



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA
DOUTORADO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

CONTROLE ACIONÁRIO E EFICÁCIA DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

FORTALEZA – CE
2019

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

CONTROLE ACIONÁRIO E EFICÁCIA DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de doutor em Administração e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

FORTALEZA
2019

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

B817c Brandão, Isac de Freitas.

Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa : uma análise da empresa brasileira / Isac de Freitas Brandão. – 2019.
137 f. : il.

Tese (doutorado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2019.
Orientação: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo.

1. Controle acionário. 2. Conflitos de agência. 3. Abordagem contingencial da governança corporativa.
I. Título.

CDD 658

ISAC DE FREITAS BRANDÃO

CONTROLE ACIONÁRIO E EFICÁCIA DA ADOÇÃO DE PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA: UMA ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do título de doutor em Administração e Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo

Aprovada em: 29/07/2019

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo (orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Profa. Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos (membro interno)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Antônio Carlos Dias Coelho (membro interno)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo (membro externo)
Universidade de São Paulo (USP)

Prof. Ph.D. Félix Javier López Iturriaga (membro externo)
Universidad de Valladolid (UVA)

A meus pais, Ana Maria e Otacílio.

AGRADECIMENTOS

A Deus, que guiou meus passos e me concedeu os dons necessários para o cumprimento desta jornada.

Ao prof. Dr. Vicente Lima Crisóstomo, pela orientação realizada com profissionalismo, amizade, dedicação e paciência.

Aos professores que acompanharam as etapas da elaboração e desenvolvimento deste trabalho, profa. Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos, prof. Dr. Antônio Carlos Dias Coelho, prof. Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo e Prof. Ph.D. Félix Javier López Iturriaga, pelo tempo dedicado à análise do trabalho e pelas contribuições concedidas.

Aos bolsistas do Programa de Educação Tutorial (PET) e do Programa Institucional de Bolsas de Iniciação Científica (PIBIC) do curso de graduação em Ciências Contábeis da UFC, pelo auxílio na construção da base de dados.

Aos professores, colegas e técnicos administrativos do PPAC/UFC, que contribuíram com minha formação acadêmica durante os cursos de mestrado e doutorado, o que, indiretamente, ajudou o desenvolvimento da pesquisa.

À minha família, minha noiva e meus amigos, pela compreensão e apoio.

“The effectiveness of corporate governance mechanisms must be considered in light of contingencies related to the ownership structure of the firm”. (DESENDER et al., 2013)

RESUMO

Espera-se que práticas eficazes de governança corporativa proporcionem benefícios financeiros às empresas, reduzindo conflitos de agências e melhorando o relacionamento com acionistas não controladores e credores. O tipo de controle acionário, como antecedente dos conflitos de agência, pode ser um fator contingencial para a decisão de adoção e para a eficácia das práticas de governança corporativa adotadas. O objetivo deste trabalho foi analisar o efeito do controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa recomendadas para empresas brasileiras. A tese proposta foi de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa. A amostra foi composta por 160 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período 2010-2017, totalizando 1234 observações. Por meio de análise documental, foram investigadas 41 práticas de governança corporativa relacionadas a mecanismos de: proteção dos direitos de acionistas (9 práticas); monitoramento e incentivo gerencial (21 práticas); e transparência da gestão (11 práticas). O nível de adoção dessas práticas foi medido pelo Índice de Adoção de Práticas de Governança Corporativa (IAPGC), calculado por duas estratégias: nível médio de adoção das 41 práticas individuais; e média de 15 dimensões de governança corporativa indicadas por análise dos componentes principais categórica. Foram considerados quatro indicadores de desempenho empresarial relacionados a benefícios financeiros teoricamente atribuídos à governança corporativa: menor risco do mercado de ações (coeficiente beta), menor risco do mercado de crédito (custo da dívida), desempenho operacional superior (retorno sobre ativos) e maior valor de mercado (Q de Tobin). Por meio da análise de conteúdo, o controle acionário foi categorizado em três grupos: disperso, quando não há acionista controlador; compartilhado, quando o controle acionário é exercido por meio de acordo de acionistas; e majoritário, quando há apenas um acionista controlador. A análise dos dados foi realizada por meio de estatística descritiva, análise de variância, teste de Jonckheere-Terpstra, teste de diferença de média e regressão linear múltipla com mínimos quadrados generalizados viáveis. Os resultados revelam relação positiva do IAPGC com risco do mercado de ações, desempenho operacional e valor de mercado, sugerindo que a adoção de práticas de governança corporativa é eficaz para melhorar o desempenho operacional e aumentar o valor de mercado. Em empresas com controle compartilhado, que têm concentração de direitos de voto de 53,9% e excesso de direitos de voto de 3,5%, o IAPGC é menor e está relacionado a menor risco do mercado de ações, maior desempenho operacional e maior valor de mercado. Em empresas com controle majoritário, que têm concentração de direitos de voto de 69,4% e excesso de direitos de voto de 10,3%, o IAPGC é menor e está relacionado a maior risco no mercado de ações, menor risco no mercado de crédito e menor valor de mercado. Em empresas com controle disperso, que têm concentração de direitos de voto de 34,7% e excesso de direitos de voto de 0,2%, o IAPGC é maior e está relacionado a maior risco do mercado de crédito e menor desempenho operacional. A relação do IAPGC com desempenho operacional e valor de mercado é maior nas empresas com controle majoritário, e a relação do IAPGC com o valor da empresa é menor em empresas com controle compartilhado. Os resultados corroboram a tese de que o tipo de controle acionário é um fator contingencial à eficácia da adoção de práticas de governança corporativa: o controle compartilhado, que apresenta estrutura de propriedade menos propícia a conflitos de agência, reduz a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa; e o controle majoritário, que apresenta estrutura de propriedade mais propícia a conflitos de agência, aumenta a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa.

Palavras-chave: Controle acionário. Conflitos de agência. Abordagem contingencial da governança corporativa.

ABSTRACT

Efficacious corporate governance practices are expected to provide financial benefits to companies by reducing agency conflicts and improving relationships with non-controlling shareholders and creditors. The type of ownership control, as an antecedent of agency conflicts, may be a contingency factor for the decision of adoption and for the efficacy of the corporate governance practices adopted. The objective of this paper was to analyze the effect of ownership control on the efficacy of the adoption of corporate governance practices recommended for Brazilian companies. The thesis proposed was that the efficacy of the adoption of corporate governance practices is constrained on the type of ownership control of the company. The sample consisted of 160 companies listed in Brazil, Bolsa, Balcão (B3) in the period 2010-2017, totaling 1234 observations. Through documentary analysis, were investigated 41 corporate governance practices related to mechanisms to: protect shareholders' rights (9 practices), monitoring and managerial incentive (21 practices), and transparency in management (11 practices). The level of adoption of these practices was measured by the Corporate Governance Practices Adoption Index (IAPGC), calculated by two strategies: average adoption level of the 41 individual practices, and the average of 15 corporate governance dimensions indicated by categorical principal component analysis. Four firm performance indicators related to financial benefits theoretically attributed to corporate governance were considered: lower stock market risk (beta coefficient), lower credit market risk (cost of debt), higher operating performance (return on assets) and higher market value (Tobin's Q). Through content analysis, ownership control was categorized in three groups: dispersed, when there is no controlling shareholder; shared, when ownership control is exercised by means of a shareholders' agreement; and majority, when there is only one controlling shareholder. Data analysis was performed using descriptive statistics, analysis of variance, Jonckheere-Terpstra test, mean difference test and multiple linear regression with Feasible Generalized Least Squares. The results reveal positive relationship between IAPGC and stock market risk, operating performance and market value, suggesting that the adoption of corporate governance practices is efficacious in improving operating performance and increasing market value. In shared-controlled companies, which have 53.9% of voting rights concentration and 3.5% excess of voting rights, IAPGC is lower and is related to lower stock market risk, higher operating performance and higher market value. In majority-controlled companies, which have 69.4% of voting rights concentration and 10.3% of excess of voting rights, the IAPGC is lower and is related to higher stock market risk, lower stock credit risk, and lower market value. In dispersed-controlled companies, which have 34.7% of voting rights concentration and 0.2% of excess of voting rights, the IAPGC is higher and is related to higher credit market risk and lower operating performance. IAPGC's relationship with operating performance and market value is higher in majority-controlled companies, and IAPGC's relationship with market value is lower in shared-controlled companies. The findings corroborate the thesis that the type of ownership control is a contingency factor for the efficacy of the adoption of corporate governance practices: shared ownership control, which has an ownership structure less conducive to agency conflicts, reduces the efficacy of adoption of corporate governance practices; and majority ownership control, which has an ownership structure more conducive to agency conflicts, increases the efficacy of adoption of corporate governance practices.

Keywords: Ownership control. Agency conflicts. Contingency approach to corporate governance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Modelo conceitual da pesquisa	55
Quadro 1 – Construtos, variáveis e operacionalização das variáveis.....	58
Quadro 2 – Checklist de práticas de governança corporativa analisadas.....	60
Quadro 3 – Hipóteses e resultados da pesquisa.....	116

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Descrição da amostra por setor de atividade	57
Tabela 2 – Descrição da amostra por ano	58
Tabela 3 – Estatística descritiva da adoção de práticas de governança corporativa	73
Tabela 4 – Estatística descritiva do nível de adoção de práticas de governança corporativa baseados nas práticas individuais	75
Tabela 5 – Matriz padrão das cargas fatoriais.....	76
Tabela 6 – Estatística descritiva das dimensões da governança corporativa	78
Tabela 7 – Estatística descritiva do nível de adoção de práticas de governança corporativa baseado nas dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica	80
Tabela 8 – Tipo de controle acionário.....	81
Tabela 9 – Alteração do tipo de controle acionário	82
Tabela 10 – Identidade dos acionistas controladores	82
Tabela 11 – Concentração acionária dos três maiores acionistas por tipo de controle acionário	83
Tabela 12 – Estatística descritiva de indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas	84
Tabela 13 – Matriz de correlação entre as variáveis métricas	85
Tabela 14 – Adoção de práticas de governança corporativa por tipo de controle	87
Tabela 15 – Dimensões da governança corporativa por tipo de controle	88
Tabela 16 – Controle compartilhado e adoção de práticas de governança corporativa	89
Tabela 17 – Controle majoritário e adoção de práticas de governança corporativa	91
Tabela 18 – Controle disperso e adoção de práticas de governança corporativa.....	92
Tabela 19 – Adoção de práticas de governança corporativa e risco no mercado de ações.....	94
Tabela 20 – Adoção de práticas de governança corporativa e risco no mercado de crédito...	95
Tabela 21 – Adoção de práticas de governança corporativa e desempenho operacional	97
Tabela 22 – Adoção de práticas de governança corporativa e valor de mercado	98
Tabela 23 – Indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas por tipo de controle acionário	100
Tabela 24 – Controle compartilhado e indicadores de desempenho empresarial	101
Tabela 25 – Controle majoritário e indicadores de desempenho empresarial.....	102
Tabela 26 – Controle disperso e indicadores de desempenho empresarial	104

Tabela 27 – Controle compartilhado e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices).....	106
Tabela 28 – Controle compartilhado e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)	107
Tabela 29 – Controle majoritário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices).....	109
Tabela 30 – Controle majoritário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)	110
Tabela 31 – Controle disperso e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices).....	111
Tabela 32 – Controle disperso e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)	112

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depository Report</i>
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CATPCA	Análise de componentes principais categórica
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGLS	<i>Feasible Generalized Least Squares</i>
GT Interagentes	Grupo de Trabalho Interagentes
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IAPGC	Índice de Adoção de Práticas de Governança Corporativa
Nyse	<i>New York Stock Exchange</i>
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
VIF	<i>Variance inflation factor</i>

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	Problemática e questão de pesquisa.....	14
1.2	Objetivos.....	16
1.3	Declaração da tese	17
1.4	Justificativa e originalidade	17
1.5	Delimitação da pesquisa	19
1.6	Estrutura do trabalho.....	20
2	QUADRO TEÓRICO DE REFERÊNCIA	21
2.1	Origem e tipos de conflitos de agência.....	21
2.1.1	<i>Origem dos conflitos de agência</i>	22
2.1.2	<i>Tipos de conflitos de agência</i>	23
2.2	Governança corporativa e conflitos de agência	25
2.2.1	<i>Mecanismos de governança corporativa</i>	26
2.2.2	<i>Práticas de governança corporativa</i>	27
2.2.3	<i>Eficácia da governança corporativa</i>	28
2.2.4	<i>Abordagem contingencial da governança corporativa</i>	30
2.3	Governança corporativa no Brasil	32
2.3.1	<i>Estrutura de propriedade das empresas de capital aberto</i>	32
2.3.2	<i>Mecanismos externos de governança corporativa</i>	34
2.3.3	<i>Mecanismos internos de governança corporativa</i>	36
3	DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES E MODELO CONCEITUAL.....	40
3.1	Controle acionário e adoção das práticas de governança corporativa	42
3.2	Adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial.....	45
3.3	Controle acionário e indicadores de desempenho empresarial	47
3.4	Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa.....	51
3.5	Modelo conceitual da pesquisa	54
4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	56
4.1	Posicionamento epistemológico	56
4.2	População e amostra	56
4.3	Mensuração das variáveis e coleta de dados.....	58
4.3.1	<i>Adoção de práticas de governança corporativa</i>	59

4.3.2	<i>Controle acionário</i>	65
4.3.3	<i>Indicadores de desempenho empresarial</i>	67
4.3.4	<i>Variáveis de controle</i>	68
4.4	Teste de hipóteses	68
4.4.1	<i>Modelos</i>	69
4.4.2	<i>Procedimentos estatísticos</i>	71
5	RESULTADOS E DISCUSSÃO.....	72
5.1	Estatística descritiva	72
5.1.1	<i>Adoção de práticas de governança corporativa</i>	72
5.1.2	<i>Controle acionário</i>	81
5.1.3	<i>Indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas</i>	84
5.2	Testes de hipóteses	86
5.2.1	<i>Controle acionário e adoção das práticas de governança corporativa</i>	86
5.2.2	<i>Adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial</i>	92
5.2.3	<i>Controle acionário e indicadores de desempenho empresarial</i>	99
5.2.4	<i>Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa</i>	104
5.3	Síntese e discussão dos resultados	113
6	CONCLUSÃO	119
	REFERÊNCIAS	122

1 INTRODUÇÃO

1.1 Problemática e questão de pesquisa

Governança corporativa é tratada como um tema interdisciplinar no meio acadêmico, sendo estudada nas áreas de Economia, Finanças, Direito, Administração e Contabilidade (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). Em Finanças, governança corporativa engloba um conjunto de mecanismos que buscam assegurar o retorno dos investimentos de investidores externos (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Segundo a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações gera relações de agência entre gestores (agente) e proprietários (principal). Enquanto o principal tem por objetivo maximizar sua riqueza, o agente pode utilizar de seu poder de decisão para alcançar interesses próprios, em detrimento da maximização da riqueza do principal. Nesse contexto, a governança corporativa destina-se a garantir que os investidores (principal) recebam seu dinheiro de volta, uma vez que outra pessoa (agente) tomará as decisões sobre como este dinheiro é usado (LOVE, 2011).

Inicialmente aplicada no contexto de empresas com capital pulverizado, predominantes nos Estados Unidos e no Reino Unido, a governança corporativa era voltada para conflitos de agência entre acionistas dispersos e gestores. Com a constatação de que na maior parte dos mercados de capitais as empresas predominantemente apresentam acionista controlador, os estudos sobre governança corporativa se voltaram para conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; YOUNG et al., 2008). A governança corporativa também é estudada no âmbito do financiamento por meio de dívida (SHLEIFER; VISHNY, 1997), devido aos conflitos de agência entre gestores/acionistas controladores e credores (BARNEA; HAUGEN; SENBET, 1980; JENSEN; MECKLING, 1976).

A governança corporativa compreende um conjunto de mecanismos internos e externos às empresas que têm por finalidade mitigar os conflitos de interesse entre *insiders* e financiadores externos (MISANGYI; ACHARYA, 2014). A eficácia dos mecanismos de governança corporativa, nesse contexto, está relacionada à minimização dos conflitos de agência (DEY, 2008; MISANGYI; ACHARYA, 2014). Esta pesquisa segue as pesquisas empíricas em Finanças e analisa a eficácia da governança corporativa por meio da análise da relação entre a adoção de mecanismos de governança corporativa e indicadores de desempenho

empresarial relacionados a benefícios financeiros teoricamente atribuídos à melhor governança corporativa. Como consequência da redução dos conflitos de agência e da melhor relação com financiadores externos, a literatura empírica em países emergentes tem apontado que a governança corporativa eficaz proporciona os seguintes benefícios financeiros à empresa: aumento do acesso a financiamento externo; melhor desempenho operacional; e maior valor de mercado (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

Em países onde há forte proteção legal aos direitos dos acionistas, o próprio ambiente institucional provê garantias aos financiadores externos (DURNEV; KIM, 2005). Por outro lado, em ambientes com fraca proteção legal, como o Brasil, a pressão do mercado de capitais para que as empresas aprimorem seus sistemas internos de governança passa a ser mais necessária (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Neste sentido, profissionais e acadêmicos têm proposto um conjunto de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial e transparência da gestão a serem adotados pelas empresas, denominados práticas de governança corporativa. No Brasil, destacam-se as práticas recomendadas em códigos de boa governança editados por participantes do mercado de capitais – como Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015), Grupo de Trabalho Interagentes (GT INTERAGENTES, 2016) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI, 2018) – e as práticas exigidas para a participação em segmentos especiais de listagem e nos índices de governança corporativa da Brasil, Bolsa, Balcão (B3).

Segundo a abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da empresa (AGUILERA et al., 2008; DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008; HUSE, 2005). Nesse contexto, Bebchuk e Hamdani (2009) argumentam que a busca por padrões de governança corporativa entre as empresas apresenta uma deficiência básica: o impacto de muitos mecanismos de governança corporativa depende da estrutura de propriedade da empresa. Por consequência, o tipo de controle acionário pode funcionar como fator contingencial à adoção de práticas de governança corporativa pela empresa (AGUILERA et al., 2008; AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012).

Empresas com capital disperso diferem de empresas com acionista controlador no que tange à eficácia das práticas de governança corporativa (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009). A presença de acionista controlador pode ser vista como mecanismo de monitoramento, substituto de outras práticas de governança corporativa (DENIS; MCCONNELL, 2003;

SHLEIFER; VISHNY, 1997); por outro lado, acionistas controladores podem enfraquecer a estrutura de governança corporativa da empresa para facilitar o usufruto de benefícios privados do controle (BOZEC; BOZEC, 2007; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

Dentre as empresas com acionista controlador, há diferenças nos conflitos de agência entre empresas com controle majoritário, exercido por um único acionista, e compartilhado, quando dois ou mais acionistas exercem o controle acionário por meio de acordo de acionistas. A literatura empírica tem apontado que o controle compartilhado (acordo de acionistas), embora possa ser utilizado pelos signatários do acordo como instrumento de expropriação, pode mitigar conflitos de interesse e proteger acionistas minoritários em mercados com baixa proteção legal (CARVALHAL, 2012; SILVA; LUNA; MARCON, 2018).

No Brasil, embora as empresas predominantemente apresentem um único acionista controlador (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019), há crescente número de empresas com controle compartilhado e sem acionista controlador (ALDRIGHI, 2014; CARVALHAL, 2012; CRISÓSTOMO, BRANDÃO, 2019; HOLANDA; COELHO, 2013; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Estudos empíricos têm mostrado relação da presença e da identidade do acionista controlador com a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA et al., 2009; SILVEIRA et al., 2010). Entretanto, ainda não se conhece as implicações dos diferentes tipos de controle acionário sobre a eficácia destas práticas. Partindo desta lacuna, a pesquisa buscou responder à seguinte questão:

Qual o efeito do tipo de controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa na empresa brasileira?

1.2 Objetivos

O objetivo geral do trabalho é analisar o efeito do tipo de controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa recomendadas para empresas brasileiras.

Para atingir este objetivo, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- Verificar a relação entre tipo de controle acionário e adoção de práticas de governança corporativa;

- Verificar a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial;
- Verificar a relação entre tipo de controle acionário e indicadores de desempenho empresarial;
- Investigar o efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial.

1.3 Declaração da tese

Os diferentes tipos de controle acionário das empresas atuantes no mercado de capitais brasileiro interferem na natureza e a magnitude dos conflitos de agência. Esta interferência pode influenciar as decisões sobre a adoção de práticas de governança corporativa e os benefícios financeiros decorrentes da adoção dessas práticas. Neste sentido, a pesquisa será desenvolvida a partir da seguinte tese:

A eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa

1.4 Justificativa e originalidade

Os estudos sobre governança corporativa vêm ganhando destaque no meio acadêmico e corporativo nas últimas décadas, em virtude do crescimento dos mercados de capitais ao redor do mundo e dos inúmeros escândalos corporativos decorrentes dos conflitos de agência (BECHT; BOLTON; RÖELL, 2003; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Neste sentido, os resultados da pesquisa poderão trazer contribuições teóricas e organizacionais.

No campo teórico, embora se verifique a tentativa de pesquisadores em delimitar um conjunto de práticas de governança corporativa que minimizem os conflitos de agência, os resultados não são consistentes (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009). Argui-se neste trabalho que o controle acionário, fator determinante para os conflitos de agência, deve ser considerado na proposição de práticas de governança corporativa. Os resultados da pesquisa poderão contribuir para o entendimento dos interesses e da capacidade dos acionistas controladores em modelar as estratégias de governança (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016) e para verificar se o tipo

de controle acionário está atuando como fator contingencial às práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012; BEBCHUCK; HAMDANI, 2009).

No campo organizacional, as características do mercado de capitais brasileiro – fraca proteção legal e baixo *enforcement* (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999), predominância de empresas com controle definido e a existência de desvios entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007) – elevam a necessidade de compreender o papel dos diferentes tipos de controle acionário para a definição de práticas de governança corporativa que mitiguem os conflitos de agência. Nos últimos anos, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) vem reconhecendo a importância desta temática, ao discutir práticas de governança específicas para sociedades de economia mista e empresas familiares. Os resultados deste trabalho poderão sinalizar para órgãos reguladores, participantes do mercado de crédito e de capitais e para a gestão das empresas a possibilidade de haver práticas de governança corporativa indicadas para cada tipo de controle acionário, estimulando a adoção destas práticas e reduzindo custos com práticas ineficazes.

Quanto à originalidade, a pesquisa se diferencia de estudos anteriores por abordar aspectos relativos aos diferentes conflitos de agência relacionados aos financiadores de capital (JENSEN; MECKLING, 1976) e a visão do controle acionário como um fator contingencial às práticas de governança corporativa (AGUILERA et al., 2008; AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012), capaz de influenciar a adoção e a eficácia destas práticas (DESENDER et al., 2013; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012), de acordo com os interesses dos controladores (BOZEC; BOZEC, 2007; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019) e o tipo e severidade dos conflitos de agência existentes na empresa (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009; DESENDER et al., 2013; LEI; LIN; WEI, 2013). As pesquisas empíricas realizadas no mercado de capitais brasileiro têm predominantemente investigado a adoção e o papel de práticas de governança na redução dos conflitos de agência e os benefícios desta redução no campo das Finanças Corporativas (RIBEIRO; SANTOS, 2015). A presente pesquisa discute se o controle acionário da empresa brasileira interfere neste papel, ou seja, se afeta a eficácia das práticas de governança corporativa.

Metodologicamente, a adoção de práticas de governança corporativa foi investigada a partir de *checklist* mais abrangente do que estudos anteriores (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2011; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006) e com escalas de mensuração diversas (binárias, discretas e contínuas). O índice

de adoção de práticas de governança corporativa construído, além de ser calculado pela média do nível de adoção de práticas individuais, foi calculado a partir de visão multidimensional, por meio de análise de componentes principais (CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2011; DEY, 2008; FLORACKIS, 2008; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007). As práticas de governança corporativa analisadas também foram agrupadas em três subíndices relacionados a mecanismos de: proteção aos direitos dos acionistas; monitoramento e incentivo gerencial; e transparência da gestão. A categorização do controle acionário buscou refletir diferentes configurações de estrutura de propriedade que devem influenciar no tipo e na severidade dos conflitos de agência (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009; CARVALHAL, 2012).

1.5 Delimitação da pesquisa

Para tornar a pesquisa viável optou-se por investigar apenas as empresas listadas na B3 com dados disponíveis para a consecução da pesquisa. Apesar desta limitação, a amostra escolhida compreende as empresas que, de fato, abriram seu capital ao público, sendo mais suscetíveis a problemas de agência decorrentes dos diferentes tipos de controle acionário. A fim de captar a evolução da governança corporativa e do controle acionário, foram coletadas informações de cada empresa por um período de oito anos (2010 a 2017).

