrutura de propriedade por meio do percentual de ações pertencentes aos três maiores acionistas.

Ressalta-se que os achados deste estudo não podem ser generalizados, se restringindo ao período e à amostra sob análise. Outra limitação apresentada por esta pesquisa está relacionada às métricas aplicadas para a mensuração do desempenho e da estrutura de propriedade. A aplicação de outras métricas pode indicar resultados distintos ou confirmar os achados deste estudo.

Sugere-se para futuras pesquisas a utilização de outras medidas para detectar o desempenho corporativo das empresas, como, por exemplo, o retorno sobre o ativo total. Outra sugestão é a inclusão no modelo apresentado de outras variáveis de controle que podem influenciar o desempenho corporativo das entidades, o que contribui para a obtenção resultados mais robustos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABDALLAH, Abed Al-Nasser; ISMAIL, Ahmad 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.

ALMEIDA, Fabrício Teixeira et al. GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO EMPRESARIAL: UMA ANÁLISE NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA. **Gestão & Regionalidade**, v. 34, n. 100, 2018.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose Paschoal. Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências. In: **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. Atlas, 2012.

ARAÚJO, Risolene Alves Macena; SANTOS, Livia Maria Silva. Determinantes do Grau de Concentração Acionária no Brasil: Um Estudo com as Empresas Listadas no Nível Tradicional da BM&FBOVESPA. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2016.

ARRUDA, Marcelo Paulo de. A influência de características da auditoria independente na qualidade da informação contábil. Tese de doutorado, UNB, Brasília, DF. 2016.

AZZOLIN, José Laudelino. **Análise das demonstrações contábeis**. IESDE BRASIL SA, 2012.

BARROS, L. A. B. C.; CASTRO, F. H. F. J.; SILVEIRA, A. D. M.; BERGMANN, D. R. A questão da endogeneidade nas pesquisas empíricas em finanças corporativas: principais problemas e formas de mitigação. **Social Science Research Network**. 2010. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1593187>>. Acesso em 24 mai 2019.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) - Programa de Pós-Graduação Escola Brasileira de Administração Pública da Fundação Getulio Vargas (EBAP/FGV), 2012.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance: The sequel. **Journal of Corporate Finance**, v. 58, p. 142-168, 2019.

BRUNOZI JUNIOR, A. C. **Os efeitos das book-tax differences anormais na qualidade dos resultados contábeis em empresas de capital aberto listadas no Brasil**. 2016. Tese de Doutorado. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), São Leopoldo, RS, Brasil.

BUALLAY, Amina; HAMDAN, Allam; ZUREIGAT, Qasim. Corporate governance and firm performance: evidence from Saudi Arabia. **Australasian Accounting, Business and Finance Journal**, v. 11, n. 1, p. 78-98, 2017.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. 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.

CATAPAN, Anderson; COLAUTO, Romualdo Douglas; BARROS, Cláudio Marcelo Edwards. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, 2013.

CIFTCI, Ilhan et al. Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. **International Business Review**, v. 28, n. 1, p. 90-103, 2019.

CLAESSENS, Stijn; FAN, Joseph PH. Corporate governance in Asia: A survey. **International Review offinance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

COLAUTO, Romualdo Douglas; NOGUEIRA, Igor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura. Q de Tobin e Indicadores Financeiros Tradicionais em Companhias siderúrgicas com ações na Bovespa e NYSE. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 28, n. 3, 2009.

CVM, Comissão de Valores Mobiliários. *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 20 mai 2018.

DAMI, Anamélia Borges Tannús et al. Governança corporativa e estrutura de propriedade no Brasil: causas e consequências. **Encontro Brasileiro de Finanças**, v. 6, p. 2006, 2006.

DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belen. Ownership structure and corporate performance. **Journal of corporate finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

ERMEL, M. D. A.; MONTE, P. A. Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: evidências para o mercado brasileiro. 2016. **FGV Working Paper Series**. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/16387>>. Acesso em: 29 fev 2019.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Anais...**São Paulo: USP/FEA/PPGA, 2001.