A adoção de práticas de governança corporativa foi investigada por meio de análise documental. O índice e os subíndices de adoção de práticas de governança foi mensurado a partir da média aritmética simples do nível de adoção de 41 práticas individuais e de 15 dimensões indicadas por análise de componentes principais. As empresas foram categorizadas por meio de análise de conteúdo quanto ao controle acionário em três grupos: disperso, quando não há acionista controlador; compartilhado, quando o controle acionário é exercido por meio de acordo de acionistas; e majoritário, quando há apenas um acionista controlador. Foram utilizados como indicadores de desempenho empresarial o coeficiente beta (risco percebido por investidores no mercado de ações), custo da dívida (risco percebido por investidores no mercado de crédito), retorno sobre ativos (desempenho operacional) e Q de Tobin (aproximação para valor de mercado)

A análise de dados foi realizada por meio de estatística descritiva, análise de variância, teste de Jonckheere-Terpstra, teste de diferença de médias e regressão linear múltipla com mínimos quadrados generalizados viável. A eficácia das práticas de governança corporativa foi investigada pelo efeito da adoção destas práticas sobre indicadores de

desempenho empresarial. O efeito contingencial do tipo de controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa foi analisado através de três modelos: efeito direto do tipo de controle acionário sobre adoção de práticas de governança corporativa; efeito direto do tipo de controle acionário sobre indicadores de desempenho empresarial; e efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial.

1.6 Estrutura do trabalho

O trabalho está estruturado em seis seções, sendo esta introdução a primeira. Na segunda seção é feita uma revisão da literatura teórica e empírica que fundamentou a pesquisa. Na terceira seção pesquisa são discutidas e apresentadas as hipóteses e o modelo teórico de pesquisa. A quarta seção é destinada a apresentar os procedimentos metodológicos concernentes ao posicionamento epistemológico, definição da amostra e procedimentos de coleta e análise de dados. Na quinta seção são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa empírica realizada. E na sexta seção são apresentadas as conclusões do estudo, suas implicações e limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2 QUADRO TEÓRICO DE REFERÊNCIA

A revisão de literatura foi organizada em três partes. Inicialmente foram abordados as origens e os tipos de conflitos de agência. Em seguida foram apresentados os principais conceitos de governança corporativa no contexto dos conflitos de agência: mecanismos, práticas, eficácia e contingências. Por fim, foi apresentado o contexto da governança corporativa no Brasil.

2.1 Origem e tipos de conflitos de agência

A estrutura de propriedade de uma empresa pode ser entendida como os direitos de propriedade mantidos por administradores (*insiders*) e acionistas externos, que não têm função na administração (*outsiders*) (JENSEN; MECKLING, 1976). A teoria clássica da economia tratava a firma como um conjunto de planos de produção viáveis (HART, 1989), sem considerar as relações entre os agentes inseridos no contexto organizacional. Com o crescimento das corporações e o desenvolvimento do mercado de capitais em países com tradição anglo-saxônica, no início do século XX, Berle e Means (1932) observaram que a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações gerava conflitos de interesses entre gestores e acionistas, não explicados pela teoria clássica. A partir desta constatação, a estrutura de propriedade passou a ser estudada como um dos temas centrais da teoria econômica da firma (DEMSETZ, 1983).

Coase (1937) foi o primeiro a propor uma teoria da firma que incorporara características reais das empresas, focando nas relações existentes entre os agentes produtivos. Decorrente desta visão contratual foram desenvolvidas outras abordagens, como a Teoria Contratual da Firma (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972) e a Economia dos Custos de Transação (WILLIAMSON, 1981). Entretanto, foi o estudo de Jensen e Meckling (1976) que alargou a visão contratual da firma para um nexo de contratos, cujo valor residual dos ativos e fluxos de caixa é divisível e pode ser vendido sem permissão dos outros participantes do contrato. A partir desta definição, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram uma teoria da firma focada nos conflitos de interesses entre gestores e acionistas e nos custos decorrentes desta relação, que afetam o desempenho operacional e o valor da firma.

2.1.1 Origem dos conflitos de agência

Os agentes imperfeitos e os contratos incompletos presentes nas relações de agência entre gestores/controladores e financiadores externos formam a condição básica para a existência da governança corporativa (HART, 1983). Jensen e Meckling (1976) apresentaram o problema dos agentes imperfeitos (ROSSETTI; ANDRADE, 2012) e os principais conceitos da teoria da agência aplicada à estrutura de propriedade da empresa. Em meio ao nexo de contratos que formam a firma, a separação entre propriedade e gestão nas grandes corporações gera relações de agência entre gestores e financiadores externos. A relação de agência ocorre quando uma ou mais pessoas (principal) contrata outra pessoa ou pessoas (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente. Enquanto o principal tem por objetivo maximizar sua riqueza, o agente pode utilizar de seu poder de decisão para atingir interesses próprios, distintos do objetivo do principal. Os conflitos de interesse entre agente e principal geram custos a serem arcados pelo principal, denominados custos de agência, referentes a: criação e estruturação de contratos entre o principal e o agente; monitoramento das ações do agente; dispêndios pagos ao agente para o cumprimento dos contratos, e; custos residuais, decorrentes das decisões do agente que não maximizam o bem-estar dos principais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Jensen e Meckling (1976) tratam especificamente das relações de agência entre os gestores e os financiadores do capital da empresa. Num primeiro momento são discutidos os problemas de agência decorrentes da separação entre a propriedade e a gestão. Quando o gestor detém 100% do capital da empresa, os benefícios decorrentes de decisões tomadas para proveito próprio correspondem às perdas de riqueza da empresa, anulando os efeitos positivos da decisão do gestor. À medida em que o gestor reduz sua participação no capital da empresa, os custos relativos a decisões tomadas em proveito próprio pelo gestor são divididos entre os demais sócios, sendo estas decisões mais vantajosas para o gestor. Em uma situação extrema, em que os gestores não possuem nenhuma parcela do capital da empresa, os custos decorrentes de suas decisões são arcados totalmente pelos proprietários.

Num outro cenário, Jensen e Meckling (1976) analisam a relação de agência entre acionistas e credores, destacando como a tomada de decisões de investimentos pode transferir o risco dos acionistas para os credores. Tais problemas estão associados à assimetria informacional, riscos de incentivos dos agentes e oportunidades de crescimento futuras (BARNEA; HAUGEN; SENBET, 1980). Os custos de agência da dívida, também arcados em

última instância pelos proprietários da empresa, referem-se a monitoramento dos credores, garantias contratuais, custos de falência e custos de liquidez (JENSEN; MECKLING, 1976).

Sendo a relação de agência entre gestores/controladores e financiadores externos (acionistas não controladores e credores) uma das relações contratuais do nexo de contratos que compõe a firma (JENSEN; MECKLING, 1976), os custos de agência referentes à elaboração e garantias dos contratos poderiam resolver os conflitos de agência. Entretanto, Klein (1983) argumenta que não existe, na prática, contratos completos, por duas razões essenciais: inviabilidade de se prever contratualmente o grande número de possibilidades contingenciais decorrentes das incertezas do mercado; e dificuldade de se mensurar com exatidão a *performance* contratual dos agentes. A incompletude dos contratos concede aos agentes a discricionariedade de decidirem diante de situações não previstas. A falta de uma exata mensuração contratual da *performance* e da recompensa do tomador de decisão, por sua vez, pode fazer com que este utilize sua discricionariedade em benefício próprio, em detrimento dos objetivos dos proprietários.

2.1.2 Tipos de conflitos de agência

Os conflitos de agência nascem das diferentes configurações de estrutura de propriedade das empresas (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Os primeiros estudos analisaram os conflitos de agência a partir da visão de empresa com capital pulverizado, proposta por Berle e Means (1932). Neste cenário, os problemas de agência estão voltados ao conflito de interesses entre acionistas dispersos (principal) e gestores (agente) – conflitos do tipo agente-principal (JENSEN; MACKLING, 1976). A dispersão de capital pode elevar o ganho do gestor com benefícios privados, incorrendo em custos de agência que prejudicam o desempenho operacional da empresa e que, por consequência, diminui os direitos residuais dos acionistas. O aumento dos custos de agência, por sua vez, é refletido negativamente no valor da empresa (JENSEN; MECKLING; 1976).

Acionistas dispersos, por terem parcela menor em direitos de fluxo de caixa e direitos de voto, têm menor incentivo e capacidade para monitorar diretamente a gestão (DESENDER et al., 2013). Diante do menor monitoramento por parte dos acionistas, gestores podem estar mais preocupados com seus interesses particulares, como a manutenção do cargo ou o aumento salarial, do que com a maximização do valor da firma, tomando decisões que expropriem a riqueza dos acionistas (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). Nas empresas

com capital disperso faz-se mais necessária a adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012; DESENDER et al., 2013).

Empiricamente, Morck, Shleifer e Vishny (1988) desenvolveram e testaram um *framework* para explicar o efeito da concentração acionária sobre o desempenho corporativo, considerando os conflitos entre acionistas e gestores: efeito alinhamento e efeito entrincheiramento. Pelo efeito alinhamento, o aumento da participação gerencial na propriedade da empresa leva à convergência de interesses entre gestores e acionistas, reduzindo os custos de agência, melhorando o desempenho operacional e elevando o valor da empresa. Pelo efeito entrincheiramento, a participação acionária de gestores, quando se eleva, pode influenciá-lo a tomar decisões visando a permanência no cargo e a salários maiores (SAITO; SILVEIRA, 2008). Quando os direitos de propriedade de gestores são muito elevados, os benefícios gerenciais são compensados pela perda de valor da empresa (JENSEN; MACKLING, 1976). Por este motivo, a hipótese do entrincheiramento prevê uma relação negativa, mas não linear, entre propriedade gerencial e desempenho corporativo (LEMMON; LINS, 2003; MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

Nos mercados que não apresentam forte sistema legal de proteção aos direitos dos acionistas, as empresas são caracterizadas pela existência de blocos controladores, que exercem o controle por meio de estruturas piramidais de propriedade, propriedade cruzada e emissão de ações sem direito a voto (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Nestas empresas o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores e minoritários (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013) – conflitos do tipo principal-principal (YOUNG et al., 2008).

A presença de acionistas controladores pode atenuar ou agravar os conflitos de agência (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). Por um lado, acionistas podem buscar maior participação no capital das companhias para obter maior monitoramento da gestão por meio da concentração de direitos de voto; por outro lado, estes acionistas podem usar o seu poder sobre a gestão para usufruir de benefícios privados do controle, ocasionando expropriação da riqueza dos acionistas minoritários (CONNELLY et al., 2010; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012; YOUNG et al., 2008).

Claessens et al. (2002) adaptaram o *framework* de Morck, Shleifer e Vishny (1988) para mercados em que predominam as empresas com acionista controlador. Os autores substituem o efeito alinhamento e o entrincheiramento gerencial pelo efeito incentivo e entrincheiramento do controlador, respectivamente. O efeito incentivo sugere que o aumento

da concentração de direitos de fluxo de caixa contribui para elevar o valor de mercado da empresa (CLAESSENS et al., 2002). O entrincheiramento dos controladores, por outro lado, prevê relação negativa linear ou não-linear entre a concentração de direitos de voto e desempenho (CLAESSENS; DJANKOV, 1999; MIGUEL; PINDADO; DE LA TORRE, 2004; SU; HE, 2012). A concentração de direitos de voto, até certo limite, favorece o alinhamento de interesse entre acionistas majoritários e minoritários, pelo maior monitoramento (EDWARDS; WEICHENRIEDER, 2004; MAURY; PAJUSTE, 2005). Acionistas controladores com altas percentagens de direito a voto, por outro lado, tendem a utilizar-se desta posição para obter benefícios privados (MIGUEL; PINDADO; DE LA TORRE, 2004).

O entrincheiramento dos controladores é potencializado pelo excesso de direitos de voto em comparação aos direitos de fluxo de caixa dos acionistas controladores, por meio de estruturas piramidais e emissão de ações sem direito a voto (EDWARDS; WEICHENRIEDER, 2009; LA PORTA; LOPES-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Estas estratégias podem garantir o controle com um menor investimento de caixa, e o controlador pode extrair riqueza da empresa, obtendo todos os benefícios desta expropriação, cujos custos são compartilhados com os demais sócios (CLAESSENS; FAN, 2002).

2.2 Governança corporativa e conflitos de agência

À luz da teoria da agência, a governança corporativa pode ser entendida como um conjunto de mecanismos pelo qual os financiadores de capital da empresa (acionistas e credores) asseguram o retorno de seus investimentos (SHLEIFER; VISHNY, 1997), protegendo estes financiadores contra a expropriação de sua riqueza por *insiders* (LA PORTA et al., 2000). Em Finanças, a governança corporativa aborda os problemas de agência entre acionistas e gestores, ou entre acionistas majoritários e minoritários destinando-se a garantir que os investidores recebam seu dinheiro de volta, através da implantação de práticas de governança corporativa que permitam controle sobre a ação do agente, evitando que este venha a incorrer em risco moral ao tomar decisões que o beneficiem em detrimento da empresa e do acionista (LOVE, 2011).

2.2.1 Mecanismos de governança corporativa

As forças de controle, assim chamadas o conjunto de mecanismos de monitoramento e alinhamento de interesses entre agentes e principais, “sintetizam os resultados de todas as formas de ativismo por boas práticas de governança” (ROSSETTI; ANDRADE, 2012, p. 215), podendo ser internas e externas à empresa. Dentre os mecanismos externos de governança podem ser citados os mercados de capitais e crédito, os sistemas legal, político e regulatório, o mercado de produtos e fatores de produção, e a mídia (AGUILERA et al., 2015; JENSEN, 1993; ROSSETTI; ANDRADE, 2012; SHLEIFER; VISHNY, 1997). No âmbito interno, destaca-se o sistema de controle interno, liderado pelo conselho de administração, além da concentração de propriedade e incentivos gerenciais (AGUILERA et al., 2015; JENSEN, 1993; ROSSETTI; ANDRADE, 2012; SHLEIFER; VISHNY, 1997).

O mercado de capitais pode agir através do *takeover* de empresas cujo valor de mercado tem decrescido (DENIS; MCCONNELL, 2003) e a baixa cotação do preço das ações pode refletir o descontentamento de investidores acerca da administração da empresa (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Outro aspecto do mercado que afeta a governança das organizações é a forma de financiamento predominante (AGUILERA; JACKSON, 2003): onde predomina o financiamento por dívida o controle é feito diretamente pelas instituições financeiras (credores); onde predomina o financiamento via mercado de capitais, o monitoramento é feito principalmente por acionistas institucionais, podendo desfazer-se de suas ações a qualquer momento caso a empresa deixe de atender seus interesses.

O ambiente institucional em que a empresa atua também afeta a qualidade de sua governança (DJANKOV et al., 2008; LA PORTA et al., 1998). Os países de direito consuetudinário têm sistemas de proteção ao direito dos acionistas mais fortes e com maior *enforcement*, ao passo que, nos países cujo sistema legal é originado no direito francês, baseado em códigos, percebe-se uma menor proteção legal aos direitos de acionistas (DJANKOV et al., 2008; LA PORTA et al., 1998).

Para Jensen (1993), embora o mercado de fatores e produtos aja de forma lenta como força de controle, sua disciplina é inevitável, uma vez que a qualidade do produto oferecido ao mercado é um fator preponderante para a sobrevivência da empresa. Rossetti e Andrade (2012) enfocam o papel do mercado de atuação da empresa e de trabalho dos altos executivos como forças de controle de mercado.

No ambiente interno às empresas, o principal mecanismo de governança corporativa é o conselho de administração, que tem como missão proteger os direitos dos acionistas (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Dentre suas funções, normalmente se inclui contratação, demissão, monitoramento e compensação dos executivos (DENIS; MCCONNELL, 2003). O sistema de controle interno da empresa ainda dispõe de outros mecanismos, tais como: a remuneração dos executivos, que trata de mecanismos de compensação da gestão; e o controle exercido por órgãos de fiscalização, tais como a auditoria independente (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

A presença de acionistas com grandes participações societárias, a rigor, também é vista como um mecanismo interno de governança, pois favorece o monitoramento da gestão (DENIS; MCCONNELL, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Entretanto, em mercados com fraca proteção legal, estes acionistas podem usar o seu poder para usufruir de benefícios privados, expropriando a riqueza dos acionistas minoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Dentre acionistas não controladores, destaca-se a participação dos investidores institucionais na promoção da governança das empresas. Para Guillan e Starks (2003), estes investidores têm o potencial de influenciar as atividades da administração direta através de sua participação acionária e, indiretamente, trocando suas ações.

2.2.2 Práticas de governança corporativa

Em países onde há forte proteção legal aos direitos dos acionistas, e um alto *enforcement*, os mecanismos externos de governança corporativa tendem a garantir a qualidade da governança das empresas, havendo menor variação entre os sistemas de governança corporativa das empresas (DURNEV; KIM, 2005). Em ambientes de fraca proteção legal, por outro lado, os sistemas internos de governança das empresas ganham maior importância (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; KLAPPER; LOVE, 2004; LEAL, 2004). Neste contexto, as práticas de governança corporativa constituem um conjunto de mecanismos adotados pelas empresas com vistas a alinhar os interesses entre acionistas controladores, acionistas minoritários e gestores.

Para o IBGC (2009, p. 19), “as boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”. Geralmente as práticas de governança estão expressas em códigos de boa

governança, e abrangem um conjunto de recomendações sobre o papel e a composição do conselho de administração, relações com acionistas e alta gerência, auditoria independente e divulgação de informações, e seleção, remuneração e demissão dos principais executivos (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2004).

No que tange à implementação de códigos de boa governança, estes podem ser incorporados à legislação, como no caso da Lei Sarbanes-Oxley, nos Estados Unidos, ou ser de adesão voluntária, como o Cadbury Report, no Reino Unido (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2009). Em outros casos, como na Alemanha, embora a adoção das práticas de governança corporativa continue voluntária, as empresas, caso não adotem, devem explicar o motivo pelo qual não o fazem (AGUILERA; CUERVO-CAZURRA, 2009; SILVEIRA et al., 2009). Para Claessens e Yurtoglu (2013) os códigos de boa governança estão levando mais a uma convergência formal do que seriam boas práticas de governança corporativa do que a uma efetiva adoção destas práticas, que permanecem heterogêneas entre as empresas.

No meio acadêmico, os estudos que tratam da adoção de práticas de governança pela empresa podem investigar uma prática específica ou compilar elementos de governança individuais em uma única métrica, a fim de obter uma visão mais abrangente das práticas de governança das empresas (AGUILERA; DESENDER, 2012; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). A utilização de um único índice para operacionalizar um construto multidimensional como a governança corporativa, entretanto, pode ocasionar resultados enviesados (DEY, 2008; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007), ignorando a correlação entre as variáveis que compõem o índice (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; MISANGYI; ACHARYA, 2014). Entre as alternativas para contornar este problema, pode-se agrupar as práticas de governança corporativa em dimensões por meio de técnicas de análise fatorial (FLORACKIS, 2008; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007).

2.2.3 Eficácia da governança corporativa

A eficácia da governança corporativa, no contexto da Teoria da Agência, está relacionada à redução dos conflitos de agência (DEY, 2008). A literatura empírica em Finanças analisa a eficácia da governança corporativa por meio da análise da relação entre a adoção de mecanismos de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial relacionados a benefícios financeiros teoricamente atribuídos à melhor governança corporativa, decorrente da redução dos conflitos de agência. Os benefícios financeiros da governança corporativa a

nível de empresa incluem: aumento do acesso a financiamento externo, melhor desempenho operacional, maior valor de mercado e menor volatilidade no preço das ações (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

A governança corporativa da empresa pode facilitar o acesso a financiamento externo por meio da redução do custo de capital, tanto próprio como de terceiros. *Ousiders* estão menos dispostos a fornecer financiamento e têm maior probabilidade de cobrar taxas mais altas se tiverem menos certeza de que obterão uma taxa de retorno adequada (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; SALMASI; MARTELANC, 2009).

O financiamento por meio de capital próprio pode ocorrer através de ofertas públicas de ações ou aumento do capital social dos acionistas. A separação entre propriedade e gestão gera assimetria informacional entre investidores e gestores/controladores, que podem ser refletidos no custo de capital próprio por dois motivos: maior probabilidade de expropriação e dificuldade de mensuração do valor da empresa (ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2004). A qualidade da governança corporativa da empresa, nesse contexto, reduz os custos de agência, tornando os investidores mais dispostos a fornecer financiamento por meio de capital próprio (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; MANDE; PARK; SON, 2012) e com menor prêmio pelo risco (ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2004; CHEN; CHEN; WEI, 2009).

Além da maior facilidade na captação de recursos por meio de emissão de ações, é esperado que a melhor governança corporativa da empresa tenha reflexo na percepção dos investidores no mercado secundário de ações. Melhor governança deve aumentar a quantidade de informações disponíveis e reduzir a incerteza dos investidores, o que deve reduzir a percepção dos investidores de risco associado a problemas de agência (KOERNIADI; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2014; LI; JAHERA JR; YOST, 2013). O resultado esperado é a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado (CREMERS; NAIR, 2005; ROGERS; RIBEIRO; SOUSA, 2005; VIEIRA; MENDES, 2006).

Em países onde o mercado de capitais é pouco desenvolvido, como o Brasil, investidores podem subavaliar empresas com melhor estrutura de governança corporativa, restando a estas empresas buscar outras fontes de financiamento, como a dívida, induzindo relação positiva entre endividamento e governança corporativa (SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). O financiamento via mercado de crédito, entretanto, também pode gerar conflitos de agência, associados a assimetria informacional, riscos de incentivos dos gestores (acionistas) e oportunidades de crescimento futuras (BARNEA; HAUGEN; SENBET, 1980). A qualidade da governança corporativa da empresa pode reduzir custos de monitoramento e o

risco de inadimplência, o que afeta negativamente o custo da dívida (ALDAMEN; DUNCAN, 2012; ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; ZHU, 2014). Carvalho (2002) adiciona que a governança corporativa aumenta o poder de barganha da empresa perante bancos, assegurando menor custo de capital e maiores volumes de recursos.

A maturidade da dívida é tratada na literatura como um mecanismo de monitoramento por parte dos credores, sendo utilizadas dívidas de curto prazo para empresas em que os custos de agência da dívida são maiores (BARNEA; HAUGEN; SENBET, 1980). Deste modo, melhor qualidade da governança corporativa, ao reduzir os custos de agência da dívida, deve facilitar o acesso a dívidas de longo prazo (MARTINS; SSCHIEHLL; TERRA, 2016; SILVA; KAYO; LIMA, 2017).

A principal corrente de pesquisa que investiga a eficácia da governança corporativa estuda o efeito da adoção de práticas de governança corporativa sobre o desempenho operacional e o valor de mercado (BHAGAT; BOLTON, 2008; BRUNO; CLAESSENS, 2010; KLAPPER; LOVE, 2004; MOREY et al., 2009; YEH; WOITDKE, 2005). Segundo Claessens e Yurtoglu (2013), melhor governança corporativa pode melhorar o desempenho operacional da empresa, por meio de um gerenciamento mais eficiente, melhor alocação de ativos, melhores políticas trabalhistas e outras melhorias de eficiência. Para os autores, se espera que adoção de práticas de governança corporativa melhore a eficiência das decisões de investimento, melhorando assim os fluxos de caixa futuros das empresas que podem ser distribuídos aos acionistas. A melhor governança corporativa pode elevar o valor de mercado da empresa por meio do aumento da expectativa de fluxos de caixa futuros por parte dos investidores e da redução o custo do capital que é usado para desconto dos fluxos de caixa esperados (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; REDDY; LOCKE; SCRIMGEOU, 2010).

2.2.4 Abordagem contingencial da governança corporativa

A pesquisa empírica, em especial na área de Finanças, busca predominantemente verificar a eficácia da adoção de práticas de governança pelas empresas baseando-se na Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976). Esta literatura assume que o melhor gerenciamento dos conflitos de agência entre acionistas e gestores leva a empresa a operar com maior eficiência e obter desempenho superior (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008). A abordagem teórica de agência pressupõe implicitamente relação positiva entre a adoção de

práticas de governança corporativa e desempenho, dedicando pouca atenção aos distintos contextos nos quais as empresas estão inseridas.

Por outro lado, a literatura em Sociologia das Organizações tem advogado uma perspectiva da governança corporativa como um sistema aberto, sugerindo que diferentes práticas de governança corporativa podem ser mais ou menos efetivas dependendo dos contextos dos diferentes ambientes organizacionais (AGUILERA et al., 2008). A Teoria da Contingência Estrutural estabelece que não há uma estrutura organizacional única que seja efetiva para todas as organizações, sendo esta estrutura otimizada dependente de fatores do ambiente organizacional, denominados fatores contingenciais (DONALDSON, 2001).

A abordagem contingencial da governança corporativa implica, assim, que o papel da governança corporativa depende dos fatores internos e externos da empresa, que são críticos dentro do contexto organizacional, de mercado, setorial, regulatório ou institucional das empresas. Como a natureza desses fatores depende de sua interação com diversos ambientes organizacionais, em vez de serem universais, as contingências internas e externas provavelmente influenciam a eficácia de práticas de governança específicas (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008). Huse (2005) cita como exemplos de fatores contingenciais à governança corporativa: diferenças nacionais, geográficas e culturais; setor de atividade e seu ambiente; estrutura de propriedade; tamanho da empresa; ciclo de vida da empresa; e o perfil do diretor-presidente.

No contexto da abordagem contingencial da governança corporativa, Aguilera et al. (2008) propõem uma estrutura conceitual para compreender a eficácia das práticas de governança corporativa a partir da interdependência da empresa com três categorias de fatores organizacionais: custos, contingências e complementaridades. Custos referem-se ao valor dos insumos para a implementação e manutenção das práticas de governança corporativa. Como esses custos variam para empresas diferentes que operam em ambientes diferentes, o custo-benefício das práticas de governança corporativa raramente é universal. Contingências referem-se a fatores do ambiente interno e externo à organização que podem afetar a eficácia de práticas de governança corporativa. Complementaridades referem-se à interdependência entre duas ou mais práticas necessárias à maximização da eficácia da governança corporativa (AGUILERA et al., 2008).