FERNANDES, Nirlene Aparecida Carneiro; DIAS, Warley Oliveira; CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM & FBOVESPA. **Revista organizações em contexto**, v. 6, n. 11, p. 22-44, 2010.

GABRIEL, Fabiano; ASSAF NETO, Alexandre; CORRAR, Luiz João. O impacto do fim da correção monetária no retorno sobre o patrimônio líquido dos bancos no Brasil. **Revista de Administração-RAUSP**, v. 40, n. 1, 2005.

GASPARETTO, Valdirene. O papel da contabilidade no provimento de informações para a avaliação do desempenho empresarial. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 2, p. 109-122, 2004.

GILL, Amarjit; MATHUR, Neil. The impact of board size, CEO duality, and corporate liquidity on the profitability of Canadian service firms. **Journal of Applied Finance and Banking**, v. 1, n. 3, p. 83, 2011.

GOMES, A. P. M. **A influência das características da governança corporativa na gestão tributária das empresas brasileiras**. 2012. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2012.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of financial economics**, v. 53, n. 3, p. 353-384, 1999.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 87-125, 2008.

MARQUES, Thiago Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)**, v. 16, n. 4, 2015.

MARQUES, Vagner Antônio. **QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS E O AMBIENTE REGULATÓRIO: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO PERÍODO DE 1999 A 2013**. 2016. Tese (Doutorado em Administração) Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração – CEPEAD, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2016.

NASEEM, Muhammad Akram et al. Capital structure and corporate governance. **The Journal of Developing Areas**, v. 51, n. 1, p. 33-47, 2017.

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

PERVAN, Maja; PERVAN, Ivica; TODORIC, M. Firm ownership and performance: Evidence for Croatian listed firms. **World Academy of Science, Engineering and Technology**, v. 61, n. 2012, p. 964-970, 2012.

PILLAI, Rekha; AL-MALKAWI, Husam-Aldin Nizar. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. **Research in International Business and Finance**, v. 44, p. 394-410, 2018.

ROODMAN, David. How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. **The Stata Journal**, v. 9, n. 1, p. 86-136, 2009.

ROSENSTEIN, Stuart; WYATT, Jeffrey G. Outside directors, board independence, and shareholder wealth. **Journal of financial economics**, v. 26, n. 2, p. 175-191, 1990.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SALAZAR, José Nicolás Albuja; BENEDICTO, Gideon Carvalho. **Contabilidade financeira**. Cengage Learning Editores, 2004.

SANTANA, Luciene; LIMA, Franciane Gonçalves. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e Iniciação Científica, São Paulo, SP. Brasil**. 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Elsevier Brasil, 2015.

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto Oliveira. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 322-338, 2014.

TOIGO, Leandro Augusto; HEIN, Nelson; WRUBEL, Franciele. Relação dos Mecanismos de Governança Corporativa com o Desempenho Mensurado pelos Filtros de Graham. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 21, n. 2, p. 178-199, 2018.

TOMAR, Shorouq; BINO, Adel. Corporate governance and bank performance: evidence from Jordanian banking industry. **Jordan Journal of Business Administration**, v. 153, n. 655, p. 1-40, 2012.

VESCO, Delci Grapégia Dal; BEUREN, Ilse Maria. INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DOS INTERLOCKS ENTRE PROPRIETÁRIOS NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 3, 2015.

VIEIRA, Kelmara Mendes et al. A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. **Revista Universo Contábil**, v. 7, n. 1, p. 46-67, 2011.

VINTILĂ, Georgeta; GHERGHINA, Ștefan Cristian. The impact of ownership concentration on firm value. Empirical study of the Bucharest Stock Exchange listed companies. **Procedia Economics and Finance**, v. 15, p. 271-279, 2014.

WANG, Kun; SHAILER, Greg. Ownership concentration and firm performance in emerging markets: a meta-analysis. **Journal of Economic Surveys**, v. 29, n. 2, p. 199-229, 2015.

WILLIAMS, Robert J.; FADIL, Paul A.; ARMSTRONG, Robert W. Top management team tenure and corporate illegal activity: The moderating influence of board size. **Journal of Managerial Issues**, p. 479-493, 2005.