2.3 Governança corporativa no Brasil

Comparado com o mercado de capitais norte-americano, o mercado de capitais brasileiro ainda é pouco desenvolvido, sendo a dívida a principal fonte de financiamento externo das empresas. Dados da CVM indicam que em junho de 2019 haviam 670 companhias com registro ativo, das quais 49 eram incentivadas, seis eram estrangeiras e 615 eram companhias de capital aberto brasileiras. No mesmo período, 424 empresas negociavam suas ações na B3. Nesta seção será apresentado um panorama do mercado de capitais brasileiro, destacando a estrutura de propriedade das empresas e os principais mecanismos externos e internos de governança corporativa.

2.3.1 Estrutura de propriedade das empresas de capital aberto

As sociedades por ações de capital aberto registradas na CVM são obrigadas a disponibilizar informações periódicas sobre sua estrutura de propriedade por meio do formulário de referência. Além do número total de ações (por classe), são disponibilizadas informações sobre o número de acionistas, o número de ações detidas e a identidade de acionistas controladores (caso existam) e acionistas relevantes (que detém ao menos 5% do total de uma classe de ações).

A literatura empírica focaliza a estrutura de propriedade em duas dimensões principais (VESCO; BEUREN, 2012): o grau de concentração e dispersão do capital; e a natureza dos proprietários. O grau de concentração/dispersão do capital refere-se ao percentual de direitos de voto e de fluxo de caixa detidos pelos principais acionistas ou acionistas controladores. A natureza dos proprietários contempla a categorização dos principais acionistas de acordo com os interesses de pesquisa em grupos, como: investidores institucionais, empresas, investidores individuais, famílias, governo e administradores.

Okimura, Silveira e Rocha (2007) investigaram a concentração de propriedade e controle direta e a identidade do acionista controlador de 194 empresas no período de 1998 a 2002, de acordo com informações divulgadas pela própria empresa. A média de direitos de voto dos controladores foi de 76,1%, enquanto a média dos direitos sobre fluxo de caixa foram de 53,7%. Quanto à identidade dos acionistas controladores, foram encontrados família/pessoa individual (47,1%), grupos empresariais estrangeiros (27,9%) e nacionais (18,5%), fundos de pensão (5,8%) e instituições financeiras (0,6%).

Aldrigui e Mazzer Neto (2007) investigaram os direitos de voto e de fluxo de caixa e a identidade do maior acionista último (considerando as estruturas piramidais de controle) de todas as empresas com capital aberto registradas na CVM no período de 1997 a 2002. A média de direitos de voto e de direitos de fluxo de caixa era, respectivamente, de 72,1% e 51,6%. Quanto ao tipo de acionista, foram encontradas famílias (54,7%), empresas estrangeiras (18,4%), governos (7,5%), fundos de investimento (5,2%), companhias limitadas (2,4%), sociedades por ações de capital fechado (2,1%), fundos de pensão (2%), fundações (1,7%) e outros (5,9%).

Peixoto e Buccini (2013) realizaram um diagnóstico da estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo nos anos de 2004, 2006 e 2008, utilizando o *free float* de 50% para classificar empresas com e sem acionista controlador. Diretamente, o maior acionista votante detinha 59,18%, 52,63% e 53,03% de direitos de voto para os anos de 2004, 2006 e 2008, respectivamente. A razão entre os direitos de voto e de fluxo de caixa era de 1,44, 1,33 e 1,28, respectivamente para 2004, 2006 e 2008. Quanto ao tipo de controle acionário, os autores identificaram que nos três anos analisados o número de empresas sem acionista controlador subiu: 1,09% da amostra em 2004; 4,26% em 2006; e 6,50% em 2008. Entre os acionistas controladores, os autores dividiram as empresas em: indivíduo ou família (59,69%), empresa privada nacional (17,55%), estrangeiro (10,50%), governo (6,6%) e investidor institucional (4,71%).

Para o período de 2003 a 2010, Aldrigui (2014) fez uma análise similar a Aldrigui e Maazer Neto (2007) e encontrou média de direitos de voto de 70,9% e de direitos de fluxo de caixa de 48,1%. Quanto à identidade do maior acionista último, as famílias continuaram sendo o principal acionista controlador (50%), seguido de acordos de acionistas (15,9%), que não foi tratado na pesquisa anterior. Outros tipos de controle acionário foram: empresas estrangeiras (14,9%), governos (7,9%), fundos de investimento (2,5%), controle compartilhado (2,4%), sociedades por ações de capital fechado (2%), companhias limitadas (1,7%), fundos de pensão (1,6%), fundações (0,8%) e cooperativas (0,3%).

Mais recentemente, Crisóstomo e Brandão (2019) analisaram o controle acionário das 85 empresas mais líquidas com ações negociadas na B3 no período de 2010 a 2013, com metodologia semelhante a Okimura, Silveira e Rocha (2007). A média de direitos de voto e de fluxo de caixa dos controladores no período era de 58,9% e 48,9%, respectivamente. O tipo de

controle foi classificado pelos autores em acordo de acionistas (28,2%) familiar/individual (24,4%), empresarial (22,1%), disperso (13,5%) e estatal (11,8%).

A alta concentração acionária, a emissão de ações sem direito a voto e as estruturas piramidais de controle caracterizam a estrutura de propriedade das empresas brasileiras (ALDRIGHI, 2014; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; HOLANDA; COELHO, 2014; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Estas características favorecem a predominância dos conflitos entre acionistas controladores e acionistas minoritários, conflitos de agência do tipo principal-principal (YOUNG et al., 2008).

Uma análise temporal, por outro lado, mostra uma tendência à redução da concentração de direitos de voto e do excesso de direitos de voto sobre direitos de fluxo de caixa (ALDRIGHI, 2014; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; HOLANDA; COELHO, 2014; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Estudos realizados em períodos mais recentes têm mostrado o crescimento do número de empresas com controle compartilhado e sem acionista controlador (ALDRIGHI, 2014; CARVALHAL, 2012; CRISÓSTOMO, BRANDÃO, 2019; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). A ausência de acionista controlador desloca o foco dos conflitos de agência da relação entre acionistas controladores e minoritários para a relação entre acionistas e gestores, proposta por Jensen e Meckling (1976).

2.3.2 Mecanismos externos de governança corporativa

O ambiente legal fornece pouca proteção a investidores e há baixo *enforcement* no mercado de capitais brasileiro, características de países com sistema jurídico codificado (LA PORTA et al., 2000). Entretanto, tem-se observado nos últimos anos uma evolução dos padrões de governança das empresas brasileiras, decorrentes de: privatizações, sucessões e fusões; presença crescente de investidores institucionais e estrangeiros e atuação dos fundos *private equity*; segmentos diferenciados de listagem na B3 e listagem em bolsas estrangeiras; e revisão dos marcos legais e regulatórios.

Segundo Black, Carvalho e Gorga (2009), o mercado brasileiro sempre foi muito regulado, tendo alguma abertura somente a partir do regime militar iniciado em 1964, com medidas como a criação da CVM (1965), a publicação da Lei das Sociedades Por Ações (1976) e a concessão de incentivos fiscais para as empresas que abrissem o capital e para investidores que comprassem ações de empresas de capital aberto. Embora tenha se percebido um aumento no número de empresas com capital aberto neste período, o fim dos incentivos fiscais no início

da década de 1990 fez com que muitas empresas voltassem a fechar o capital. Excetuando-se as privatizações ocorridas a partir de 1995, quase não houve ofertas públicas na década de 1990.

Em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, atual Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que tem como propósito “ser referência em Governança Corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade” (*website* do IBGC). As ações do IBGC incluem: palestras, fóruns, conferências, treinamentos e *networking* entre profissionais; publicações e pesquisas; e programa de certificação para conselheiros de administração e conselheiros fiscais. A principal publicação do IBGC é Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que apresenta recomendações das melhores práticas de Governança Corporativa com o objetivo de contribuir para a evolução da Governança Corporativa das empresas e demais organizações atuantes no Brasil. A primeira edição foi lançada em 1999, e a sua quinta e atual edição foi lançada em 2015. Nos últimos anos o IBGC tem se preocupado com contextos societários específicos, publicando recomendações para sociedades por ações de capital fechado (2014), sociedades de economia mista (2015) e empresas familiares (2016). Mais recentemente, o IBGC liderou o grupo de trabalho Interagentes (GT Interagentes), que culminou com a formulação de um código contendo sugestões de práticas de governança corporativa voltadas para companhias abertas (2016).

No início dos anos 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3) criou os segmentos especiais de listagem que, segundo o website da B3, têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas empresas que decidem aderir, voluntariamente, a um dos segmentos, além de atrair investidores. Atualmente existem cinco segmentos especiais de listagem (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1). Em junho de 2019, 204 das 424 empresas com ações listadas na B3 participavam de algum segmento especial de listagem. Além dos segmentos especiais de listagem, a B3 conta com quatro índices compostos por ações de empresas que adotam práticas de governança corporativa: Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada, Índice de Ações com *Tag Along* Diferenciado, Índice de Governança Corporativa Trade e Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado.

Embora reduza o volume de negociação no mercado brasileiro, a negociação de ações em mercados desenvolvidos, que exigem padrões de governança mais elevados do que o mercado brasileiro, também contribui para a adoção de práticas de governança pelas empresas brasileiras (BRANDÃO et al. 2015). Destaque para a o mercado norte-americano, por meio da

emissão de *American Depository Report* (ADR) na *New York Stock Exchange* (NYSE), que após uma série de escândalos corporativos elevou as exigências para as empresas a partir de 2002 por meio da Lei Sarbanes-Oxley.

Rossetti e Andrade (2012) citam outros fatores externos que têm contribuído para o desenvolvimento da governança corporativa no Brasil nos últimos anos: reformas na legislação societária, novos regulamentos emitidos pela CVM e a presença de fundos de pensão no mercado de ações. Além dos regulamentos, em 2002 a CVM publicou a cartilha “Recomendações Da CVM Sobre Governança Corporativa”, com práticas de governança a serem adotadas pelas empresas de capital aberto. Entre os fundos de pensão merece destaque a PREVI, maior fundo de pensão do Brasil. Em 2004 a PREVI lançou a primeira edição de seu código de melhores práticas de governança, cuja terceira edição foi editada em 2018.

2.3.3 Mecanismos internos de governança corporativa

O ambiente interno da governança corporativa nas empresas brasileiras é influenciado pela estrutura predominante de propriedade acionária e por pressões de forças externas de controle (ROSSETTI; ANDRADE, 2012), discutidos anteriormente. O sistema de governança das sociedades por ações é composto pela interação entre diferentes órgãos e agentes: assembleia geral dos sócios, conselho de administração, diretoria executiva e órgãos de fiscalização e controle (IBGC, 2015). Além do cumprimento da legislação societária e regulamentos setoriais específicos, uma série de práticas de governança corporativa é recomendada por instituições públicas e privadas para a melhor atuação do sistema de governança das empresas brasileiras, como as dispostas nos códigos de boa governança – como CVM (2002), IBGC (2015), GT Interagentes (2016) e PREVI (2018) – e nos regulamentos dos segmentos especiais de listagem e dos índices de governança corporativa da B3.

Os sócios, minoritários e controladores, compõem a assembleia geral dos sócios, órgão soberano da sociedade (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Segundo a Lei das Sociedades por Ações, à assembleia geral dos sócios cabe deliberar sobre todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. As práticas de governança relacionadas aos sócios incluem mecanismos que estimulem a participação ativa de todos os sócios nas assembleias, acordos de acionistas, mediação e arbitragem, direitos inerentes à propriedade das ações, alienação do controle,

liquidez dos títulos e política de destinação de resultados (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018; www.b3.com.br).

Segundo Rossetti e Andrade (2012) o conselho de administração, quando estruturado de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, é o guardião dos interesses dos proprietários. O conselho de administração é o principal instrumento de monitoramento da gestão, já que ele existe principalmente para contratar, demitir, monitorar e compensar gestores, com o objetivo de maximizar o valor do acionista (BOYD; HAYNES; ZONA, 2011; DENIS; MCCONNELL, 2003). As práticas de governança referentes ao conselho de administração compreendem suas atribuições, estrutura (secretaria de governança, comitês de assessoramento, suplência, etc.), suas práticas (avaliação, sucessão, mandato, reuniões, remuneração, etc.), composição (número de membros, perfil e classes de conselheiros), segregação das funções de presidente do conselho e diretor-presidente, conflitos de interesses e relacionamento com outros órgãos (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018; www.b3.com.br).

A diretoria executiva é responsável pela gestão dos negócios da empresa, sendo o diretor-presidente e os principais executivos eleitos e monitorados pelo conselho de administração (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). As práticas de governança sobre a diretoria executiva tratam principalmente das suas atribuições, indicação, avaliação, mandato e remuneração dos executivos e transparência da gestão (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018; www.b3.com.br).

Os principais órgãos de fiscalização e controle são o conselho fiscal, o comitê de auditoria, a auditoria independente e a auditoria interna (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). O conselho fiscal, previsto na legislação societária, não tem constituição obrigatória. Se não for previsto estatutariamente como órgão permanente, pode ser instalado a pedido dos sócios na assembleia geral ordinária. Sua função essencial é fiscalizar a administração da companhia (incluindo conselho de administração e diretoria executiva) em nome dos acionistas, prestando conta a estes por meio de pareceres e opiniões sobre os atos da administração e sobre os demonstrativos financeiros examinados por auditoria independente (TINOCO; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011). As boas práticas de governança tratam de sua instalação, composição, remuneração e relacionamento com outros órgãos (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018).

Diferentemente do conselho fiscal, o comitê de auditoria não é um órgão societário exigido por lei no Brasil, mas um órgão de assessoramento do conselho de administração de

constituição facultada, salvo em alguns setores regulados e para empresas com ações negociadas no mercado de capitais norte-americano ou que participam do Novo Mercado da B3. As principais funções do comitê de auditoria são a supervisão dos controles internos e da gestão, avaliação dos riscos, acompanhamento dos trabalhos da auditoria independente e supervisão dos trabalhos da auditoria interna (MUNHÓS, 2014). As práticas de governança corporativa relacionadas ao comitê de auditoria abordam sua instalação e composição (independência e *expertise*) e de seu relacionamento com outros órgãos (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018; www.b3.com.br).

A auditoria independente é contratada pela empresa de capital aberto para analisar anualmente o *compliance* legal e a fidedignidade das informações contábeis da empresa contratante, através do exame de suas demonstrações econômico-financeiras (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Os códigos de boa governança recomendam que a auditoria independente deve manter uma relação de independência para com a gestão da companhia, não devendo prestar outro tipo de serviço e nem ser contratada por mais de cinco exercícios sociais consecutivos (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015).

As práticas de governança ainda incluem a presença de auditoria interna na empresa, própria ou terceirizada (GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; www.b3.com.br). Este órgão é responsável pelo sistema de controles internos da organização, instrumento que auxilia a manutenção de boas práticas de governança corporativa, ao adotar como princípios básicos a ética e a transparência dos atos administrativos (NASCIMENTO et al., 2009).

Estudos empíricos tem desenvolvido índices que medem o nível de adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, normalmente mensurados através de análise de documentos públicos ou questionários respondidos pelos gestores das empresas. Destaca-se os índices desenvolvidos por Silva e Leal (2005), Silveira, Barros e Famá (2006), Corrêia, Amaral e Louvet (2011) e Brandão e Crisóstomo (2015). Outros trabalhos utilizam a análise de componentes principais, técnica de análise fatorial, para identificar as principais dimensões da governança corporativa (CORREIA; SILVA; MARTINS, 2016; PEIXOTO et al., 2014).

Os resultados dos estudos empíricos têm mostrado crescente adoção de práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras. Analisando dados públicos de empresas da B3 nos anos de 1998, 2000, 2002 e 2004, Silveira et al. (2009) identificaram uma melhora da governança corporativa, sobretudo nas práticas relativas ao conselho de administração e direitos dos acionistas. Através de *surveys* coletadas diretamente das empresas nos anos de 2004, 2006

e 2009, Black, Carvalho e Sampaio (2014) verificaram maior adesão às práticas de governança principalmente com relação a *disclosure*, direitos dos acionistas e práticas do conselho de administração. Para o período de 2010 a 2013, Brandão (2014) analisou dados das 100 empresas com maior valor de mercado listadas na B3 e encontraram evolução nas práticas de governança, principalmente no que tange aos direitos dos acionistas, auditoria independente, e conduta e conflitos de interesses. Nos três trabalhos, o *disclosure* se mostrou como a dimensão de maior adoção de práticas de governança corporativa; por outro lado, embora tenha se observado evolução, os direitos dos acionistas ainda são a dimensão mais negligenciada pelas empresas (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; BRANDÃO, 2014; SILVEIRA et al., 2009).

3 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES E MODELO CONCEITUAL

A adoção de práticas de governança corporativa, no contexto da Teoria da Agência, visa reduzir conflitos de agência entre gestores/controladores e acionistas minoritários e credores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A eficácia da adoção destas práticas, de difícil mensuração direta, pode ser mensurada indiretamente por seus benefícios, tais como: acesso a financiamento externo (capital próprio ou dívida), melhor desempenho operacional e maior valor de mercado (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Esta eficácia, por sua vez, depende de características contingenciais do ambiente organizacional (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008).

Dentre as características contingenciais que podem afetar a adoção e a eficácia de mecanismos internos de governança corporativa está a estrutura de propriedade (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012; BEBCHUCK; HAMDANI, 2009; HUSE, 2005). Nesta perspectiva, o presente trabalho analisa o efeito do tipo de controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa recomendadas para empresas brasileiras. Embora historicamente o mercado de capitais brasileiro seja composto predominantemente por empresas com controle majoritário, a pesquisa empírica recente tem mostrado um crescente número de empresas brasileiras cujo controle é compartilhado ou disperso (ALDRIGHI, 2014; CARVALHAL, 2012; CRISÓSTOMO, BRANDÃO, 2019; PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

A empresa com controle majoritário é controlada por uma família/pessoa física, um grupo empresarial/financeiro ou um ente governamental que detém direta ou indiretamente a maior parcela das ações com direito a voto. O controle majoritário é visto na literatura como mitigador dos conflitos de agência do tipo agente-principal, dado o maior poder e incentivo ao monitoramento direto do acionista controlador sobre a gestão da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Entretanto, eleva-se a possibilidade de o acionista controlador utilizar sua posição societária para usufruto de benefícios privados, em detrimento de acionistas minoritários, caracterizando o conflito de agência do tipo principal-principal (CONNELLY et al., 2010; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012; YOUNG et al., 2008). Ademais, a presença de acionista majoritário reduz a possibilidade de contestação do controle (BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

Nas empresas com controle compartilhado, dois ou mais investidores, sem relações familiares e não pertencentes ao mesmo grupo econômico, compartilham o controle da empresa por meio de contrato formal, o acordo de acionistas, que disciplina, entre outros aspectos, o

direito de voto em assembleias (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). O controle compartilhado, embora possa ser utilizado como instrumento de expropriação, pode mitigar conflitos de interesse e proteger acionistas minoritários em mercados com baixa proteção legal (CARVALHAL, 2012; SILVA; LUNA; MARCON, 2018): por um lado, um acordo de acionistas pode ser um instrumento para facilitar o usufruto de benefícios privados de controle para um pequeno grupo de acionistas (GELMAN; CASTRO; SEIDLER, 2015; BIANCHI; BIANCO; ENRIQUES, 2001; LÓPEZ-ITURRIAGA; SANTANA-MARÍN, 2015); por outro lado, pode fortalecer o monitoramento da gestão e mitigar conflitos entre grandes acionistas (ATTIG et al., 2012; BAGLIONI, 2008; PAGANO; ROELL, 1998).

Quando nenhum acionista, isoladamente ou por meio de acordo de acionistas, detém direitos de voto que lhe concedam o controle corporativo tem-se o controle disperso, que aproxima a estrutura de propriedade da empresa com o capital pulverizado identificado por Berle e Means (1932). Nesta configuração societária, o conflito de agência predominante é do tipo agente-principal, entre gestores e acionistas dispersos (JENSEN; MACKLING, 1976). Em comparação com acionistas controladores, acionistas dispersos têm menor poder e incentivo para monitorar diretamente a gestão, o que eleva o poder dos gestores sobre decisões gerenciais que possam levar à expropriação da riqueza dos acionistas (BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

Dado que o tipo de controle acionário é visto como um antecedente dos conflitos de agência, a tese proposta neste trabalho é de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa. Neste contexto, são testadas quatro hipóteses da presente pesquisa, discutidas a seguir:

- i) o tipo de controle acionário é um fator determinante do nível de adoção de práticas de governança corporativa (BOZEC; BOZEC, 2007; CONNELLY et al., 2010);
- ii) a adoção de práticas de governança corporativa traz benefícios financeiros às empresas, reduzindo a percepção de risco de investidores, melhorando o desempenho operacional e elevando o valor de mercado (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013);
- iii) a presença de acionista controlador funciona como mecanismo suplementar e/ou substituto às práticas de governança corporativa, afetando os indicadores de desempenho empresarial (DENIS; MCCONNELL, 2003; SHLEIFER; VISHNY, 1997);

- iv) o tipo de controle acionário afeta a relação entre as práticas de governança corporativa e os indicadores de desempenho empresarial (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012; BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

O nível de adoção de práticas de governança corporativa foi mensurado por meio da avaliação do *compliance* das empresas a práticas de governança corporativa recomendadas em códigos de boa governança editados no Brasil, englobando: mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas minoritários, mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial, e mecanismos de transparência da gestão (CVM, 2002; GT INTERAGENTES, 2016; IBGC, 2015; PREVI, 2018; www.b3.com.br). Para medir os benefícios financeiros da adoção de práticas de governança corporativa foram analisados indicadores da percepção de risco de financiadores no mercado de ações (coeficiente beta) e no mercado de crédito (custo da dívida), desempenho operacional (retorno sobre ativos) e valor de mercado (Q de Tobin).

3.1 Controle acionário e adoção das práticas de governança corporativa

O tipo de controle acionário pode interferir na definição da estrutura de governança adotada pela empresa (CONNELLY et al., 2010). Desta forma, acionistas controladores tendem a buscar ter um sistema de governança adequado a seus interesses: monitoramento da gestão (efeito substituição) e/ou benefícios privados de controle (efeito expropriação) (BOZEC; BOZEC, 2007).

O efeito substituição pressupõe que acionistas buscam o controle devido ao baixo *enforcement* e à fraca proteção legal de seus direitos, como forma de se protegerem contra o risco de expropriação de sua riqueza por parte de gestores (LA PORTA et al., 2000). Detendo maior poder sobre as decisões estratégicas, acionistas controladores não necessitariam implementar práticas de governança, servindo a concentração acionária como mecanismo substituto a práticas de governança corporativa (BOZEC; BOZEC, 2007), em especial mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial. A relação entre concentração acionária e o papel do conselho de administração é um exemplo do efeito substituição. Em empresas com o capital disperso, em que os conflitos de agência mais comuns são do tipo agente-principal, há uma maior ênfase na função do conselho de administração em monitorar a gestão. Quando há um acionista controlador, esta função é diminuta, uma vez que o próprio acionista controlador pode assumir este papel (DESENDER et al., 2013; FRAILE; FRADEJAS, 2014).

Segundo o efeito expropriação, acionistas controladores podem utilizar-se de sua posição para extrair benefícios privados em função de seu poder no controle da empresa, chegando a expropriar a riqueza de acionistas minoritários (DICK; ZINGALES, 2004; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Para isso, tentam alcançar o controle com a menor participação no capital total da empresa, utilizando-se de estruturas piramidais de propriedade, propriedade cruzada e emissão de ações sem direito a voto (CUETO, 2013; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Assim, os custos da expropriação são compartilhados por todos os acionistas, enquanto seus benefícios são auferidos apenas pelos acionistas controladores (BOZEC; BOZEC, 2007). Motivados por interesses em obtenção de benefícios pessoais, acionistas controladores são menos propensos a adotar práticas de governança que protegem os direitos dos minoritários (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

A primeira hipótese da pesquisa trata da relação entre controle acionário e adoção de práticas de governança corporativa. Acionistas controladores, predominantes nas empresas brasileiras (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007), podem influenciar a estrutura de governança das empresas, efeito da substituição de mecanismos de monitoramento da gestão pela concentração acionária e/ou a utilização do controle para obtenção de benefícios privados do controle que levam à expropriação da riqueza de acionistas minoritários (BOZEC; BOZEC, 2007; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Ademais, empresas sem acionista controlador podem adotar mecanismos de governança diferentes daqueles adotados por empresas em que há acionista controlador (BEBCHUK; HAMDANI, 2009).

Hipótese 1: O tipo controle acionário influencia a adoção de práticas de governança corporativa

O controle compartilhado pode reduzir a sobreposição entre acionistas controladores e gestão, o que pode levar gestores a tomar decisões em benefício próprio ou de apenas um dos acionistas controladores (BRANDÃO, 2014). Neste sentido, acordos de acionistas que disciplinam o controle compartilhado incluem regras que geralmente tentam proteger os direitos dos acionistas, por exemplo: proibindo os acionistas de concorrer com a empresa; exigindo consentimento unânime para decisões importantes da empresa; restringindo a negociação de ações; e concedendo direitos plenos aos acionistas (CARVALHAL, 2012). Por outro lado, a presença de um grupo de controle pode levar ao efeito substituição e/ou ao efeito expropriação, resultando em uma estrutura de governança corporativa menos aderente às

práticas recomendadas. Estudos empíricos têm mostrado que empresas com controle compartilhado apresentam maior adesão às práticas de governança corporativa quando comparadas com empresas com acionista majoritário (CRISTÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA et al., 2009). Neste sentido, espera-se que empresas com controle compartilhado apresentem *compliance* inferior às práticas de governança corporativa, embora que menos acentuado do que empresas com controle majoritário.

Hipótese 1a: O controle compartilhado está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança

A presença de acionista controlador majoritário pode interferir na estrutura de governança corporativa da empresa, pelo efeito substituição ou expropriação (BOZEC; BOZEC, 2007; CONNELLY et al., 2010). Estudos empíricos realizados com empresas brasileiras têm encontrado evidência de que a concentração acionária está negativamente associada ao nível de adoção de práticas de governança corporativa (ABREU; DIAS FILHO, 2013; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA et al., 2009). Hipotetiza-se, neste sentido, que o controle majoritário está associado a inferiores níveis de adoção de prática de governança do que o controle compartilhado e disperso.

Hipótese 1b: O controle majoritário está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança

Em empresas com controle disperso o conflito de agência centra-se na relação entre gestores e acionistas dispersos. A dificuldade de monitoramento direto por parte de acionistas dispersos dá maior poder de decisão aos gestores, o que aumenta a necessidade de mecanismos de governança corporativa que disciplinem a tomada de decisão gerencial (BEBCHUK; HAMDANI, 2009). Assim, há maior demanda por uma estrutura de governança corporativa mais aderente às práticas recomendadas nestas empresas do que nas empresas com controle majoritário e compartilhado (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Empiricamente, Crisóstomo e Brandão (2019) encontraram evidência de que empresas com controle disperso apresentam maior nível de adoção de práticas de governança corporativa. Espera-se, portanto, que este comportamento seja confirmado na presente pesquisa.

Hipótese 1c: O controle disperso está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança

3.2 Adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial

Há vasta literatura empírica que investiga benefícios financeiros da adoção de práticas de governança corporativa a nível de empresa. Estudos em países emergentes têm encontrado evidências de que a adoção de práticas de governança corporativa tem relação positiva com o valor e o desempenho operacional das empresas (BALASUBRAMANIAN; BLACK; KHANNA, 2010; BRUNO; CLAESSENS, 2010; CONNELLY; LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012; MOREY et al., 2009) e relação negativa com o custo de capital próprio e o custo da dívida (ASHBAUGH; COLLINS; LAFOND, 2004; CHEN; CHEN; WEI, 2009; KLOCK; MANSI; MAXWELL, 2005; BYUN, 2007). São utilizados como proxies para a governança das empresas índices de práticas baseados nos direitos de acionistas, estrutura e procedimentos do conselho de administração, *disclosure* e estrutura propriedade (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

Leal (2014) pondera que existem problemas metodológicos que dificultam a obtenção de resultados confiáveis que comprovem uma relação de causa e efeito: a dificuldade de mensuração objetiva da qualidade da governança corporativa e problemas de endogeneidade entre as variáveis representativas da adoção de práticas de governança corporativa e variáveis financeiras. Autores também argumentam que a adoção de algumas práticas eleva despesas operacionais e com pessoal, contribuindo para o aumento dos custos de agência, notadamente custos de monitoramento e incentivo gerencial (HENRY, 2009; LUBATKIN; LING; SCHULZE, 2007; MCKNIGHT; WEIR, 2009).

A segunda hipótese da pesquisa trata da relação da adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial relacionados a benefícios financeiros teoricamente atribuídos à governança corporativa. Características do mercado de capitais brasileiro reforçam o papel da adoção de práticas de governança pelas empresas na redução dos conflitos de agência. A fraca proteção legal e o baixo *enforcement* enfraquecem os mecanismos externos de governança, o que eleva a importância de as empresas fortalecerem seus sistemas internos de governança (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; KLAPPER; LOVE,

2004; LEAL, 2004). Ademais, a maior parte das práticas de governança corporativa constantes nos códigos de boa governança editados no Brasil é de adoção voluntária, o que aumenta a heterogeneidade entre as empresas.

Hipótese 2: A adoção de práticas de governança corporativa melhora indicadores de desempenho empresarial

No Brasil, estudos sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa em reduzir a percepção de risco no mercado de ações ainda apresenta resultados inconclusivos. Pesquisas têm mostrado a redução da volatilidade das ações (CLEMENTE et al., 2014; LAMEIRA, 2012; MATUCHESKI; CLEMENTE; SANDRINI, 2009; MONTE et al., 2010; OLIVEIRA; SANTOS, 2015; SILVA; CARMONA; LAGIOLA, 2011; SILVA; NARDI; PIMENTA JUNIOR, 2012; VIEIRA; MENDES, 2006) e menor custo da dívida (BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016; SOARES; COUTINHO; CAMARGOS, 2012) após a adoção de práticas de governança corporativa. Entretanto, o custo de capital próprio de empresas com maior nível de adoção de práticas de governança corporativa é maior (MAESTRI; TERUEL; RIBEIRO, 2016; SALMASI; MARTELANC, 2009). Conforme estudos anteriores, espera-se que a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas, ao reduzir o risco de entrincheiramento gerencial e de controladores, reduza a percepção de risco dos investidores no mercado de ações (KOERNIADI; KRISHNAMURTI; TOURANI-RAD, 2014; LI; JAHERA JR; YOST, 2013) e no mercado de crédito (ALDAMEN; DUNCAN, 2012; ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; CARVALHO, 2002; ZHU, 2014).

Hipótese 2a: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao menor risco da empresa no mercado de ações

Hipótese 2b: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao menor risco da empresa no mercado de crédito

Quanto à relação entre adoção de práticas de governança corporativa e desempenho operacional, pesquisas anteriores no mercado brasileiro têm apresentado resultados inconclusivos (CATAPAN; COLAUTO, 2014; FERREIRA et al., 2013; CATAPAN;

COLAUTO; BARROS, 2013; MELO et al., 2013; NASCIMENTO et al., 2018; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA, 2004). Espera-se que a adoção de práticas de governança corporativa contribua para a maior eficiência do uso de recursos da empresa, maximizando o desempenho operacional (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013).

Hipótese 2c: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior desempenho operacional da empresa

Sobre o valor de mercado, a literatura empírica no mercado de capitais brasileiro tem indicado uma associação entre adoção de práticas de governança corporativa e criação de valor no Brasil (CAIXE; KRAUTER, 2014; CATAPAN; COLAUTO, 2014; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2011; LAMEIRA; NESS JÚNIOR; MACEDO SOARES, 2007; NASCIMENTO et al., 2018; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). Ao reduzir o risco e melhorar o desempenho operacional, espera-se que a adoção de práticas de governança corporativa reduza os custos totais de agência, contribuindo para o maior valor de mercado da empresa (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; REDDY; LOCKE; SCRIMGEOU, 2010).

Hipótese 2d: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior valor de mercado da empresa

3.3 Controle acionário e indicadores de desempenho empresarial

A estrutura de propriedade da empresa reflete o potencial conflito de interesses entre acionistas e gestores, nas empresas com controle disperso, e entre acionistas minoritários e controladores, nas empresas com controle majoritário ou compartilhado. A literatura sobre a Teoria da Agência tem sugerido que o tipo de controle acionário pode afetar os indicadores de desempenho empresarial estudados neste trabalho.

Sobre indicadores de risco percebido por investidores no mercado de ações, Souza (2004) argumenta que investidores elevariam o custo de capital próprio em empresas com acionista controlador, devido ao maior risco de entrenchamento dos controladores. Em complemento, acionistas controladores tendem a preferir o financiamento por meio de dívida (BOKPIN; ARKO, 2009; CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010; LA BRUSLERIE;

LATROUS, 2012; PALIGOROVA; XU, 2012;), concentrando menos esforços em reduzir o custo de capital próprio. O estudo de Marques, Guimarães e Peixoto (2015), entretanto, encontrou evidência de que o preço de ações de empresas com maior concentração de propriedade apresenta maior volatilidade apenas em períodos de crise; após o período de crise, essa mesma estrutura de propriedade reduz a volatilidade.

A relação entre estrutura de propriedade e indicadores da percepção de risco no mercado de crédito ainda é controversa. Por um lado, acionistas controladores podem alinhar seus interesses à maximização da riqueza de acionistas minoritários, e ter incentivo para preservar sua reputação no mercado de dívida, para que possam usufruir continuamente do menor custo da dívida (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015; RAMLY, 2013). Por outro lado, o custo da dívida pode se elevar devido a ações de acionistas controladores que elevem o risco da dívida, como tunelamento e decisões estratégicas que dificultam a renegociação de dívidas (ASLAM; KUMAR, 2012; RAMLY, 2013). No Brasil, Fonseca e Silveira (2016) não encontraram evidência do efeito incentivo e do efeito entrincheiramento da estrutura de propriedade sobre o custo da dívida. Contrariamente a estas hipóteses, os autores identificaram que a emissão de ações sem direito a voto tem relação negativa com o custo da dívida.

Não foi encontrado estudo que comparasse diretamente, no mercado brasileiro, empresas com controle disperso e com controle majoritário no que tange ao desempenho operacional e ao valor de mercado. Indiretamente, Silva (2004) analisou o valor de mercado de cinco diferentes identidades de acionista controlador. Empresas com controle disperso apresentaram maior valor de mercado do que empresas cujo controlador era família, governo, investidor estrangeiro e investidor institucional (SILVA, 2004). Peixoto e Buccini (2013) separaram empresas com e sem acionista controlador considerando o *free float* de ações ordinárias de 50%. Analisando o efeito da identidade do acionista controlador em comparação ao controle disperso os autores verificaram que: empresas controladas por acionistas institucionais têm maior valor de mercado; empresas com controle estrangeiro têm maior valor de mercado e desempenho operacional; empresas com controle familiar têm menor desempenho operacional; e empresas com controle governamental têm menor valor de mercado (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

A relação do controle compartilhado com o desempenho operacional e com o valor de mercado ainda é controversa. Estudos apontam para uma relação positiva do controle compartilhado com o valor de mercado da empresa brasileira (LEAL; SILVA, 2008; SILVA; LANA; MARCON, 2018; SILVA, 2012). Entretanto há evidência de que quando conselheiros

são vinculados a acordos de acionistas que disciplinam o direito de voto o valor de mercado é menor (GELMAN; CASTRO; SEIDLER, 2015).

A relação da concentração acionária sobre o desempenho operacional e o valor de mercado é mais abordada na literatura (VESCO; BEUREN, 2012). No Brasil, entretanto, os resultados são inconclusivos. Estudos empíricos têm encontrado relação positiva (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; CAIXE; MATIAS; OLIVEIRA, 2013), negativa (CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVA, 2004; PEIXOTO; BUCCINI, 2013), quadrática (LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; SILVA, 2004; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007) e nula (VIEIRA et al., 2011). Uma das explicações pode residir exatamente na diferença entre empresas com controle disperso e majoritário, ambos presentes nas empresas brasileiras.

A terceira hipótese de pesquisa aborda o efeito do tipo de controle acionário sobre indicadores de desempenho empresarial. O tipo de controle acionário pode atenuar ou agravar os conflitos de agência, alterando o montante de custos de agência da empresa. Partindo do pressuposto de que os custos de agência elevam o risco e reduzem o desempenho financeiro e de mercado da empresa, espera-se que o tipo de controle acionário também afete os indicadores de desempenho das empresas.

Hipótese 3: O tipo de controle acionário afeta indicadores de desempenho empresarial

Argumentos sugerem que o controle compartilhado pode funcionar como um mecanismo de governança corporativa: a presença de *blockholders* signatários de acordo de acionistas gera o efeito incentivo, que mitiga conflitos de agência com gestores (CLAESSENS et al., 2002; GOMES; NOVAES, 2006); a existência de problemas de negociação coletiva entre os acionistas participantes do bloco de controle reduz a possibilidade de decisões que levem à expropriação da riqueza de minoritários (GOMES; NOVAES, 2006).

A presença de *blockholders* pode funcionar como um mecanismo de monitoramento da gestão (EDMANS; MANSO, 2010). Baglioni (2008) argumenta que acordos entre estes acionistas podem corrigir situações extremas: quando há um acionista com elevada concentração de direitos de voto, os acordos podem ser utilizados para limitar seu poder de voto e implementar uma distribuição mais equilibrada de poder entre os grandes acionistas; em empresas com baixa concentração de direitos de voto, o acordo pode fortalecer acionistas, otimizando o processo de tomada de decisão e melhorando o monitoramento da gestão. Empiricamente, o efeito do controle compartilhado ainda é pouco estudado.

Nesse contexto, hipotetiza-se que o controle compartilhado funciona como mecanismo complementar de governança corporativa, reduzindo o entrenchamento do controlador e elevando o alinhamento de interesses de acionistas minoritários. Espera-se, portanto, que o controle compartilhado esteja relacionado à redução da percepção de risco por parte de acionistas e credores, ao desempenho operacional superior e ao maior valor de mercado.

Hipótese 3a: O controle compartilhado está relacionado a melhores indicadores de desempenho empresarial

Há indícios de que, no Brasil, os conflitos de agência sejam maiores em empresas com controle majoritário, influenciando positivamente a percepção de risco por parte de acionistas e credores, e negativamente o desempenho operacional e o valor de mercado. Embora a elevada concentração de direitos de fluxo de caixa possa reduzir os benefícios privados do controle nas empresas com acionista majoritário, o excesso de direitos de voto, as várias formas de usufruir de benefícios privados de controle e o baixo poder de contestabilidade de acionistas minoritários geram potenciais problemas de agência mais exacerbados nestas empresas (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009; CLAESSENS et al., 2002). Ademais, a presença de acionista controlador reduz, mas não exclui os conflitos de agência do tipo agente-principal (LEI; LIN; WEI, 2013). Portanto, espera-se que a maior probabilidade de conflitos de agência nas empresas com acionista majoritário reflita nos indicadores de desempenho da empresa, ocasionando maior percepção de risco por parte de financiadores, desempenho operacional inferior e valor de mercado mais baixo.

Hipótese 3b: O controle majoritário está relacionado a piores indicadores de eficácia da governança corporativa

O controle disperso, embora proteja acionistas do entrenchamento de controladores, aumenta a possibilidade de entrenchamento gerencial (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988). O baixo *enforcement* e a fraca proteção legal aos direitos dos acionistas presentes no mercado de capitais brasileiro elevam o risco de decisões gerenciais que depreciem a riqueza dos acionistas (LA PORTA et al., 2000). Neste contexto, hipotetiza-se que a ausência de acionista controlador possa elevar a percepção de risco dos financiadores e reduzir o

desempenho operacional e o valor de mercado da empresa brasileira, embora que em menor grau do que em empresas com controle majoritário.

Hipótese 3c: O controle disperso está relacionado a piores indicadores de desempenho empresarial

3.4 Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa

Além de influenciar a adoção de práticas de governança corporativa, o tipo de controle acionário pode afetar a eficácia destas práticas. Bebchuk e Hamdani (2009) argumentam que a busca por padrões de governança corporativa deve ser substituída pelo desenvolvimento de metodologias separadas para avaliar a governança em empresas com e sem acionista controlador, e que estas metodologias devem ser aplicadas para comparações em níveis de país e de empresa.

Em empresas sem acionista controlador, mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial devem ser mais eficazes em alinhar interesses de acionistas e gestores. Em empresas com acionista controlador, normalmente há uma sobreposição entre o acionista controlador e os principais órgãos da administração (conselho de administração e diretoria executiva), o que reduz a eficácia de mecanismos de monitoramento e de incentivo gerencial. Nestas empresas espera-se que sejam priorizadas práticas que protegem os interesses dos acionistas minoritários, sob pena de penalizar-se acionistas minoritários (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

Como exemplo do possível efeito do tipo de controle acionário sobre a eficácia de mecanismos internos de governança corporativa, pode-se citar a remuneração dos executivos, um mecanismo de incentivo gerencial. Em empresas sem acionista controlador, a política de remuneração dos executivos é tida como um mecanismo de alinhamento de interesses entre gestores e acionistas (HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015). Em empresas com acionista controlador, a sobreposição do acionista controlador e da gestão reduz o papel da remuneração executiva como alinhamento de interesses (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999). Ao contrário, a remuneração de gestores ligados aos acionistas controladores pode ser utilizada para usufruto de benefícios privados do controle (PINTO; LEAL, 2013).

A pesquisa empírica tem focado no efeito da identidade e os direitos de voto e de fluxo de caixa do acionista controlador sobre a eficácia das práticas de governança corporativa (ABDALLAH; ISMAIL, 2017; ANDERSON; REEB, 2003, 2004; CONNELLY;

LIMPAPHAYOM; NAGARAJAN, 2012; LEI; LIN; WEI, 2013; YEH; WOIDTLE, 2005). O efeito do tipo de controle acionário sobre a eficácia das práticas de governança ainda é pouco analisado. Desender et al (2013) encontraram evidências, em empresas europeias, de que a independência do conselho de administração e o acúmulo de cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente têm relação mais forte com os honorários de auditoria em empresas com controle disperso, sugerindo que o controle acionário funciona como um substituto à independência do conselho de administração. Renders e Gaeremynck (2012), ao também analisar empresas europeias, identificaram que a adoção de práticas de governança corporativa tem um impacto positivo mais forte sobre o valor da empresa quando os acionistas majoritários têm mais oportunidades de expropriar, com elevados direitos de voto e excesso de direito de voto em relação a direitos de fluxo de caixa. O autores também observaram que a adoção de práticas de governança corporativa mitiga o efeito negativo de um grave conflito principal-principal sobre o valor da empresa (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

No Brasil, os estudos concentraram-se na eficácia de mecanismos específicos de governança. Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014; 2017) identificaram que a existência de acordo de acionistas reduz a relação entre o percentual de conselheiros externos e o valor da empresa, quando comparadas com empresas sem acordos de acionistas. Para os autores, o acordo de acionistas está funcionando como um mecanismo de alavancagem do poder de voto dos acionistas controladores. Brandão e Coelho (2017) analisaram a sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho e identificaram que, em empresas com acionista controlador, o valor de mercado da empresa tem relação negativa com a remuneração dos executivos, ao passo que esta relação se apresentou positiva em empresas sem acionista controlador. Ermel e Monte (2018), por outro lado, embora tenham encontrado evidência de que o tipo de controle acionário está relacionado à remuneração gerencial, não identificaram diferença na relação entre esta remuneração e retorno sobre ativos quando investigaram os diversos tipos de controle acionário.

A quarta hipótese de pesquisa trata o efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de eficácia da governança corporativa. À luz da abordagem contingencial da governança corporativa, testou-se a hipótese de que o tipo de controle acionário afeta a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (AGUILERA et al., 2008; DESENDER et al., 2013). Quando se analisa o nível de adoção de práticas de governança corporativa, espera-se que sua eficácia seja

maior em empresas cujos conflitos de agência sejam mais acentuados (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

Hipótese 4: O tipo de controle acionário afeta a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial

Os argumentos teóricos e as evidências empíricas apresentados na construção das hipóteses 2 e 3 sugerem que o controle compartilhado reduz a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. Teoricamente, o controle compartilhado contribui para a redução de conflitos entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e acionistas minoritários (BAGLIONI, 2008). A literatura empírica, por sua vez, tem apontado que a presença de controle compartilhado apresenta relação positiva com o valor de mercado da empresa brasileira (CARVALHAL, 2012; LEAL; SILVA, 2008; SILVA; LANA; MARCON, 2018). Nesse contexto, espera-se que o controle compartilhado atue como um substituto de outros mecanismos internos de governança corporativa, o que torna a adoção de práticas de governança corporativa menos necessária.

Hipótese 4a: O controle compartilhado está relacionado à menor eficácia da adoção de práticas de governança corporativa

Em empresas com controle majoritário, por outro lado, a eficácia das práticas de governança corporativa deve ser maximizada, por dois motivos principais. Em primeiro lugar, a presença de um acionista majoritário eleva os conflitos com acionistas minoritários (YOUNG et al., 2008) e não exclui a possibilidade de conflitos com gestores (LEI; LIN; WEI, 2013). Por este motivo, além das práticas relacionadas à proteção dos acionistas minoritários, as práticas de monitoramento, incentivo gerencial e transparência também devem ser eficazes. Em segundo lugar, o conflito de agência nestas empresas deve ser mais severo, uma vez que acionistas controladores têm maior variedade de caminhos para extrair benefícios privados de controle, como transações com partes relacionadas e remuneração fixa elevada para gestores ligados ao acionista controlador (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009).

Hipótese 4b: O controle majoritário está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa

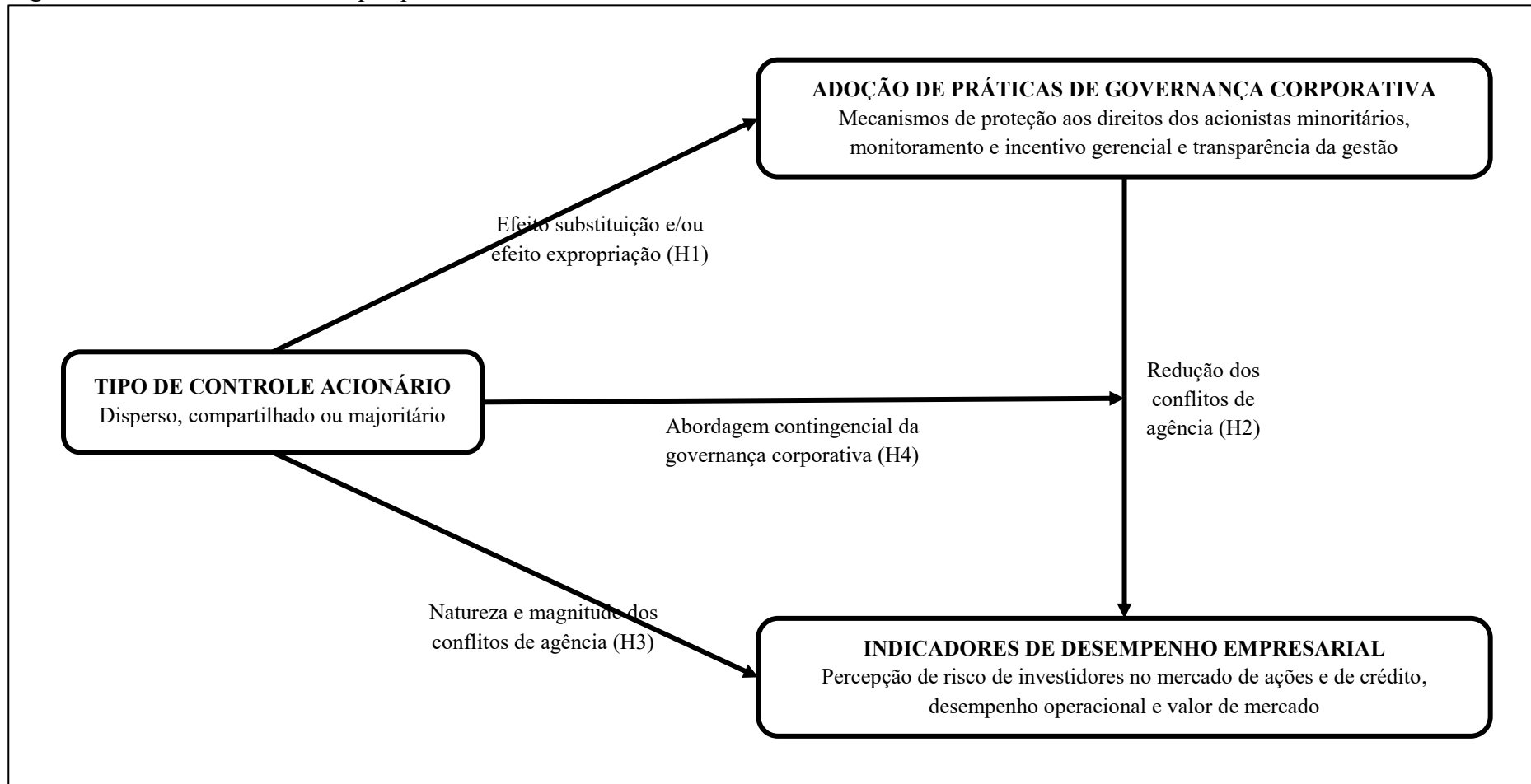
Em comparação com controle compartilhado e majoritário, o controle disperso potencializa conflitos do tipo agente-principal, o que deve elevar a eficácia de práticas de monitoramento e incentivo gerencial e de transparência da gestão (BEBCHUK; HAMDANI, 2009). Entretanto, a inexistência de acionista controlador deve reduzir a eficácia de práticas de proteção aos direitos de acionistas. Neste contexto, embora que em menor medida do que em empresas com acionista majoritário, espera-se efeito moderador positivo do controle disperso sobre a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial.

Hipótese 4c: O controle disperso está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa

3.5 Modelo conceitual da pesquisa

A Figura 1 representa o modelo conceitual da pesquisa. Acionistas controladores, pelo efeito substituição ou expropriação, podem influenciar negativamente o nível de adoção de práticas de governança corporativa (Hipótese 1). A adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas visa reduzir os conflitos de agência entre acionistas controladores/gestores e financiadores externos, o que pode melhorar os indicadores de desempenho da empresa (Hipótese 2). O tipo de controle acionário altera a natureza e a magnitude do conflito de agência predominante na empresa, o que também pode ter reflexo nos indicadores de desempenho empresarial (Hipótese 3). Por fim, o tipo de controle acionário pode funcionar como um fator contingencial às práticas de governança corporativa, alterando a relação da adoção destas práticas com indicadores de desempenho empresarial (Hipótese 4).

Figura 1 – Modelo conceitual da pesquisa



Fonte: Elaboração própria

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta seção apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa empírica empreendida, englobando o posicionamento epistemológico adotado, os critérios utilizados para delimitação da amostra e os procedimentos de coleta e análise de dados realizados.

4.1 Posicionamento epistemológico

Foi adotada nesta pesquisa uma abordagem positivista (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). São características do positivismo (CRESWELL, 2010): determinismo, reducionismo, observação e mensuração empíricas e verificação da teoria. Foram analisadas relações entre tipo de controle acionário, adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial por meio de testes de hipóteses decorrentes dos pressupostos da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e da abordagem contingencial da governança corporativa (AGUILERA et al., 2008). As variáveis indicativas dos construtos foram operacionalizadas a partir de dados empíricos de empresas brasileiras de capital aberto. Outras características da abordagem positivista presentes nesta pesquisa são o distanciamento entre o pesquisador e o objeto, e a análise objetiva dos resultados (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Com relação aos objetivos, a pesquisa se enquadra como correlacional (SAMPIERI; COLLADO; LÚCIO, 2006). A coleta de dados foi realizada por meio de pesquisa documental e análise de conteúdo, e a análise de dados foi realizada por meio de técnicas de avaliação quantitativa: estatística descritiva, testes de análise de variância, Jonckheere-Terpstra e diferença de média e análise de regressão (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

4.2 População e amostra

A população da pesquisa são sociedades por ações de capital aberto atuantes no mercado de capitais brasileiro e com ações negociadas na B3. A escolha deu-se por serem as empresas que, de fato, abriram seu capital ao público, sendo mais suscetíveis a problemas de agência decorrentes das diferentes estruturas de propriedade. O acesso público a informações necessárias à consecução dos objetivos também foi considerado na escolha da população.

Devido à necessidade de se analisar variáveis relacionadas ao desempenho da empresa no mercado de capitais, a amostra não probabilística é composta pelas empresas cujas

ações apresentem índices de liquidez em bolsa mínima (0,1) nos anos analisados. Foram excluídos da amostra bancos e seguradoras, por não disporem de dados necessários à mensuração de variáveis utilizadas no estudo, tais como endividamento, retorno sobre ativos e Q de Tobin. Também foram excluídas empresas que se encontravam, durante o período analisado, em recuperação judicial, pois as informações de governança corporativa e de controle acionário destas empresas apresentavam inconsistências.

A fim de captar a evolução da governança corporativa e do controle acionário das empresas, foi analisado um período de oito anos (2010 a 2017). Optou-se por este recorte temporal pela uniformidade dos dados contábeis, após a convergência às normas internacionais de contabilidade, e pela obrigatoriedade da elaboração e divulgação do formulário de referência pelas empresas a partir de 2010, relatório-base para a extração dos dados sobre governança corporativa e controle acionário.

A amostra final contemplou um painel desbalanceado de 160 empresas e 1234 observações. Os dados financeiros e de controle acionário foram coletados para o período completo (2010 a 2017). Os dados de governança corporativa, por conter informações do ano da observação e do ano anterior, foram coletados para o período de 2011 a 2017, totalizando 1074 observações. A amostra total é descrita na Tabela 1 e na Tabela 2, em termos setor de atividade e de ano da observação, respectivamente.

Tabela 1 – Descrição da amostra por setor de atividade

Setor de atividade	Empresas		Observações	
	n	%	n	%
Serviços diversos	32	20	241	19,5
Construção e transporte	26	16,3	204	16,5
Indústrias diversas	19	11,9	146	11,8
Energia elétrica	17	10,6	133	10,8
Comércio	14	8,8	110	8,9
Alimentos, bebidas e tabaco	13	8,1	98	7,9
Veículos e peças	7	4,4	56	4,5
Têxtil	7	4,4	55	4,5
Mineração e materiais não metálicos	4	2,5	32	2,6
Petróleo e gás	4	2,5	31	2,5
Química	4	2,5	29	2,4
Papel e celulose	3	1,9	24	1,9
Participações societárias diversas	3	1,9	24	1,9
Telecomunicações	3	1,9	23	1,9
Finanças e seguros	2	1,3	15	1,2
Eletroeletrônicos	2	1,3	13	1,1
Total	160	100,00	1234	100,00

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 – Descrição da amostra por ano

Ano	Observações	%
2010	143	11,6
2011	155	12,6
2012	156	12,6
2013	160	13
2014	160	13
2015	156	12,6
2016	153	12,4
2017	151	12,2
Total	1234	100

Fonte: Dados da pesquisa

4.3 Mensuração das variáveis e coleta de dados

Os dados foram coletados a partir de análise de documentos disponíveis nos sítios eletrônicos da CVM e da B3, assim como da base de dados Economática® e Com Dinheiro®. No Quadro 1 apresentam-se as variáveis utilizadas para mensurar os construtos do modelo conceitual da pesquisa e as variáveis de controle.

Quadro 1 – Construtos, variáveis e operacionalização das variáveis

Construto	Variáveis	Operacionalização
Adoção de práticas de governança corporativa (GOV)	Índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC)	Média dos <i>scores</i> de práticas individuais de governança corporativa analisadas (IAPGC_P) e das dimensões da governança corporativa indicadas por análise de componentes principais categórica (IAPGC_D)
	Subíndice de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC)	Média dos <i>scores</i> de práticas individuais (DIRSOC_P) e das dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica (DIRSOC_D) relacionadas a mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas.
	Subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (MONIT)	Média dos <i>scores</i> de práticas individuais (MONIT_P) e das dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica (MONIT_D) relacionadas a mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial.
	Subíndice de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (TRANSP)	Média dos <i>scores</i> de práticas individuais (TRANSP_P) e das dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica (TRANSP_D) relacionadas a mecanismos de transparência da gestão.
Controle acionário (PROP)	Tipo de controle acionário	Variáveis binárias indicativas do tipo de controle acionário: disperso (DISP), compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR)
Indicadores de desempenho empresarial (DESEMP)	Risco no mercado de ações	Coefficiente Beta (BETA) em t , tendo o retorno do Ibovespa como retorno de mercado
	Risco no mercado de crédito	Custo da dívida (KD), calculado pela razão entre as despesas financeiras líquidas de juros sobre capital próprio em t e a dívida onerosa total em t
	Desempenho operacional	Retorno sobre ativos (ROA), calculado pela razão entre o EBIT em t e o ativo total em $t-1$
	Valor de mercado	Q de Tobin (Q), calculado pela razão entre o <i>enterprise value</i> em t e o ativo total em t

Variáveis de controle (CONTR)	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total em t
	Endividamento (ENDIV)	Razão entre a dívida onerosa total em t e o ativo total em $t-1$
	Crescimento da receita (CRESC)	Diferença entre receita operacional em t e receita operacional em $t-1$, relativizada pela receita operacional em $t-1$
	Setor de atividade (SETOR)	Variáveis binárias indicativas do setor de atividade, segundo classificação da B3
	Ano da observação (ANO)	Variáveis binárias indicativas do ano de cada observação

Fonte: Elaboração própria

A seguir são explicados detalhes sobre a coleta de dados e a forma de operacionalização das variáveis indicadas no Quadro 1.

4.3.1 Adoção de práticas de governança corporativa

A adoção de práticas de governança corporativa foi avaliada por meio de análise documental. O instrumento de coleta foi constituído de um *checklist* com 41 práticas recomendadas nos códigos de boa governança para empresas brasileiras (CVM, 2002; IBGC, 2015; GT INTERAGENTES, 2016; PREVI, 2018; www.b3.com.br) e que podem ser extraídos de documentos públicos, disponíveis no *website* da CVM e das empresas: formulário de referência, demonstrações financeiras padronizadas, estatuto social e documentos institucionais.

Foi considerada nesta análise a primeira versão do formulário de referência publicado pela empresa em cada ano (publicada até 31 de maio de cada exercício) e a data de publicação das demonstrações financeiras padronizadas e documentos institucionais. A escolha por dados do início de cada ano para mensurar o nível de adoção de práticas de governança corporativa deveu-se ao objetivo de verificar o efeito da adoção destas práticas sobre os indicadores financeiros de eficácia da governança corporativa, calculados com base em dados do final de cada ano.

No Quadro 2 é descrito de forma pormenorizada o *checklist* de práticas de governança corporativa. Para cada prática de governança corporativa foi atribuída uma pontuação para empresa/ano, que varia entre zero e um, representativa do nível de adoção da empresa.

Quadro 2 – Checklist de práticas de governança corporativa analisadas

Tipo de mecanismo	Item analisado	Prática	Operacionalização	Métrica	Fonte de dados
Proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC)	Direitos das ações	Ações ordinárias	Percentual de ações ordinárias emitidas pela companhia	Ações ordinárias / total de ações	Item 18.1 do Formulário de Referência
		Direitos de voto	Direito de voto em assembleias gerais concedido a cada classe de ações	<ul style="list-style-type: none"> Empresas apenas com ações ordinárias: pleno (1,0); restrito (0,5); sem direito (0,0) Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média da pontuação de cada classe de ações. 	Item 18.1 do Formulário de Referência
		<i>Tag along</i>	<i>Tag along</i> concedido a cada classe de ações	<ul style="list-style-type: none"> Empresas apenas com ações ordinárias: <i>tag along</i> de ações ordinárias; Empresas com ações ordinárias e preferenciais: média de <i>tag along</i> de cada classe de ações 	Item 18.1 do Formulário de Referência
	Circulação de ações	<i>Free float</i> total	Percentual de ações em circulação	Ações em circulação / total de ações	Item 15.3 do Formulário de Referência
		Excesso de direitos de voto	Percentual de ações ordinárias em circulação em relação ao percentual total de ações em circulação	<i>Free float</i> de ações ordinárias / <i>free float</i> total*	Item 15.3 do Formulário de Referência
	Participação na indicação de membros de órgãos societários	Indicação por minoritários para o conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos que não foram indicados pelo acionista controlador	Número de conselheiros minoritários / total de conselheiros	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
		Indicação por minoritários e preferencialistas para o conselho fiscal	Percentual de membros do conselho fiscal indicado por minoritários ou preferencialistas	Número de conselheiros minoritários / total de conselheiros	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
	Incentivo à participação em assembleias gerais	Convocação para assembleia geral ordinária	Prazo de convocação para a assembleia geral ordinária	Prazo da primeira convocação da assembleia geral / 30	Item 12.2 do Formulário de Referência
		Discussão da pauta da assembleia geral ordinária	Disponibilização de meios de comunicação com acionistas sobre as pautas da assembleia geral ordinária via internet	Sim (1); não (0)	Item 12.2 do Formulário de Referência

Monitoramento e incentivo gerencial (MONIT)	Práticas do Conselho de Administração	Mandato do conselho de administração	Prazo de mandato do conselho de administração	Um ano (1); dois anos (0,5); três anos ou mais (0)	Itens 12.1 do Formulário de Referência ou estatuto
		Remuneração variável do conselho de administração	O conselho de administração não percebe parte da remuneração atrelada a objetivos de curto prazo	Sim (1); não (0)	Item 13.2 do Formulário de Referência
		Remuneração baseada em ações do conselho de administração	O conselho de administração não percebe parte da remuneração baseada em ações	Sim (1); não (0)	Item 13.2 do Formulário de Referência
		Avaliação do conselho de administração	Existe mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e/ou seus membros	Sim (1); não (0)	Item 12.1 do Formulário de Referência
	Estrutura do conselho de administração	Tamanho do conselho de administração	Número de membros efetivos do conselho de administração	O conselho de administração é composto por 5 a 11 membros efetivos? Sim (0,5); Não (0) O número de membros efetivos do conselho de administração é ímpar? Sim (0,5); Não (0).	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
		Comitê de auditoria do conselho de administração	Presença de comitê de auditoria ou similar	Sim (1); não (0)	Item 12.1/7 do Formulário de Referência
		Comitê de remuneração do conselho de administração	Presença de comitê de remuneração ou similar	Sim (1); não (0)	Item 12.1/7 do Formulário de Referência
		Outros comitês do conselho de administração	Presença de outros comitês	Sim (1); não (0)	Item 12.1/7 do Formulário de Referência
		Suplência do conselho de administração	O conselho de administração não tem membros suplentes	Sim (1); não (0)	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
	Composição do conselho de administração	Membros externos do conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos que pertencem apenas ao conselho de administração	Número de conselheiros externos / total de conselheiros	Item 12.6/8 do Formulário de Referência
		Membros independentes do conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos declarados independentes	Número de conselheiros independentes / total de conselheiros	Item 12.6/8 do Formulário de Referência

		Dualidade do presidente do conselho de administração	Segregação das funções de presidente do conselho de administração e diretor-presidente	Sim (1); não (0)	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	
		Participação feminina no conselho de administração	Percentual de conselheiros efetivos do gênero feminino em relação ao número de conselheiros efetivos do gênero masculino	Número conselheiras mulheres / (2 x Total de conselheiros) *	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	
	Práticas da diretoria executiva	Mandato da diretoria executiva	Prazo de mandato da diretoria executiva	Um ano (1); dois anos (0,5); três anos (0)	Itens 12.1 do Formulário de Referência ou estatuto	
		Remuneração variável da diretoria executiva	A diretoria executiva percebe parte da remuneração atrelada aos resultados da empresa	Sim (1); não (0)	Item 13.2 do Formulário de Referência	
		Remuneração baseada em ações da diretoria executiva	A diretoria executiva percebe parte da remuneração baseada em ações	Sim (1); não (0)	Item 13.2 do Formulário de Referência	
		Avaliação da diretoria executiva	Existe mecanismos formais de avaliação da diretoria executiva e/ou seus membros	Sim (1); não (0)	Item 12.1 do Formulário de Referência	
		Participação feminina na diretoria executiva	Percentual de diretores do gênero feminino em relação ao número de diretores do gênero masculino	Número de diretoras / (2 x Total de membros da diretoria executiva) *	Item 12.6/8 do Formulário de Referência	
	Órgãos de fiscalização e controle	Instalação do conselho fiscal	O conselho fiscal está instalado	Instalado permanentemente (1); instalado e não permanente (0,5); não instalado (0)	Item 12.1 do Formulário de Referência	
		Serviço da empresa de auditoria independente	A empresa de auditoria independente não presta serviços de não auditoria	Sim (1); não (0)	Item 2 do Formulário de Referência	
		Tempo de contrato da empresa de auditoria independente	Tempo de contrato da empresa de auditoria independente	Um ano (1); dois anos (0,8); três anos (0,6); quatro anos (0,4); cinco anos (0,2); mais de cinco anos (0)	Item 2 do Formulário de Referência	
	Transparência da gestão (TRANSP)	Conduta e conflitos de interesse	Política de gestão de riscos	A companhia tem e divulga política de gestão de riscos corporativos	Sim (1); não (0)	Item 5.1 do Formulário de Referência
			Código de conduta	A companhia tem e divulga código de conduta	Sim (1); não (0)	Site da Comissão de Valores Mobiliários

		Política de negociação de valores mobiliários	A companhia tem e divulga política de negociação de valores mobiliários	Sim (1); não (0)	Site da Comissão de Valores Mobiliários
		Política de divulgação	A companhia tem e divulga política de divulgação	Sim (1); não (0)	Site da Comissão de Valores Mobiliários
		Política de transações com partes relacionadas	A companhia tem e divulga política de transações com partes relacionadas	Sim (1); não (0)	Item 16.1 do Formulário de referência
		Arbitragem	Estatuto da companhia possui cláusula compromissória para a resolução dos conflitos entre acionistas e entre estes e o emissor por meio de arbitragem	Sim (1); não (0)	Item 12.5 do Formulário de Referência
	Divulgação de informações	Projeções	A companhia divulga projeções gerenciais acerca do seu desempenho futuro	Sim (1); não (0)	Item 11 do Formulário de Referência
		Relatório de sustentabilidade	A companhia publica em seu website relatório de sustentabilidade ou similar	Sim (1); não (0)	Sites das empresas
		Medições não contábeis	A companhia divulga indicadores de desempenho não contábeis	Sim (1); não (0)	Item 3.2 do Formulário de Referência
		Parecer da auditoria independente	Tipo de parecer da auditoria Independente	Sem ressalva (1); com ressalva (0,5); adverso ou com negativa de opinião (0)	Site da Comissão de Valores Mobiliários
		Pontualidade da divulgação de informações obrigatórias	Adimplência quanto à divulgação de informações obrigatórias	Sim (1); não (0)	Site da Comissão de Valores Mobiliários

* Foi considerado igual a 1 (um) o valor destes *scores* quando a divisão resultou em valor superior a uma unidade

Fonte: Elaboração própria

As práticas de governança corporativa foram categorizadas em três grupos de mecanismos, de acordo com os objetivos das práticas: proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial, e transparência da gestão. Mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas incluem direitos concedidos a cada classe de ações (3 práticas), percentual de ações em circulação (2 práticas), participação de acionistas minoritários na indicação de membros de órgãos societários (2 práticas) e mecanismos de incentivo à participação de acionistas em assembleias gerais (2 práticas), totalizando 9 práticas. Mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial englobam práticas referentes à estrutura de governança corporativa, totalizando 21 práticas: práticas (4 práticas), estrutura (5 práticas) e composição (4 práticas) do conselho de administração; práticas relacionadas à diretoria executiva (5 práticas); e órgãos de fiscalização e controle (3 práticas). Mecanismos de transparência da gestão referem-se à publicação de mecanismos que disciplinam conduta e conflitos de interesses (6 práticas) e a qualidade das informações divulgadas pela empresa (5 práticas), totalizando 11 práticas. Para cada prática de governança corporativa foi atribuída uma pontuação para empresa/ano, que varia entre zero e um.

Para mensurar o nível de adoção de práticas de governança corporativa foram utilizadas duas estratégias. A primeira, seguindo estudos anteriores realizados no Brasil (SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2011; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015), consiste na avaliação da adoção de práticas de governança por meio da construção de um índice de adoção das práticas de governança corporativa (IAPGC_P), obtido pela média aritmética simples dos *scores* obtidos por cada empresa/ano nas práticas analisadas (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015). Também foram calculados, com esta mesma metodologia, subíndices para os três grupos de mecanismos da governança corporativa que compõe o *checklist*: proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC_P); monitoramento e incentivo gerencial (MONIT_P); e transparência da gestão (TRANSP_P).

Na segunda estratégia a governança corporativa foi abordada a partir de uma visão multidimensional (FLORACKIS, 2008; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007). A partir dos dados extraídos do *checklist*, foram identificadas as principais dimensões que diferenciam as práticas de governança adotadas, por meio de análise de componentes principais categórica. Esta análise teve dois propósitos: conhecer as principais dimensões que diferenciam a estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras; e elaborar um índice de adoção de práticas de governança corporativa que considere não as práticas individualizadas, que muitas vezes

apresentam vieses de seleção e de mensuração, mas os componentes principais (dimensões) da governança corporativa das empresas.

Inicialmente todas as variáveis foram discretizadas por meio da rotina CATPCA do *software* SPSS®. Em seguida foi processada análise de componentes principais com os dados discretizados. O número de dimensões foi definido pelo critério da raiz latente, com autovalor igual ou superior a uma unidade. As dimensões foram nomeadas através da representatividade de cada prática para os fatores escolhidos (DEY, 2008). Compuseram cada dimensão as práticas que apresentaram carga fatorial maior ou igual a 0,5 utilizando rotação ortogonal varimax (HAIR JR. et al., 2005). O nível de aderência de cada empresa/ano às dimensões da governança corporativa foi calculado por meio da construção de uma escala múltipla constituída da média aritmética simples dos *scores* obtidos nas práticas que compõem cada dimensão (HAIR JR. et al., 2005), variando de zero a um. Quando as cargas fatoriais das práticas de um mesmo fator apresentaram sinais opostos, foi realizada inversão de *score* das práticas com carga fatorial negativa (HAIR JR et al., 2005).

O índice de adoção das dimensões da governança corporativa baseado nas dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica (IAPGC_D) foi mensurado pela média aritmética simples dos *scores* obtidos nas dimensões por cada empresa/ano. Também foram calculados, com esta mesma metodologia, subíndices para os três grupos de mecanismos de governança corporativa que compõem o *checklist*: proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC_D); monitoramento e incentivo gerencial (DMONIT_D); e transparência da gestão (DTRANSP_D).

4.3.2 Controle acionário

Ao investigar a estrutura de propriedade, uma primeira observação a ser feita é a identificação dos acionistas que serão considerados. Para a concentração acionária, pode-se definir o número de acionistas com maior percentual de capital, todos os acionistas relevantes, ou apenas aqueles identificados como controladores. A participação acionária normalmente engloba todos os acionistas com participação identificada (controladores e acionistas minoritários relevantes). Outra observação diz respeito à investigação de estruturas piramidais de propriedade, podendo usar a propriedade direta ou indireta. No primeiro caso, analisa-se apenas os acionistas que detêm, diretamente, as ações da empresa. A análise indireta requer a

identificação do acionista último das ações da empresa, por meio da análise das estruturas piramidais de controle (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Para identificar se a empresa tem acionista controlador pode-se utilizar o percentual de ações com direito a voto detidas pelo(s) maior(es) acionista(s). A literatura internacional tem indicado que acionistas com 20% de ações com direito a voto podem ser considerados como controladores (LA PORTA et al., 2002; FACCIO; LANG, 2002). No Brasil, estudos utilizam pontos de corte diferenciados, de até 50% (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

O controle acionário nesta pesquisa foi caracterizado por meio de análise de conteúdo a partir da identidade do acionista controlador último disponível no Formulário de Referência, conforme metodologia de Crisóstomo e Brandão (2019). Foi considerada nesta análise a primeira versão do formulário de referência publicado pela empresa em cada ano, coincidindo com a análise da adoção de práticas de governança corporativa.

No item 8.1 do Formulário de Referência (a partir de 2016 no item 15.3), a empresa deve declarar se existe, ou não, um acionista que controla a empresa e divulgar o nome (ou nomes) e a proporção do capital votante detido por esse acionista. Os itens 15.1 e 15.2 referem-se à estrutura piramidal de propriedade da empresa. Verificando a estrutura de propriedade da empresa, o acionista mencionado no item 8.1 (15.3) é confirmado como controlador – acionista último – caso não houvesse outro acionista com maior proporção de ações votantes. Caso exista, este é considerado o acionista último da empresa.

Após a identificação do acionista último da empresa, o controle acionário foi categorizado por meio de análise de conteúdo em três tipos: controle majoritário, quando há um único acionista último, ou os acionistas últimos pertencem à mesma família ou ao mesmo grupo econômico; controle compartilhado, quando há mais de um acionista último, e estes não pertencem ao mesmo grupo econômico ou à mesma família, e celebraram acordo de acionistas que disciplina o direito de voto em assembleias gerais; e controle disperso, quando não há acionista último indicado pela empresa e não há acionistas individuais ou acordos que detenham mais de 50% do capital votante da empresa.

Para fins de análise descritiva, os acionistas últimos nas empresas com controle majoritário ou controle compartilhado foram categorizados em cinco grupos: família, quando o acionista último é uma pessoa física ou grupo de pessoas físicas pertencentes à mesma família; governo, quando o acionista último é um ente estatal; outra empresa, quando a empresa faz parte de grupo econômico, e o acionista último é uma empresa comercial/industrial; banco, quando a empresa faz parte de grupo econômico, e o acionista último é uma instituição

financeira; investidor institucional, quando a empresa é controlada por um investidor institucional com propriedade dispersa, tais como fundos de pensão ou fundos de investimento. Nos casos em que o investidor institucional, como um fundo de investimentos, apresentou um acionista controlador, este será considerado o acionista último da empresa.

4.3.3 Indicadores de desempenho empresarial

A eficácia da adoção de práticas de governança corporativa foi medida por sua influência sobre indicadores de desempenho empresarial indicativos da percepção do risco de financiadores externos (no mercado de ações e no mercado de crédito), desempenho operacional e valor de mercado.

A percepção de risco de investidores no mercado de ações foi medida pelo coeficiente beta da empresa (BETA), extraído diretamente da base de dados Com Dinheiro®. A escolha pelo Beta deve-se ao fato de este ser utilizado como *proxy* para o risco sistemático atribuído à empresa (CAZZARI; FÁVERO; TAKAMATSU, 2015) e o componente do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) que explica o custo de capital próprio da empresa (SALMASI; MARTELANC, 2009). Foram considerados os retornos diários da ação mais líquida da empresa i no período t , e como beta de mercado foi utilizado o retorno diário do Ibovespa.

A percepção de risco de investidores no mercado de crédito foi mensurada pelo custo da dívida (KD), extraído diretamente da base de dados Com Dinheiro®. O custo da dívida é calculado pela razão entre as despesas financeiras líquidas de juros sobre o capital próprio da empresa i no período t e o passivo oneroso total (empréstimos, financiamentos e debêntures) no período t , metodologia semelhante a outros estudos realizados no mercado de capitais brasileiro (BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016; NARDI; NAKAO, 2009).

Conforme estudos anteriores (BRANDÃO; COELHO, 2016; BHAGAT; BOLTON, 2008; BRUNO; CLAESSENS, 2010; KLAPPER; LOVE, 2004; MOREY et al., 2009), foi utilizado como indicador de desempenho operacional o retorno sobre ativos (ROA), calculado pela razão entre o lucro antes de juros e tributos da empresa i no período t e o total de ativos em $t-1$. Os dados utilizados para o cálculo do ROA foram extraídos das demonstrações financeiras padronizadas, disponíveis na base de dados Economática® e no *website* da CVM.

Como indicador do valor de mercado foi utilizado o Q de Tobin (Q), aproximado pela razão entre o *entreprise value* e o valor contábil dos ativos da empresa i no período t

(ALDRIGHI; BISINHA, 2010). O *enterprise value* foi extraído diretamente do Economática® e é calculado pela soma do valor de mercado das ações da empresa, da dívida total líquida (empréstimos, financiamentos e debêntures menos caixa e equivalentes de caixa) e da participação de acionistas minoritários. O ativo total foi extraído das demonstrações financeiras padronizadas, disponíveis na base de dados Economática® e no *website* da CVM.

4.3.4 Variáveis de controle

Em todas as estimações foram inseridas as seguintes variáveis de controle: tamanho da empresa (TAM), operacionalizada pelo logaritmo natural do ativo total da empresa i em t ; endividamento total (ENDIV), medido pela razão entre a dívida onerosa total no período t e o ativo total no período $t-1$; crescimento da receita (CRESC), mensurado pela diferença entre receita operacional em t e receita operacional em $t-1$, relativizada pela receita operacional em $t-1$; e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e ano da observação (ANO). As variáveis indicativas do nível de adoção de práticas de governança corporativa (GOV), do tipo de controle acionário (PROP) e do retorno sobre ativos (ROA) também foram incluídas como variável de controle nos modelos em que não foram utilizadas como variável dependente ou variável explicativa de interesse.

Os dados utilizados para calcular as variáveis de controle financeiras (TAM, ENDIV e CRESC) foram extraídos das demonstrações financeiras padronizadas, disponíveis na base de dados Economática® e no *website* da CVM. A classificação setorial (SETOR) foi baseada na nomenclatura da B3 e do Economática®, seguindo Brandão e Crisóstomo (2015) e Crisóstomo e Brandão (2019).

4.4 Teste de hipóteses

As hipóteses de pesquisas, discutidas na seção 3, foram testadas por meio de uma série de estimações. A seguir são apresentados os modelos empíricos utilizados para o teste das quatro hipóteses e os procedimentos estatísticos realizados.

4.4.1 Modelos

A primeira hipótese da pesquisa foi testada pela relação do controle acionário com a adoção de práticas de governança corporativa, conforme modelo expresso pela Equação 1. Uma vez que o nível de adoção de práticas de governança (GOV) é medido com dados do início de cada ano analisado, as variáveis de controle incluídas na Equação 1 são defasadas em um ano (t-1). As variáveis indicativas do tipo de controle acionário (PROP) não são defasadas, pois se referem ao controle acionário da empresa no início do período. A Hipótese 1 não foi rejeitada nas estimações em que o coeficiente β_1 apresentou-se estatisticamente diferente de zero.

$$GOV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PROP_{i,t} + \beta_2 \sum CONTR_{i,t-1} + \varepsilon \quad (1)$$

Na Equação (1):

- *GOV* são índices e subíndices indicativos do nível de adoção de práticas de governança corporativa da empresa *i* no período *t*;
- *PROP* são variáveis referentes ao tipo de controle acionário da empresa *i* no período *t*;
- *CONTR* são variáveis de controle associadas à empresa *i* no período *t-1*;
- ε é o termo de erro.

A segunda hipótese de pesquisa foi testada pela relação da adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial, conforme modelo expresso pela Equação 2. A Hipótese 2 não foi rejeitada nas estimações em que o coeficiente β_1 apresentou-se estatisticamente diferente de zero, sendo: negativo, quando o indicador de desempenho empresarial é o coeficiente beta (BETA) e o custo da dívida (KD); e positivo, quando o indicador de desempenho empresarial é o retorno sobre ativos (ROA) e o Q de Tobin (Q).

$$DESEMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Na Equação (1):

- *DESEMP* são indicadores de desempenho da empresa *i* no período *t*;

- *GOV* são índices e subíndices indicativos do nível de adoção de práticas de governança corporativa da empresa *i* no período *t*;
- *CONTR* são variáveis de controle associadas à empresa *i* no período *t*;
- ε é o termo de erro.

A terceira hipótese de pesquisa foi testada pela relação do tipo de controle acionário e indicadores de desempenho empresarial, conforme modelo expresso pela Equação 3. A Hipótese 3 não foi rejeitada nas estimações em que o coeficiente β_1 apresentou-se estatisticamente diferente de zero.

$$DESEMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PROP_{i,t} + \beta_2 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

Na Equação (3):

- *DESEMP* são indicadores de desempenho da empresa *i* no período *t*;
- *PROP* são variáveis *binárias* indicativas do tipo de controle acionário da empresa *i* no período *t*;
- *CONTR* são variáveis de controle associadas à empresa *i* no período *t*;
- ε é o termo de erro.

A quarta hipótese de pesquisa foi testada por meio do efeito moderador do controle acionário sobre a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial, conforme a Equação 4. A Hipótese 4 não foi rejeitada nas estimações em que o coeficiente β_3 apresentou-se estatisticamente diferente de zero.

$$DESEMP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{i,t} + \beta_2 PROP_{i,t} + \beta_3 [GOV * PROP]_{i,t} + \beta_2 \sum CONTR_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

Na Equação (4):

- *DESEMP* são indicadores de desempenho da empresa *i* no período *t*;
- *GOV* são índices e subíndices indicativos do nível de adoção de práticas de governança corporativa da empresa *i* no período *t*;
- *PROP* são variáveis *binárias* indicativas do tipo de controle acionário da empresa *i* no período *t*;

- $GOV*PROP$ são variáveis interativas do nível de adoção de práticas de governança com o tipo de controle acionário da empresa i no período t ;
- $CONTR$ são variáveis de controle associadas à empresa i no período t ;
- ε é o termo de erro.

4.4.2 Procedimentos estatísticos

As estimações foram processadas por meio de análise de regressão múltipla com utilização da modelagem *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), que corrige problemas de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (WOOLDRIDGE, 2002). Optou-se por uma modelagem de efeitos aleatórios porque as variáveis explicativas de interesse (adoção de práticas de governança corporativa e controle acionário) apresentam baixa variação temporal, tornando os estimadores de efeitos fixos imprecisos (FÁVERO, 2013).

A ausência de multicolinearidade foi testada por meio do fator de inflação da variância ou *Variance Inflation Factor* (VIF) e a ausência de colinearidade entre os pares de variáveis foi testada por meio de análise do coeficiente de correlação de Pearson (CUNHA; COELHO, 2012). Todos os testes, não reportados, indicaram ausência de problemas de multicolinearidade ou colinearidade.

Possíveis problemas com *outliers* das variáveis financeiras (BETA, KD, ROA, Q, TAM, CRESC e ENDIV) foram mitigados através da “*winsorização*”, seguindo a estratégia de trabalhos em Finanças (HIRK; HORNIK; VANA, 2018; LARKIN; NG; ZHU, 2018; SUTHERLAND, 2018). Foram *winsorizados* 5% da amostra em cada variável, sendo 2,5% no percentil superior e 2,5% no percentil inferior.

Para testar a robustez dos resultados a adoção de práticas de governança corporativa foi mensurada por meio de duas estratégias, conforme descrito da seção 4.3.1. Também foram processadas estimações com diferentes conjuntos de variáveis de controle. Para melhor compreensão dos testes de hipóteses foram processadas estimações com os subíndices de adoção de mecanismos específicos de governança corporativa, testes de diferença de média, análise da variância Jonckheere-Terpstra, além da análise da estatística descritiva.

5 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Nesta seção são apresentados e discutidos os resultados da pesquisa empírica empreendida, organizados em três partes: estatística descritiva, teste de hipóteses e síntese e discussão.

5.1 Estatística descritiva

Para a consecução dos objetivos da pesquisa foram construídos três bancos de dados, descritos a seguir: adoção de práticas de governança corporativa, controle acionário e variáveis financeiras.

5.1.1 Adoção de práticas de governança corporativa

Para analisar a adoção de práticas de governança corporativa foi realizada uma pesquisa documental, em que se avaliou por meio de *checklist* o nível de adoção de 41 práticas segregadas em três tipos de mecanismos: proteção aos direitos dos acionistas; monitoramento e incentivo gerencial; e transparência da gestão. Foi analisado o período de 2011 a 2017, como base na primeira versão do formulário de referência, totalizando 1074 observações.

O nível de adoção de cada prática de governança corporativa analisada é mostrado na Tabela 3. No Painel A são mostradas as práticas mensuradas em escala discreta/contínua, e no Painel B as práticas mensuradas em escala nominal (binária).

Entre os mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, as práticas relacionadas aos direitos das ações (ações ordinárias, direito de voto, *tag along*) e o excesso de direito de votos são mais adotadas pelas empresas, com nível médio de adoção superior a 80%. Por outro lado, ainda é pequena a participação de acionistas não controladores no processo de discussão da pauta das assembleias gerais (11,3%) e na indicação de membros do conselho de administração e do conselho fiscal, (inferior a 40%).

Tabela 3 - Estatística descritiva da adoção de práticas de governança corporativa

PAINEL A – PRÁTICAS MENSURADAS EM ESCALA CONTÍNUA/DISCRETA				
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas				
Ações ordinárias	0,333	1,000	0,866	0,241
Direitos de voto	0,500	1,000	0,883	0,195
<i>Tag along</i>	0,000	1,000	0,812	0,345
<i>Free float</i> total	0,000	1,000	0,533	0,252
Excesso de direitos de voto	0,000	1,000	0,844	0,300
Convocação para assembleia geral ordinária	0,333	1,000	0,552	0,153
Indicação por minoritários para o conselho de administração	0,000	1,000	0,331	0,368
Indicação por minoritários/preferencialistas para o conselho fiscal	0,000	1,000	0,260	0,291
Mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial				
Mandato do conselho de administração	0,000	1,000	0,603	0,276
Tamanho do conselho de administração	0,000	1,000	0,786	0,284
Membros externos do conselho de administração	0,333	1,000	0,908	0,108
Membros independentes do conselho de administração	0,000	1,000	0,288	0,215
Participação feminina no conselho de administração	0,000	1,000	0,105	0,184
Mandato da diretoria executiva	0,000	1,000	0,442	0,358
Participação feminina na diretoria executiva	0,000	1,000	0,138	0,230
Instalação do conselho fiscal	0,000	1,000	0,474	0,391
Tempo de contrato da empresa de auditoria independente	0,000	1,000	0,616	0,319
Mecanismos de transparência da gestão				
Parecer da auditoria independente	0,000	1,000	0,987	0,105
PAINEL B – PRÁTICAS MENSURADAS EM ESCALA NOMINAL (BINÁRIA)				
	Presença	Ausência	Percentual de presença	
Mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas				
Discussão da pauta da assembleia geral ordinária	121	953	11,3%	
Mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial				
Remuneração variável do conselho de administração	859	215	80,0%	
Remuneração baseada em ações do conselho de administração	946	128	88,1%	
Avaliação do conselho de administração	437	637	40,7%	
Comitê de auditoria do conselho de administração	483	591	45,0%	
Comitê de remuneração do conselho de administração	491	583	45,7%	
Outros comitês do conselho de administração	522	552	48,6%	
Suplência do conselho de administração	780	294	72,6%	
Dualidade do presidente do conselho de administração	981	93	91,3%	
Remuneração variável da diretoria executiva	895	179	83,3%	
Remuneração baseada em ações da diretoria executiva	558	516	52,0%	
Avaliação da diretoria executiva	1017	57	94,7%	
Serviço da empresa de auditoria independente	565	509	52,6%	
Mecanismos de transparência da gestão				
Política de gestão de riscos	1015	59	94,5%	
Código de conduta	823	251	76,6%	
Política de negociação de valores mobiliários	940	134	87,5%	
Política de divulgação	1042	32	97,0%	
Política de transações com partes relacionadas	1019	55	94,9%	
Arbitragem	835	239	77,7%	
Projeções	401	673	37,3%	
Relatório de sustentabilidade	594	480	55,3%	
Medições não contábeis	1022	52	95,2%	
Pontualidade da divulgação de informações obrigatórias	1067	7	99,3%	

Fonte: Dados da pesquisa

A separação entre diretoria executiva e conselho de administração é o mecanismo de monitoramento mais adotado, medida pela dualidade do presidente do conselho de administração e percentual de membros externos do conselho de administração (que não ocupam cargo na diretoria executiva), ambos com nível de adoção médio superior a 90%. Entre os mecanismos de incentivo gerencial, destaca-se a existência de avaliação e remuneração variável para a diretoria executiva, e a remuneração do conselho de administração, todos com nível de adoção superior a 80%. Em contrapartida, a participação feminina no conselho de administração e na diretoria executiva ainda é diminuta, (10,5% e 13,8%, respectivamente), indicando pouca diversidade na composição destes órgãos.

Mecanismos de transparência da gestão apresentam maior nível de *compliance* entre as empresas. Com relação a práticas relacionadas a conduta e conflitos de interesses, destaca-se a existência e divulgação de políticas de gestão de riscos, divulgação e transações com partes relacionadas, adotadas por mais de 94% das empresas. Quanto à divulgação de informações, destaca-se a pontualidade na divulgação de informações obrigatórias e a conclusão sem ressalvas do parecer de auditoria independente, cujo nível médio de adoção supera 99%, maiores *scores* entre todas as práticas de governança corporativa que compõem o *checklist*. A divulgação de projeções é a prática relacionada a mecanismos de transparência da gestão menos adotada pelas empresas estudadas, sendo adotada por aproximadamente 37% das empresas da amostra.

O índice de adoção de práticas de governança corporativa foi mensurado por meio de duas estratégias: média dos *scores* obtidos por cada empresa/ano nas 41 práticas que compõem o *checklist*; e média dos *scores* obtidos por cada empresa/ano nas dimensões da governança corporativa indicadas por Análise de componentes principais categórica. Também foram calculados subíndices dos três subconjuntos de mecanismos de governança corporativa analisados. Na Tabela 4 é mostrada a estatística descritiva do índice de adoção de práticas de governança corporativa e dos subíndices calculados pela média dos *scores* obtidos por cada empresa/ano nas práticas individuais.

Conforme já mencionado, mecanismos de transparência da gestão são os mais adotados pelas empresas, com média de 83,1%, corroborando análises feitas em estudos anteriores (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; BRANDÃO, 2014; SILVEIRA et al., 2009). Mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e de monitoramento e incentivo gerencial apresentam nível de adoção de 57,7% e 58,7%, respectivamente. O índice de adoção de práticas de governança corporativa baseado nas práticas individuais médio da amostra é de

65%. Esta média é superior à encontrada por estudos recentes: 44% de Silveira et al. (2008), para os anos de 1998, 2000, 2002 e 2004; 59% de Corrêia, Amaral e Louvet (2011), para o período de 1997 a 2006; 60,8% de Black, Carvalho e Sampaio, para os anos de 2004, 2006 e 2009; e 61,1% de Brandão e Crisóstomo (2015), para o período de 2010 a 2013.

Tabela 4 – Estatística descritiva do nível de adoção de práticas de governança corporativa baseados nas práticas individuais

Nível de adoção de práticas de governança corporativa	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Subíndice de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas	0,236	0,989	0,577	0,134
Subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial	0,339	0,825	0,587	0,095
Subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão	0,273	1,000	0,831	0,124
Índice de adoção de práticas de governança corporativa	0,378	0,862	0,650	0,082

Fonte: Dados da pesquisa

A segunda estratégia utilizada para mensurar o nível de adoção de práticas de governança corporativa foi pela utilização de análise de componentes principais categórica. Esta análise foi processada considerando o conjunto das 41 práticas de governança corporativa, sem segmentar por tipo de mecanismo. A amostra foi considerada adequada à análise de componentes principais, observando-se os critérios indicados por Hair Jr. et al (2005): algumas correlações elevadas entre as práticas de governança; mensuração da adequação da amostra de Kaiser-Meyer-Olkin de 0,706; teste de esfericidade de Bartlett significativa a nível de 1% (Qui-Quadrado de 11.543,046 para 820 graus de liberdade); e matriz de anti-imagem com valores de mensuração de adequação da amostra superiores a 0,500 para todas as variáveis.

Para a identificação do número de componentes a serem extraídos foi utilizado o critério da raiz latente, sendo aceitos componentes com autovalor superior a 1. Foram identificados 15 componentes que explicam 63,84% da variância dos dados da amostra. Na Tabela 5 é apresentada a matriz fatorial da solução rotacionada varimax de cada prática de governança para os 15 componentes extraídos. Para a interpretação e a composição de cada dimensão da governança foram consideradas as práticas com significância prática em cada componente principal, destacadas em negrito.

Tabela 5 – Matriz padrão das cargas fatoriais

Práticas de governança corporativa	COMPONENTES PRINCIPAIS														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Ações ordinárias	0,89	0,02	0,04	-0,10	-0,05	0,02	-0,07	-0,09	-0,06	0,02	-0,06	-0,08	0,05	-0,07	0,08
Direitos de voto	0,88	0,02	0,05	-0,09	0,04	0,02	-0,06	-0,04	-0,07	0,05	-0,13	-0,05	0,01	0,04	0,03
Excesso de direitos de voto	0,85	-0,03	0,13	-0,09	-0,05	-0,03	-0,07	0,03	0,04	0,04	-0,05	-0,06	0,08	-0,07	0,01
Arbitragem	0,77	0,07	0,04	0,04	0,26	0,09	-0,03	0,00	0,09	0,04	0,01	0,20	-0,09	0,00	0,00
Tag along	0,54	0,02	0,01	-0,02	0,25	0,05	0,06	0,23	0,15	0,16	0,10	0,18	-0,12	0,10	0,08
Comitê de remuneração do conselho de administração	0,05	0,79	0,20	0,04	0,04	0,06	0,01	0,04	-0,07	0,14	0,03	-0,01	0,04	-0,10	0,02
Comitê de auditoria do conselho de administração	0,06	0,78	0,04	-0,13	0,03	0,06	0,04	-0,01	-0,07	-0,03	0,00	0,06	-0,04	-0,07	-0,09
Outros comitês do conselho de administração	-0,03	0,70	-0,01	0,21	0,07	0,02	0,06	0,21	0,05	0,09	0,05	0,04	-0,01	0,02	-0,03
Indicação por minoritários para o conselho de administração	0,16	0,11	0,86	0,05	-0,04	0,03	-0,08	-0,11	-0,04	0,00	0,03	0,05	-0,01	-0,04	-0,03
Free float total	0,06	0,09	0,84	0,07	0,02	0,03	0,01	0,05	0,08	0,12	-0,01	-0,02	0,08	0,02	0,03
Membros independentes do conselho de administração	<i>0,43</i>	0,10	<i>0,45</i>	-0,03	0,30	-0,01	0,12	0,09	0,03	0,06	0,09	-0,05	-0,08	0,17	0,09
Instalação do conselho fiscal	-0,27	-0,06	-0,02	0,74	-0,02	0,00	0,08	0,24	-0,05	-0,09	0,11	-0,05	-0,02	-0,02	-0,11
Indicação por minoritários/preferencialistas para o conselho fiscal	-0,10	-0,04	0,45	0,67	0,01	-0,07	0,08	0,13	0,00	-0,01	0,00	0,01	-0,07	0,09	-0,05
Membros externos do conselho de administração	0,07	<i>0,36</i>	0,04	0,56	0,08	0,11	-0,07	-0,26	-0,03	0,06	-0,10	-0,07	-0,03	0,00	0,29
Dualidade do presidente do conselho de administração	-0,02	0,11	-0,05	0,53	<i>0,36</i>	0,10	0,01	-0,29	-0,17	-0,08	-0,02	0,11	-0,09	-0,12	0,17
Política de negociação de valores mobiliários	0,11	0,08	0,02	0,07	0,75	0,03	-0,01	0,16	0,06	-0,04	0,02	0,11	0,11	0,05	0,03
Código de conduta	0,20	0,11	-0,01	0,13	0,68	0,04	0,01	0,12	0,21	0,06	-0,03	0,07	0,04	0,19	0,05
Participação feminina na diretoria executiva	-0,02	-0,15	0,12	-0,22	<i>0,44</i>	-0,05	-0,08	-0,12	-0,14	0,25	0,06	-0,20	0,02	-0,33	-0,16
Remuneração variável da diretoria executiva	0,06	0,04	0,02	0,03	-0,02	0,79	0,02	0,07	-0,05	0,09	-0,02	0,15	0,11	-0,06	-0,06
Avaliação da diretoria executiva	0,06	0,11	0,04	-0,03	0,09	0,77	0,22	0,11	-0,11	0,01	0,00	0,04	-0,13	0,05	0,12
Suplência do conselho de administração	0,06	-0,04	0,06	-0,35	-0,01	<i>-0,43</i>	<i>0,33</i>	0,04	-0,19	-0,09	-0,33	0,12	-0,16	0,11	0,10
Remuneração variável do conselho de administração	0,15	0,11	0,03	-0,08	-0,01	-0,07	-0,79	0,05	-0,02	-0,08	0,06	-0,09	-0,01	0,08	0,14
Avaliação do conselho de administração	-0,03	0,25	0,00	0,00	-0,01	0,13	0,72	-0,03	0,16	0,00	0,07	-0,11	0,04	0,01	0,09
Medições não contábeis	0,10	0,02	0,01	-0,08	0,24	0,04	-0,13	0,64	-0,19	0,00	-0,07	-0,12	-0,07	-0,16	0,09
Política de gestão de riscos	0,01	0,11	0,03	0,07	0,05	0,10	-0,03	0,63	-0,01	0,00	-0,07	0,18	0,09	0,01	-0,02
Relatório de sustentabilidade	-0,17	0,23	-0,16	0,15	0,05	0,27	0,14	<i>0,42</i>	-0,02	-0,03	0,28	-0,15	-0,05	-0,06	0,01
Mandato da diretoria executiva	-0,03	-0,08	0,01	-0,05	0,04	0,00	0,04	-0,13	0,74	0,13	-0,02	0,00	0,03	0,06	0,13
Mandato do conselho de administração	0,13	0,02	0,02	-0,03	0,12	-0,17	0,15	0,01	0,70	-0,11	0,03	-0,06	0,01	-0,13	-0,19
Projeções	0,09	0,12	-0,24	0,09	-0,10	-0,20	0,28	0,02	<i>-0,36</i>	0,09	0,21	0,07	0,28	0,05	-0,12

Continua

Conclusão

Tabela 5 – Matriz padrão das cargas fatoriais

Práticas de governança corporativa	COMPONENTES PRINCIPAIS														
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Remuneração baseada em ações da diretoria executiva	0,11	0,19	0,12	-0,02	0,11	0,16	-0,09	0,03	-0,09	0,76	0,02	0,02	0,02	0,06	0,09
Remuneração baseada em ações do conselho de administração	-0,11	-0,02	-0,02	0,04	0,06	0,02	-0,16	0,02	-0,12	-0,75	0,05	-0,03	0,12	0,03	0,02
Convocação para assembleia geral ordinária	-0,05	0,02	0,08	0,06	0,02	0,10	-0,02	-0,02	-0,05	-0,09	0,81	-0,07	-0,04	0,06	0,12
Participação feminina no conselho de administração	-0,15	0,04	-0,07	-0,08	-0,01	-0,29	0,03	-0,11	0,02	0,12	<i>0,49</i>	0,21	0,05	-0,14	-0,18
Parecer da auditoria independente	0,00	0,04	-0,05	0,07	-0,06	0,11	-0,11	0,06	-0,08	0,09	-0,02	0,76	0,05	-0,01	-0,01
Divulgação de informações obrigatórias	0,03	0,01	0,07	-0,11	0,21	0,02	0,12	0,01	0,02	-0,06	0,02	0,52	-0,05	-0,09	0,04
Política de divulgação	-0,03	-0,06	0,07	-0,15	0,28	0,04	0,02	-0,05	0,01	-0,17	0,02	-0,01	0,69	0,07	0,06
Política de transações com partes relacionadas	-0,07	0,18	-0,02	0,03	-0,17	-0,10	0,12	<i>0,36</i>	0,08	0,03	-0,01	0,09	0,52	0,06	0,25
Discussão da pauta da assembleia geral ordinária	-0,26	0,23	0,03	-0,03	0,03	-0,15	0,20	0,04	0,12	-0,04	0,24	0,11	<i>-0,44</i>	0,15	<i>0,35</i>
Tempo de contrato da empresa de auditoria independente	-0,01	-0,03	-0,05	0,07	0,07	0,00	0,01	-0,02	-0,08	0,09	0,11	-0,05	0,10	0,71	-0,24
Serviço da empresa de auditoria independente	-0,02	-0,19	0,14	-0,16	0,11	-0,05	-0,10	-0,13	0,02	-0,07	-0,18	-0,11	-0,06	0,55	0,10
Tamanho do conselho de administração	0,17	-0,14	0,01	0,03	0,06	0,04	-0,07	0,05	-0,01	0,06	0,03	0,01	0,10	-0,15	0,74

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que sete práticas não apresentaram carga fatorial com significância prática em nenhum dos componentes principais (Tabela 5), sendo excluídas da composição do índice e dos subíndices de adoção de práticas de governança baseados na análise de componentes principais categórica. Nenhuma prática apresentou carga fatorial maior que 0,5 em dois ou mais componentes principais. Ressalte-se o sinal negativo e superior a 0,5 das cargas fatoriais das práticas relacionadas à remuneração do conselho de administração (nos componentes 7 e 10). Por este motivo, conforme explanado no item 4.3.1, foi realizada inversão de *scores* (HAIR JR. et al., 2004).

Na Tabela 6 é mostrada a estatística descritiva das 15 dimensões resultantes da análise de componentes principais categórica, bem como a nomenclatura e a categorização destas dimensões por tipo de mecanismo de governança corporativa. A mensuração da adoção de cada dimensão por meio de escalas múltiplas, opção deste trabalho, permite sua utilização em estudos posteriores. Coeficientes de correlação de Pearson entre as escalas múltiplas e os *scores* fatoriais de cada dimensão, cujos resultados não foram reportados, indicam correlação forte e positiva (acima de 0,8).

Tabela 6 – Estatística descritiva das dimensões da governança corporativa

Dimensões da governança corporativa	Área	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
1. Direitos dos acionistas	DIRSOC	0,171	1,000	0,837	0,241
2. Comitês de assessoramento do conselho de administração	MONIT	0,000	1,000	0,468	0,401
3. Participação de acionistas minoritários	DIRSOC	0,000	1,000	0,432	0,284
4. Conselho fiscal e externos ao conselho de administração	MONIT	0,125	1,000	0,639	0,191
5. Gerenciamento de conflitos de interesse 1	TRANSP	0,000	1,000	0,821	0,329
6. Avaliação da diretoria executiva	MONIT	0,000	1,000	0,890	0,264
7. Avaliação do conselho de administração	MONIT	0,000	1,000	0,304	0,375
8. Informações voluntárias	TRANSP	0,000	1,000	0,948	0,174
9. Mandato dos administradores	MONIT	0,000	1,000	0,523	0,259
10. Remuneração baseada em ações	MONIT	0,000	1,000	0,319	0,341
11. Convocação para assembleia geral ordinária	DIRSOC	0,333	1,000	0,552	0,153
12. Informação contábil	TRANSP	0,000	1,000	0,990	0,069
13. Gerenciamento de conflitos de interesse 2	TRANSP	0,000	1,000	0,959	0,145
14. Auditoria independente	MONIT	0,000	1,000	0,571	0,311
15. Tamanho do conselho de administração	MONIT	0,000	1,000	0,786	0,284

Áreas da governança: mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC); mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (MONIT); e mecanismos de transparência da gestão (TRANS).

Fonte: Dados da pesquisa

A principal dimensão da adoção de práticas de governança corporativa está relacionada a “Direitos dos acionistas” (dimensão 1), e foi categorizada entre os mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas. Outras dimensões que foram categorizadas como mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas foram “Participação de acionistas

minoritários” (dimensão 3) e “Convocação para assembleia geral ordinária” (dimensão 11). Observa-se que a dimensão “Direitos dos acionistas” apresenta maior nível de adoção entre as três dimensões (83,7%), e que as práticas que compõem esta dimensão (Tabela 5) coincidem com as exigências para a participação nos segmentos especiais de listagem da B3, mais especificamente no segmento Novo Mercado. Isto mostra a importância desta iniciativa do mercado de capitais para a promoção da governança corporativa no Brasil.

Mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial incluem oito das 15 dimensões: Comitês de assessoramento do conselho de administração (dimensão 2), Conselho fiscal e externos ao conselho de administração (dimensão 4), Avaliação da diretoria executiva (dimensão 6), Avaliação do conselho de administração (dimensão 7), Mandato dos administradores (dimensão 9), Remuneração baseada em ações (dimensão 10), Auditoria independente (dimensão 14) e Tamanho do conselho de administração (dimensão 15). Dentre estas dimensões, a “avaliação da diretoria executiva” apresenta maior nível de aderência pelas empresas, com nível de adoção médio de 89%. Em contrapartida, “avaliação do conselho de administração” e “remuneração baseada em ações” são as dimensões com menor adesão, com adoção média de 30,4% e 31,9%, respectivamente.

Práticas relacionadas a mecanismos de transparência da gestão foram agrupadas em quatro dimensões: duas relacionadas a gerenciamento de conflito de interesses (dimensões 5 e 13); e duas relacionadas com divulgação de informações, voluntárias (dimensão 8) e contábil (dimensão 12). Todas as dimensões relacionadas a mecanismos de transparência da gestão têm alto nível de adoção pelas empresas, inclusive com as únicas três dimensões com nível de adoção média superior a 90%, confirmando que mecanismos de transparência da gestão são os mais adotados pelas empresas brasileiras.

A partir dos *scores* obtidos por cada empresa/ano nas quinze dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica, foram calculados um índice geral de adoção de práticas de governança corporativa e os subíndices de cada tipo de mecanismo. Na Tabela 7 é mostrada a estatística descritiva destes índices. As médias dos subíndices são de 60,7%, 56,2% e 93%, respectivamente para adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial e transparência da gestão. O Índice de adoção de práticas de governança corporativa baseado nas dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica médio é de 66,1%.

Tabela 7 – Estatística descritiva do nível de adoção de práticas de governança corporativa baseado nas dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica

Nível de adoção de práticas de governança corporativa	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Subíndice de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas	0,308	1,000	0,607	0,145
Subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial	0,213	0,840	0,562	0,119
Subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão	0,250	1,000	0,930	0,116
Índice de adoção de práticas de governança corporativa	0,354	0,944	0,661	0,091

Fonte: Dados da pesquisa

Testes de diferenças de médias em pares, cujos resultados não foram reportados, indicam diferenças estatisticamente significantes quando comparados os índices baseadas nas práticas individuais (Tabela 4) com os índices baseados nas dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica (Tabela 7). O índice de adoção de práticas de governança corporativa é maior quando calculado a partir das dimensões indicadas pela análise de componentes principais categórica, assim como os subíndices referentes a mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e de transparência da gestão. O subíndice referente a mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial, por sua vez, é maior quando calculado a partir das práticas individuais. O coeficiente de correlação de Pearson (Tabela 13) indica correlação forte e positiva entre os índices calculados a partir das duas estratégias.

Uma análise temporal, também não reportada, revela que o nível de adoção das práticas de governança cresceu durante o período analisado, sendo significativo estatisticamente segundo o resultado de teste de Jonckheere-Terpstra. O índice de adoção de práticas de governança corporativa, quando mensurado a partir das práticas individuais, cresceu de 59,8% em 2011 para 67,6% em 2017. Já quando o índice foi mensurado por meio das dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica, o crescimento médio foi de 60,1% em 2011 para 69,2% em 2017. Estes achados, em conjunto com estudos realizados em períodos anteriores, indicam uma crescente adoção das práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras nas últimas duas décadas (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; BRANDÃO, 2014; CRISÓSTOMO; GIRÃO, 2019; SILVEIRA et al., 2009). Dentre os subíndices, apenas o subíndice de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas não teve crescimento estatisticamente significativo no período analisado.

5.1.2 Controle acionário

Por meio de análise de conteúdo, o tipo de controle acionário foi categorizado em disperso, compartilhado e majoritário, conforme descrito no item 4.3.2, para o período de 2010 a 2017, totalizando 1234 observações. Na Tabela 8 são apresentados o número e a proporção de empresas que foram categorizadas em cada tipo de controle acionário.

Tabela 8 – Tipo de controle acionário

Tipo de controle acionário	Observações	%
Disperso	226	18,3
Compartilhado	308	25,0
Majoritário	700	56,7
Total	1234	100,0

Fonte: Dados da pesquisa

A maior parte das empresas apresenta apenas um acionista controlador – aproximadamente 57%. Acordos de acionistas controlam 25% da amostra, enquanto 18% não têm acionista controlador. Comparando com estudos realizados em períodos anteriores a 2010, observa-se nos últimos anos aumento na proporção de empresas com controle compartilhado e com controle disperso (ALDRIGUI, 2014; PEIXOTO; BUCCINI, 2013), indicando contínuo processo de dispersão do capital das empresas brasileiras. Considerando as 160 empresas da amostra, 40 apresentavam controle disperso em ao menos um ano, enquanto 51 empresas tiveram controle compartilhado e outras 101 tiveram controle majoritário.

Houve 35 alterações no tipo de controle acionário durante o período analisado, conforme mostrado na Tabela 9, o que representa 2,8% da amostra. Embora pouco representativas, estas alterações mostram o aumento do número de empresas com controle disperso, e uma redução das empresas com controle compartilhado, não percebida em pesquisas anteriores. Quanto ao controle majoritário, embora 14 empresas tenham passado a outros tipos de controle acionário, outras 12 empresas passaram a ter um único acionista controlador.

Uma análise temporal confirma a tendência do aumento de empresas com controle disperso e redução das empresas com controle compartilhado nos últimos anos: o percentual de empresas com controle compartilhado regrediu de 27,3% em 2010 para 24,5% em 2017; já o percentual de empresas com controle disperso aumentou de 16,8% para 19,9% no mesmo período. Não houve alterações significativas no percentual de empresas com controle majoritário, mantendo-se proporções semelhantes durante o período analisado.

Tabela 9 – Alteração do tipo de controle acionário

Novo controle acionário	Controle acionário anterior			Total
	Disperso	Compartilhado	Majoritário	
Disperso	-	7	9	16
Compartilhado	2	-	5	7
Majoritário	4	8	-	12
Total	6	15	14	35

Fonte: Dados da pesquisa

A identidade dos acionistas controladores das empresas com controle compartilhado e majoritário é apresentada na Tabela 10. Corroborando com estudos anteriores, famílias e pessoas físicas continuam como acionista controlador na maior parte das empresas, seguido por grupos empresariais (ALDRIGHI, 2014; ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2007; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; PEIXOTO; BUCCINI, 2013), seja individualmente, seja em acordo com outros acionistas.

Tabela 10 – Identidade dos acionistas controladores

Identidade do acionista controlador	Tipo de controle acionário					
	Compartilhado*		Majoritário		Total	
	Observações	%	Observações	%	Observações	%
Família / pessoa física	216	70,1	458	65,4	674	66,9
Empresa	112	36,4	145	20,7	257	25,5
Governo	31	10,1	79	11,3	110	10,9
Instituição financeira	37	12,0	6	0,9	43	4,3
Investidor institucional	84	27,3	12	1,7	96	9,5
Total	308	100,0	700	100,0	1008	100,0

* Entre as empresas com controle compartilhado há empresas que apresentam acionistas controladores com identidades diferentes, motivo pelo qual o número total de observações/% não coincide com a soma do número de observações/% de cada categoria de identidade do acionista controlador.

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se também na Tabela 10 que instituições financeiras e, principalmente investidores institucionais, estão mais presentes na composição de grupo de controle com outros acionistas do que na posição de acionista controlador majoritário. A presença no bloco de controle pode favorecer o ativismo de investidores institucionais, contribuindo para a melhora da qualidade da governança corporativa da empresa investida (BAINBRIDGE, 2005; MACÊDO; MOURA; HEIN, 2013).

A concentração acionária também apresenta associação com o tipo de controle acionário, como é observado na Tabela 11. Foram comparados três aspectos da concentração acionária, considerando os três maiores acionistas: direitos de voto (percentual de ações

ordinárias), direitos de fluxo de caixa (percentual do total de ações) e excesso de direitos de voto (diferença entre percentual de ações ordinárias e percentual de ações totais).

Tabela 11 – Concentração acionária dos três maiores acionistas por tipo de controle acionário

PAINEL A – MÉDIAS				
Direito dos acionistas	Tipo de controle acionário			
	Disperso	Compartilhado	Majoritário	Total
Voto	0,347	0,574	0,694	0,600
Fluxo de caixa	0,346	0,539	0,591	0,533
Excesso de voto	0,002	0,035	0,103	0,067
Observações	226	308	700	1234
Empresas	40	51	101	160

PAINEL B – TESTES ESTATÍSTICOS					
Direito dos acionistas	Análise da variância (F)	Jonckheere-Terpstra (J-T)	Diferença de médias (Teste t)		
			Disperso x compartilhado	Disperso x majoritário	Compartilhado x majoritário
Voto	304,675 ***	19,395 ***	-15,386 ***	-28,221 ***	-9,127 ***
Fluxo de caixa	177,125 ***	14,792 ***	-13,719 ***	-20,774 ***	-4,366 ***
Excesso de voto	61,404 ***	10,632 ***	-6,283 ***	-15,966 ***	-8,261 ***

Análise da variância: diferença na variância dos direitos dos acionistas (voto, fluxo de caixa e excesso de voto) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

Teste de Jonckheere-Terpstra: correlação entre direitos dos acionistas (voto, fluxo de caixa e excesso de voto) e concentração de controle acionário (considerando o controle disperso o menos concentrado e o controle majoritário o mais concentrado).

Testes de diferença de médias: diferença de médias em pares dos direitos dos acionistas (voto, fluxo de caixa e excesso de voto) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

*** Significância estatística a nível de 0,01%.

Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se no Painel A (Tabela 11) que a concentração acionária é menor nas empresas sem acionista controlador. Quando há acionista controlador, empresas com controle compartilhado apresentam menor concentração acionária do que empresas com controle majoritário. A análise temporal, não reportada, indica aumento da concentração de direitos de voto e de direitos de fluxo de caixa nas empresas com controle disperso. Não se observou variação estatisticamente significativa nos aspectos analisados da concentração acionária de empresas com controle compartilhado e majoritário ao longo do período analisado.

No Painel B (Tabela 11) são apresentados os resultados dos testes em que se verifica a significância estatística das diferenças da concentração acionária quando considerado o tipo de controle acionário. A análise da variância indica que há diferenças entre os três tipos de controle acionário, enquanto os testes de Jonckheere-Terpstra e de diferença de médias corroboram a ideia de que há uma associação entre o tipo de controle acionário e a concentração acionária: os níveis de concentração acionária são mais baixos quando não há acionistas

controladores, aumentam quando há controle compartilhado e são mais elevados quando apenas um acionista ou grupo de acionistas detém o controle acionário da empresa.

Os achados apresentados na Tabela 11 corroboram o argumento de que nas empresas com controle disperso o conflito de agência do tipo agente-principal é potencializado pela baixa concentração acionária, que reduz o poder e o incentivo dos principais acionistas em monitorar os gestores (DESENDER et al., 2013). Nas empresas com acionista controlador a probabilidade de conflito de agência do tipo principal-principal é maior, dada a maior concentração de direitos de voto e maior excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa (CUETO, 2013; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007). Comparando empresas com controle compartilhado e majoritário, a concentração de direitos de voto e o excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa das empresas com controle compartilhado são menores, indicando que a capacidade e o incentivo dos acionistas que compõem o grupo de controle para expropriar a riqueza de minoritários também são inferiores.

5.1.3 Indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas

A estatística descritiva dos indicadores de desempenho empresarial (Painel A) e das variáveis de controle métricas utilizadas na pesquisa (Painel B) é mostrada na Tabela 12. Pelo fato de nem todas as empresas apresentarem todos os dados necessários à mensuração destas variáveis durante o período analisado (2010 a 2017), algumas variáveis não foram calculadas para todas as observações da amostra. Observou-se também que custo da dívida, o retorno sobre ativos e o crescimento da receita são as variáveis com maior variabilidade na amostra, com coeficiente de variação superior a uma unidade.

Tabela 12 – Estatística descritiva de indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas

PAINEL A – Indicadores de desempenho empresarial					
Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Coeficiente beta	1134	0,080	1,495	0,642	0,346
Custo da dívida	1173	0,018	1,049	0,209	0,204
Retorno sobre ativos	1234	-0,120	0,333	0,085	0,090
Q de Tobin	1225	0,308	4,110	1,192	0,851
PAINEL B – Variáveis de controle métricas					
Variáveis	Observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio padrão
Crescimento da receita	1234	-0,391	0,922	0,117	0,246
Endividamento	1234	0,000	0,648	0,298	0,169
Tamanho	1234	12,740	18,438	15,457	1,366

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 13 – Matriz de correlação entre as variáveis métricas

	BETA	KD	ROA	Q	CRESC	ENDIV	TAM	IAPGC_P	DIRSOC_P	MONIT_P	TRANSP_P	IAPGC_D	DIRSOC_D	MONIT_D	TRANSP_D	
KD	-0,09***															
ROA	-0,21***	0,01														
Q	-0,17***	0,08***	0,62***													
CRESC	-0,09***	-0,04	0,28***	0,18***												
ENDIV	0,13***	-0,39***	-0,15***	-0,19***	-0,01											
TAM	0,35***	-0,26***	0,01	-0,16***	0,01	0,26***										
IAPGC_P	0,14***	-0,07**	0,01	0,11***	-0,07**	0,13***	0,14***									
DIRSOC_P	0,01	0,08**	-0,08***	0,09***	-0,04	0,01	-0,20***	0,62***								
MONIT_P	0,16***	-0,05	0,04	0,13***	-0,01	0,08***	0,17***	0,84***	0,29***							
TRANSP_P	0,09***	-0,16***	0,04	-0,01	-0,12***	0,18***	0,29***	0,70***	0,24***	0,36***						
IAPGC_D	0,16***	-0,07**	0,02	0,10***	-0,06**	0,09***	0,19***	0,87***	0,54***	0,75***	0,58***					
DIRSOC_D	0,02	0,05	-0,06*	0,09***	-0,04	-0,02	-0,17***	0,57***	0,90***	0,26***	0,24***	0,54***				
MONIT_D	0,15***	-0,07**	0,06**	0,13***	0,01	0,07**	0,21***	0,68***	0,25***	0,80***	0,30***	0,84***	0,21***			
TRANSP_D	0,09***	-0,12***	-0,02	-0,08**	-0,18***	0,13***	0,17***	0,58***	0,20***	0,30***	0,82***	0,58***	0,19***	0,24***		

Correlação r de Pearson

Variáveis: coeficiente beta (BETA); custo da dívida (KD); retorno sobre ativos (ROA); Q de Tobin (Q); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); índice de adoção de práticas de governança, considerando as práticas individuais (IAPGC_P) e as dimensões (IAPGC_D); subíndice de adoção de mecanismos de direitos dos acionistas, considerando as práticas individuais (DIRSOC_P) e as dimensões (DIRSOC_D); subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial, considerando as práticas individuais (MONIT_P) e as dimensões (MONIT_D); e subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão, considerando as práticas individuais (TRANSP_P) e as dimensões (TRANSP_D).

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa

Quando analisada a correlação entre as variáveis métricas (Tabela 13), observa-se que apenas há alta correlação entre o retorno sobre ativos e o Q de Tobin, de 0,62. Também não foram identificadas correlações elevadas de indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle com as variáveis indicativas do nível de adoção de práticas de governança corporativa, o que indica a não existência de problemas de colinearidade entre as variáveis.

5.2 Testes de hipóteses

As hipóteses de pesquisa, discutidas na seção 3, foram testadas por meio de uma série de testes estatísticos, conforme apresentado na seção 4.4. A seguir são apresentados os principais resultados dos testes estatísticos processados para cada hipótese de pesquisa.

5.2.1 Controle acionário e adoção das práticas de governança corporativa

A primeira hipótese de pesquisa versa sobre a relação do controle acionário com a adoção de práticas de governança corporativa, com o argumento de que o tipo de controle acionário da empresa afeta o nível de adoção de práticas de governança corporativa. Inicialmente, foram analisados resultados relativos à estatística descritiva, e processados testes de análise da variância, Jonckheere-Terpstra e diferença de médias. Na Tabela 14 são mostrados os resultados para os índices e subíndices da adoção de práticas de governança corporativa, e na Tabela 15 para as dimensões da governança corporativa.

O índice de adoção de práticas de governança corporativa e os subíndices relativos à adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e monitoramento e incentivo estão negativamente associados com a concentração de controle acionário (Tabela 14): são maiores quando não há acionista controlador, diminuem quando há controle compartilhado e são menores quando há apenas um acionista controlador. A adoção de mecanismos de transparência da gestão é menor entre as empresas com controle majoritário, mas não foram encontradas diferenças estatisticamente significantes quando comparadas empresas com controle disperso e com controle compartilhado.

Destaca-se a grande diferença no nível de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas de empresas com controle disperso em relação aos demais. Esta diferença é consequência da pouca participação de acionistas minoritários nas empresas em que há acionista controlador (Tabela 15).

Tabela 14 – Adoção de práticas de governança corporativa por tipo de controle

PAINEL A - MÉDIAS				
Adoção de práticas de governança corporativa	Tipo de controle acionário			
	Disperso	Compartilhado	Majoritário	Total
IAPGC_P	0,714	0,653	0,628	0,650
DIRSOC_P	0,761	0,557	0,525	0,577
MONIT_P	0,630	0,587	0,572	0,587
TRANSP_P	0,838	0,857	0,818	0,831
IAPGC_D	0,732	0,667	0,634	0,661
DIRSOC_D	0,818	0,589	0,544	0,607
MONIT_D	0,607	0,577	0,542	0,562
TRANSP_D	0,945	0,949	0,917	0,930
Observações	202	263	609	1074
Empresas	40	49	101	160

PAINEL B - TESTES ESTATÍSTICOS					
Adoção de práticas de governança corporativa	Análise da variância (F)	Jonckheere-Terpstra (J-T)	Diferença de médias (T)		
			Disperso x compartilhado	Disperso x majoritário	Compartilhado x majoritário
IAPGC_P	100,414 ***	-11,415 ***	9,416 ***	13,708 ***	4,784 ***
DIRSOC_P	430,586 ***	-17,700 ***	23,565 ***	27,863 ***	4,813 ***
MONIT_P	29,158 ***	-6,887 ***	5,124 ***	7,467 ***	2,214 **
TRANSP_P	9,915 ***	-2,775 ***	-1,839 *	2,027 **	4,224 ***
IAPGC_D	105,856 ***	-12,291 ***	9,068 ***	14,097 ***	5,593 ***
DIRSOC_D	560,580 ***	-20,030 ***	27,946 ***	39,056 ***	6,057 ***
MONIT_D	26,709 ***	-6,985 ***	2,800 ***	6,799 ***	4,168 ***
TRANSP_D	9,310 ***	-4,084 ***	-0,428	3,298 ***	3,941 ***

Variáveis: índice de adoção de práticas de governança, considerando as práticas individuais (IAPGC_P) e as dimensões (IAPGC_D); subíndice de adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas, considerando as práticas individuais (DIRSOC_P) e as dimensões (DIRSOC_D); subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial, considerando as práticas individuais (MONIT_P) e as dimensões (MONIT_D); e subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão, considerando as práticas individuais (TRANSP_P) e as dimensões (TRANSP_D).

Análise da variância: diferença na variância dos níveis de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P, DIRSOC_P, MONIT_P, TRANSP_P, IAPGC_D, DIRSOC_D, MONIT_D e TRANSP_D) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

Teste de Jonckheere-Terpstra: correlação entre níveis de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P, DIRSOC_P, MONIT_P, TRANSP_P, IAPGC_D, DIRSOC_D, MONIT_D e TRANSP_D) e concentração de controle acionário (considerando o controle disperso o menos concentrado e o controle majoritário o mais concentrado).

Testes de diferença de médias: diferença de médias em pares dos níveis de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P, DIRSOC_P, MONIT_P, TRANSP_P, IAPGC_D, DIRSOC_D, MONIT_D e TRANSP_D) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

*** Significância estatística a nível de 0,01%.

*, ** e *** indicam significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 15 – Dimensões da governança corporativa por tipo de controle

Dimensões da governança corporativa	PAINEL A – MÉDIAS			PAINEL B – TESTES ESTATÍSTICOS				
	Tipo de controle acionário			Análise da variância (F)	Jonckheere-Terpstra (J-T)	Teste de diferença de médias (T)		
	DISP	COMP	MAJOR			DISP x COMP	DISP x MAJOR	COMP x MAJOR
Proteção aos direitos dos acionistas								
1. Direitos dos acionistas	0,964	0,891	0,771	64,933 ***	-10,518 ***	5,231 ***	14,949 ***	7,479 ***
3. Participação de acionistas minoritários	0,921	0,313	0,321	1165,100 ***	-15,270 ***	43,666 ***	54,797 ***	-0,663
11. Convocação para assembleia geral ordinária	0,569	0,563	0,541	3,423 **	-3,213 ***	0,421	2,127 **	1,826 *
Monitoramento e incentivo gerencial								
2. Comitês de assessoramento do conselho de administração	0,601	0,487	0,417	16,839 ***	-5,422 ***	3,039 ***	5,777 ***	2,410 **
4. Conselho fiscal e externos ao conselho de administração	0,692	0,624	0,628	9,724 ***	-3,524 ***	3,471 ***	3,675 ***	-0,251
6. Avaliação da diretoria executiva	0,918	0,951	0,855	13,906 ***	-4,461 ***	-1,671 *	3,225 ***	5,792 ***
7. Avaliação do conselho de administração	0,252	0,295	0,324	2,896 *	1,878 *	-1,302	-2,484 **	-1,106
9. Mandato dos administradores	0,527	0,505	0,529	0,830	0,184	1,117	-0,081	-1,334
10. Remuneração baseada em ações	0,441	0,401	0,243	37,963 ***	-8,614 ***	1,240	7,587 ***	6,452 ***
14. Auditoria independente	0,590	0,519	0,588	4,936 ***	1,190	2,385 **	0,077	-2,990 ***
15. Tamanho do conselho de administração	0,832	0,837	0,750	11,994 ***	-4,675 ***	-0,197	3,737 ***	4,324 ***
Transparência da gestão								
5. Gerenciamento de conflitos de interesse 1	0,879	0,856	0,787	7,992 ***	-3,878 ***	0,857	3,866 ***	2,933 ***
8. Informações voluntárias	0,953	0,968	0,938	2,702 *	-1,491	-1,066	1,088	2,539 **
12. Informação contábil	0,994	1,000	0,985	4,784 ***	-2,667 ***	-1,674 *	1,767 *	4,334 ***
13. Gerenciamento de conflitos de interesse 2	0,953	0,971	0,956	1,239	-0,296	-1,432	-0,291	1,481

Tipo de controle acionário: disperso (DISP), compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR).

Análise da variância: diferença na variância dos níveis de adoção de dimensões de governança corporativa entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

Teste de Jonckheere-Terpstra: correlação entre níveis de adoção de dimensões de governança corporativa e concentração de controle acionário (considerando o controle disperso o menos concentrado e o controle majoritário o mais concentrado).

Testes de diferença de médias: diferença de médias em pares dos níveis de adoção de dimensões de governança corporativa entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

*** Significância estatística a nível de 0,01%.

*, ** e *** indicam significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa

As hipóteses foram testadas por meio de estimações para cada tipo de controle. Foram processadas estimações tendo como variável dependente o índice de adoção de práticas de governança corporativa e os três subíndices, considerando as práticas individuais e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica.

O controle compartilhado afeta negativamente o índice de adoção de práticas de governança corporativa (Tabela 16), embora que apresente significância estatística a nível de 10%. Este achado corrobora a hipótese 1a, de que o controle compartilhado está relacionado com menor nível de adoção de práticas de governança corporativa. Os resultados das estimações com os subíndices ajudam a explicar a fraca significância estatística: o controle compartilhado apresenta relação negativa e significativa estatisticamente apenas com a adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas. Mecanismos de monitoramento e incentivo, e de transparência da gestão não têm relação com o controle compartilhado.

Tabela 16 – Controle compartilhado e adoção de práticas de governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente (GOV_P):				Variável dependente (GOV_D):			
	IAPGC	DIRSOC	MONIT	TRANSP	IAPGC	DIRSOC	MONIT	TRANSP
	1	2	3	4	5	6	7	8
COMP	-0,011 *	-0,040 ***	0,000	0,011	-0,010 *	-0,040 ***	-0,010	0,004
	(0,006)	(0,009)	(0,008)	(0,008)	(0,006)	(0,010)	(0,007)	(0,007)
ROA	0,055 *	-0,073	0,095 **	0,140 ***	0,068 **	-0,098 *	0,066 *	0,123 **
	(0,029)	(0,048)	(0,043)	(0,040)	(0,031)	(0,052)	(0,035)	(0,036)
CRESC	-0,010	0,011	-0,014	-0,035 **	-0,009	0,010	-0,005	-0,027 **
	(0,010)	(0,017)	(0,015)	(0,014)	(0,011)	(0,018)	(0,012)	(0,012)
ENDIV	0,032 **	0,020	-0,002	0,043 **	0,004	0,003	0,031	0,012
	(0,016)	(0,026)	(0,023)	(0,022)	(0,017)	(0,028)	(0,019)	(0,019)
TAM	0,010 ***	-0,011 ***	0,022 ***	0,024 ***	0,016 ***	-0,009 **	0,011 ***	0,015 ***
	(0,002)	(0,003)	(0,003)	(0,003)	(0,002)	(0,003)	(0,002)	(0,002)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	250,33 ***	235,90 ***	223,03 ***	510,98 ***	362,63 ***	237,42 ***	132,47 ***	664,08 ***
Observações	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074
Empresas	160	160	160	160	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), nas estimações 1 e 5; subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), nas estimações 2 e 6; subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (MONIT), nas estimações 3 e 7; e subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão (TRANSP), nas estimações 4 e 8. Para cada *proxy* do nível de adoção de práticas de governança corporativa foram utilizadas duas estratégias de mensuração, considerando as práticas individuais (estimções 1 a 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimções 5 a 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de interesse: variável binárias indicativas do controle acionário compartilhado (COMP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento; (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Estudos anteriores apontavam que o controle compartilhado no Brasil está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança corporativa (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA et al., 2009). Entretanto, a análise conjunta da Tabela 14 e da Tabela 16 indica que mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas ainda são pouco adotados por estas empresas. Este comportamento pode ser fruto do efeito expropriação, em que acionistas controladores podem fazer uso de sua posição acionária para reduzir a qualidade da estrutura de governança corporativa a fim de usufruir de benefícios privados (BOZEC; BOZEC, 2007). Neste caso, os acionistas que compõem o grupo de controle impediriam o aumento do ativismo de acionistas minoritários por meio da maior concentração de direitos de voto e do maior número de indicações de membros dos principais órgãos societários.

A presença de um único acionista controlador influencia negativamente a adoção de práticas de governança corporativa (Tabela 17), corroborando a hipótese 1b, de que o controle majoritário está negativamente relacionado com o nível de adoção de práticas de governança corporativa. Diferentemente do controle compartilhado, o controle majoritário está relacionado à menor adoção dos três tipos de mecanismos de governança corporativa, e não apenas daqueles relativos a mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas. Embora não se tenha encontrado na literatura estudos que analisassem diretamente o efeito do controle majoritário sobre o nível de adoção de práticas de governança corporativa, já foi documentada a relação negativa da concentração acionária e de alguns tipos de acionistas majoritários com a adoção de mecanismos de governança corporativa (ABREU; DIAS FILHO, 2013; BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA et al., 2009).

A relação negativa para o índice e os subíndices sugere que tanto o efeito expropriação quanto o efeito substituição podem estar motivando acionistas majoritários (BOZEC; BOZEC, 2007). Por um lado, acionistas majoritários podem utilizar-se de uma menor adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e de transparência da gestão para enfraquecer acionistas minoritários e aumentar a assimetria informacional, respectivamente. Por outro lado, a sobreposição entre acionista controlador e a maior capacidade de monitoramento direto da gestão pode funcionar como substituto a mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial. Nesse sentido, observa-se (Tabela 15) que nas empresas com controle majoritário a estrutura do conselho de administração (comitês de assessoramento e tamanho) e os mecanismos de incentivo gerencial (avaliação da diretoria executiva e remuneração baseada em ações) são inferiores aos outros tipos de controle acionário.

Tabela 17 – Controle majoritário e adoção de práticas de governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente (GOV_P):				Variável dependente (GOV_D):			
	IAPGC 1	DIRSOC 2	MONIT 3	TRANSP 4	IAPGC 5	DIRSOC 6	MONIT 7	TRANSP 8
MAJOR	-0,046*** (0,005)	-0,113*** (0,007)	-0,037*** (0,007)	-0,022** (0,007)	-0,050*** (0,005)	-0,132*** (0,008)	-0,030*** (0,006)	-0,016** (0,006)
ROA	0,025 (0,028)	-0,157*** (0,043)	0,077* (0,042)	0,138** (0,040)	0,036 (0,030)	-0,191*** (0,046)	0,044 (0,035)	0,118** (0,035)
CRESC	-0,008 (0,010)	0,017 (0,015)	-0,013 (0,015)	-0,036** (0,014)	-0,007 (0,010)	0,016 (0,016)	-0,004 (0,012)	-0,027** (0,012)
ENDIV	0,029* (0,015)	0,010 (0,024)	-0,003 (0,023)	0,044** (0,022)	0,001 (0,016)	-0,007 (0,025)	0,028 (0,019)	0,012 (0,019)
TAM	0,008*** (0,002)	-0,015*** (0,003)	0,021*** (0,003)	0,024*** (0,003)	0,015*** (0,002)	-0,013*** (0,003)	0,010*** (0,002)	0,014*** (0,002)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
χ^2	360,79***	494,98***	256,34***	523,01***	493,04***	568,17***	158,29***	675,40***
Observações	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074
Empresas	160	160	160	160	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), nas estimações 1 e 5; subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), nas estimações 2 e 6; subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (MONIT), nas estimações 3 e 7; e subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão (TRANSP), nas estimações 4 e 8. Para cada *proxy* do nível de adoção de práticas de governança corporativa foram utilizadas duas estratégias de mensuração, considerando as práticas individuais (estimções 1 a 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimções 5 a 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de interesse: variável binárias indicativas do controle acionário majoritário (MAJOR).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento; (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

O controle disperso afeta positivamente o índice de adoção de práticas de governança (Tabela 18). Esta relação foi prevista na hipótese 1c, de que o controle disperso está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança corporativa. Este efeito é observado também quando se analisa os três subíndices de adoção de práticas de governança corporativa.

Crisóstomo e Brandão (2019), que analisaram empresas brasileiras no período de 2010 a 2013, já haviam encontrado relação positiva do controle disperso com a adoção de práticas de governança corporativa. Características das empresas com controle disperso, como a dificuldade de monitoramento direto por parte dos acionistas e o maior risco de conflitos de agência com gestores, justificam o maior nível de adoção de práticas de governança por estas empresas (BEBCHUK; HAMDANI, 2009; CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019).

Tabela 18 – Controle disperso e adoção de práticas de governança corporativa

Variáveis explicativas	Variável dependente (GOV_P):				Variável dependente (GOV_D):			
	IAPGC 1	DIRSOC 2	MONIT 3	TRANSP 4	IAPGC 5	DIRSOC 6	MONIT 7	TRANSP 8
DISP	0,084*** (0,006)	0,222*** (0,008)	0,057*** (0,009)	0,020** (0,008)	0,090*** (0,006)	0,252*** (0,008)	0,058*** (0,007)	0,021** (0,007)
ROA	0,069** (0,026)	-0,044 (0,036)	0,111** (0,041)	0,154*** (0,040)	0,084** (0,028)	-0,061* (0,037)	0,074** (0,034)	0,131*** (0,035)
CRESC	-0,014 (0,009)	0,001 (0,013)	-0,017 (0,015)	-0,037** (0,014)	-0,013 (0,010)	-0,002 (0,013)	-0,008 (0,012)	-0,028** (0,012)
ENDIV	0,041** (0,014)	0,043** (0,019)	0,006 (0,023)	0,047** (0,022)	0,014 (0,015)	0,030 (0,020)	0,037** (0,019)	0,015 (0,019)
TAM	0,011*** (0,002)	-0,008** (0,002)	0,023*** (0,003)	0,025*** (0,003)	0,018*** (0,002)	-0,005** (0,002)	0,012*** (0,002)	0,015*** (0,002)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
χ^2	522,48***	1252,49***	275,08***	516,39***	669,31***	1498,47***	202,09***	675,82***
Observações	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074
Empresas	160	160	160	160	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), nas estimações 1 e 5; subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), nas estimações 2 e 6; subíndice de adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial (MONIT), nas estimações 3 e 7; e subíndice de adoção de mecanismos de transparência da gestão (TRANSP), nas estimações 4 e 8. Para cada *proxy* do nível de adoção de práticas de governança corporativa foram utilizadas duas estratégias de mensuração, considerando as práticas individuais (estimções 1 a 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimções 5 a 8 – GOV_D).

Variável explicativa de interesse: variável binárias indicativas do controle acionário disperso (DISP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento; (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se o maior coeficiente na relação do controle disperso com adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, corroborando o destacado na análise descritiva. Estes mecanismos incluem práticas como o *free float* e a participação de membros no conselho de administração e no conselho fiscal indicados por acionistas minoritários. A forte relação positiva da adoção destas práticas com o controle disperso pode ser justificada pelo fato de tais práticas serem adotadas quase em sua totalidade por estas empresas, uma vez que todos os acionistas se enquadram na categoria de minoritários.

5.2.2 Adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial

A segunda hipótese de pesquisa é de que a adoção de práticas de governança corporativa pela empresa melhora os indicadores de desempenho empresarial relativos a

benefícios financeiros teoricamente atribuídos à governança corporativa. Para testar esta hipótese foram processadas estimações para verificar o efeito direto da adoção de práticas de governança corporativa sobre quatro indicadores de desempenho empresarial: risco no mercado de ações, risco no mercado de crédito, desempenho operacional e valor de mercado.

Foram processadas estimações em que as variáveis de adoção de prática de governança corporativa foram mensuradas a partir das práticas individuais e das dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica. Para cada estimacão foram processados modelos com e sem a inclusão do tipo de controle acionário como variável de controle, a fim de se verificar a sensibilidade da relação entre adoção de práticas de governança e indicadores de desempenho empresarial ao tipo de controle acionário. Estimacões adicionais, não reportadas, verificaram a eficácia de cada subíndice de adoção de práticas de governança corporativa isoladamente, e os resultados não apresentaram diferenças significativas.

A percepção de risco de financiadores no mercado de ações foi operacionalizada pelo coeficiente beta da empresa. Pela hipótese 2a, esperava-se um efeito negativo da adoção de práticas de governança sobre o risco no mercado de ações. Ao contrário desta hipótese, o índice de adoção de práticas de governança corporativa está relacionado ao aumento do risco no mercado de ações (Tabela 19).

Estudos anteriores realizados no Brasil já mostraram resultados conflitantes quanto à relação entre adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de risco no mercado de ações (CAZZARI; FÁVERO; TAKAMATSU, 2015; CLEMENTE et al., 2014; MAESTRI; TERUEL; RIBEIRO, 2016; NASCIMENTO et al., 2018; SALMASI; MARTELANC, 2009). Cazzari, Fávero e Takamatsu (2015) argumentam que o risco de má governança faz parte do risco idiossincrático, e que o coeficiente beta, no mercado brasileiro, refletiria apenas o risco sistêmico, corroborando a teoria clássica do CAPM.

A análise dos subíndices (Tabela 19) indica efeito positivo da adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial sobre o risco no mercado de ações. Para Salmasi e Martelanc (2009), a relação positiva entre adoção de práticas de governança corporativa e coeficiente beta pode ser resultado de uma resposta da empresa ao risco. Empresas que têm maior risco adotariam práticas de governança corporativa pretendendo reduzi-lo, de forma semelhante ao mercado de crédito, em que empresas compensam parcialmente o maior risco oferecendo mais garantias e ainda assim terminam com risco maior. Seguindo este argumento, a adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial estaria servindo como uma “compensação” ao maior risco de conflitos de agência, refletidos no coeficiente beta.

Tabela 19 – Adoção de práticas de governança corporativa e risco no mercado de ações

Variáveis explicativas	Variável dependente: BETA (coeficiente beta)							
	GOV_P				GOV_D			
	1	2	3	4	5	6	7	8
IAPGC	0,279** (0,121)	0,378** (0,132)			0,315** (0,114)	0,422** (0,126)		
DIRSOC			0,010 (0,077)	0,120 (0,102)			0,005 (0,069)	0,107 (0,095)
MONIT			0,333** (0,106)	0,338** (0,106)			0,163* (0,085)	0,182** (0,085)
TRANSP			-0,086 (0,094)	-0,085 (0,094)			0,137 (0,104)	0,143 (0,103)
ROA	-0,732*** (0,116)	-0,687*** (0,117)	-0,732*** (0,117)	-0,678*** (0,117)	-0,738*** (0,116)	-0,697*** (0,117)	-0,751*** (0,117)	-0,692*** (0,118)
CRESC	-0,123** (0,044)	-0,121** (0,044)	-0,129** (0,044)	-0,130** (0,044)	-0,122** (0,044)	-0,120** (0,044)	-0,118** (0,044)	-0,118** (0,044)
ENDIV	-0,095 (0,061)	-0,089 (0,060)	-0,092 (0,061)	-0,087 (0,060)	-0,090 (0,060)	-0,083 (0,060)	-0,091 (0,060)	-0,083 (0,060)
TAM	0,125*** (0,008)	0,126*** (0,008)	0,126*** (0,008)	0,129*** (0,008)	0,123*** (0,008)	0,123*** (0,008)	0,122*** (0,008)	0,125*** (0,008)
COMP		-0,034 (0,030)		-0,021 (0,035)		-0,028 (0,030)		-0,028 (0,036)
MAJOR		0,060** (0,027)		0,072** (0,033)		0,066** (0,027)		0,069** (0,035)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	563,97***	591,55***	572,31***	599,16***	567,49***	596,48***	565,79***	593,62***
Observações	1005	1005	1005	1005	1005	1005	1005	1005
Empresas	159	159	159	159	159	159	159	159

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variável dependente: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA).

Variáveis explicativas de interesse: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (estimações 1 e 2 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 5 e 6 – GOV_D); e subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (estimações 3 e 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 7 e 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do controle acionário compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A percepção de risco no mercado de crédito foi medida pelo custo da dívida, e não apresentou relação significativa com o índice de adoção de práticas de governança corporativa (Tabela 20). Este resultado contradiz a relação prevista pela hipótese 2b, de que a adoção de práticas de governança corporativa reduziria o risco no mercado de crédito.

Tabela 20 – Adoção de práticas de governança corporativa e risco no mercado de crédito

Variáveis explicativas	Variável dependente: KD (Custo da dívida)							
	GOV P				GOV D			
	1	2	3	4	5	6	7	8
IAPGC	0,116 (0,071)	-0,041 (0,078)			0,144** (0,067)	0,000 (0,074)		
DIRSOC			0,176*** (0,045)	0,066 (0,061)			0,123** (0,041)	-0,019 (0,057)
MONIT			0,036 (0,064)	0,021 (0,063)			0,099** (0,051)	0,080 (0,050)
TRANSP			-0,132** (0,056)	-0,112** (0,057)			-0,173** (0,061)	-0,159** (0,061)
ROA	-0,011 (0,072)	-0,001 (0,073)	0,027 (0,072)	0,010 (0,073)	-0,016 (0,072)	-0,003 (0,073)	0,015 (0,073)	0,002 (0,073)
CRESC	0,025 (0,026)	0,017 (0,026)	0,015 (0,026)	0,014 (0,026)	0,025 (0,026)	0,018 (0,026)	0,014 (0,026)	0,011 (0,026)
ENDIV	-0,401*** (0,037)	-0,387*** (0,037)	-0,395*** (0,037)	-0,388*** (0,037)	-0,398*** (0,037)	-0,389*** (0,037)	-0,393*** (0,037)	-0,384*** (0,037)
TAM	-0,042*** (0,005)	-0,040*** (0,005)	-0,036*** (0,005)	-0,038*** (0,005)	-0,043*** (0,005)	-0,041*** (0,005)	-0,039*** (0,005)	-0,040*** (0,005)
COMP		-0,046** (0,018)		-0,029 (0,021)		-0,043** (0,018)		-0,047** (0,022)
MAJOR		-0,078*** (0,016)		-0,060** (0,020)		-0,074*** (0,016)		-0,077*** (0,021)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	473,92***	508,39***	497,77***	514,35***	476,81***	507,97***	498,94***	521,06***
Observações	1024	1024	1024	1024	1024	1024	1024	1024
Empresas	156	156	156	156	156	156	156	156

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Variável dependente: risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD).

Variáveis explicativas de interesse: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (estimações 1 e 2 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 5 e 6 – GOV_D); e subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (estimações 3 e 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 7 e 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do controle acionário compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Entre os subíndices (Tabela 20), observa-se que apenas a adoção de mecanismos de transparência da gestão é relevante para a redução do risco no mercado de crédito (custo da dívida). Como esperado, melhores práticas ligadas à redução de assimetria informativa com o mercado têm um efeito positivo junto ao mercado de crédito. A adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, por outro lado, tem um efeito contrário, apresentando um efeito positivo sobre o risco no mercado de crédito (custo da dívida). Entretanto, esta relação é

estatisticamente significativa apenas nas estimações em que não foi incluído o tipo de controle acionário como variável de controle.

Estudos anteriores identificaram efeito negativo da adoção de práticas de governança corporativa sobre o custo da dívida (BARROS; SILVA; VOESE, 2015; FONSECA; SILVEIRA, 2016; SOARES; COUTINHO; CAMARGOS, 2012). As divergências para os resultados desta pesquisa devem ser explorados mais profundamente em estudos futuros, mas diferenças metodológicas podem ter contribuído para estas divergências: amostra, mensuração das variáveis, método de estimação e período analisado.

Do ponto de vista teórico, a ausência de relação significativa do índice de adoção de práticas de governança com o risco no mercado de crédito pode ser ocasionada pela existência de mecanismos de proteção adicionais que dispõem os credores (NASCIMENTO et al., 2018), que podem substituir mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial. Mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas são mais voltados para conflitos entre gestores/controladores e acionistas externos. A adoção de mecanismos de transparência, que engloba práticas relacionadas ao *disclosure* corporativo, mostrou-se relevante para a percepção de risco de credores, o que pode ser explicado pela redução de assimetria informacional (ANGONESE et al., 2013; LIMA, 2009).

O retorno dos ativos, medida de desempenho operacional, é positivamente relacionado com o índice de adoção de práticas de governança corporativa (Tabela 21), principalmente quando o tipo de controle acionário é incluído como variável de controle. Este resultado corrobora a relação prevista na hipótese 2c, de que a adoção de práticas de governança corporativa é eficaz para melhorar o desempenho operacional. Pesquisas anteriores no mercado brasileiro haviam encontrado resultados inconclusivos (CATAPAN; COLAUTO, 2014; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; FERREIRA et al., 2013; MELO et al., 2013; NASCIMENTO et al., 2018; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA, 2004).

A relação positiva entre desempenho operacional e adoção de práticas de governança corporativa se confirma quando se analisa a adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial e de transparência da gestão (Tabela 21). A adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas, por outro lado, é negativamente relacionada com o desempenho operacional (retorno sobre ativos), principalmente nas estimações em que não se controla pelo tipo de controle acionário.

Tabela 21 – Adoção de práticas de governança corporativa e desempenho operacional

Variáveis explicativas	Variável dependente: ROA (retorno sobre ativos)							
	GOV P				GOV D			
	1	2	3	4	5	6	7	8
IAPGC	0,051 (0,032)	0,101** (0,034)			0,057* (0,030)	0,106** (0,032)		
DIRSOC			-0,073*** (0,020)	-0,043 (0,027)			-0,068*** (0,018)	-0,043* (0,025)
MONIT			0,061** (0,028)	0,065** (0,028)			0,072** (0,022)	0,070** (0,022)
TRANSP			0,075** (0,024)	0,061** (0,024)			0,068** (0,026)	0,060** (0,026)
CRESC	0,083*** (0,011)	0,083*** (0,011)	0,086*** (0,011)	0,084*** (0,011)	0,083*** (0,011)	0,083*** (0,011)	0,085*** (0,011)	0,084*** (0,011)
ENDIV	-0,076*** (0,016)	-0,081*** (0,016)	-0,078*** (0,016)	-0,080*** (0,016)	-0,075*** (0,016)	-0,079*** (0,016)	-0,075*** (0,016)	-0,077*** (0,016)
TAM	0,005** (0,002)	0,003 (0,002)	0,002 (0,002)	0,002 (0,002)	0,005** (0,002)	0,003 (0,002)	0,003 (0,002)	0,002 (0,002)
COMP		0,046*** (0,008)		0,034*** (0,009)		0,047*** (0,008)		0,033*** (0,009)
MAJOR		0,021** (0,007)		0,008 (0,009)		0,022** (0,007)		0,007 (0,009)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	300,52***	349,07***	327,34***	358,06***	301,92***	351,88***	332,70***	363,39***
Observações	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074	1074
Empresas	160	160	160	160	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variável dependente: desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA).

Variáveis explicativas de interesse: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (estimações 1 e 2 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 5 e 6 – GOV_D); e subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (estimações 3 e 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 7 e 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de controle: crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do controle acionário compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A relação positiva do retorno sobre ativos com o nível de adoção de práticas de governança corporativa reforça o argumento de que a adoção destas práticas contribui para a eficiência da empresa, e é refletida em um desempenho operacional superior (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Ressalte-se, entretanto, que a adoção de práticas que estimulam a participação de acionistas externos está relacionada ao desempenho operacional inferior o desempenho operacional. Uma possível explicação para estes achados é o efeito de *trade off* entre as práticas de governança corporativa (BRANDÃO et al., 2019). Uma vez que

mecanismos de monitoramento, incentivo e transparência melhoram a eficiência do uso dos recursos da empresa, o efeito marginal do monitoramento direto de acionistas pode ser nulo, representando um gasto adicional que impacta negativamente o desempenho operacional.

O Q de Tobin, proxy de valor de mercado, tem relação positiva com o índice de adoção de práticas de governança (Tabela 22). Este achado corrobora a hipótese 2d, que previa efeito positivo da adoção de práticas de governança corporativa sobre o valor de mercado.

Tabela 22 – Adoção de práticas de governança corporativa e valor de mercado

Variáveis explicativas	Variável dependente: Q de Tobin							
	GOV_P				GOV_D			
	1	2	3	4	5	6	7	8
IAPGC	1,175*** (0,243)	0,981*** (0,264)			1,048*** (0,230)	0,840** (0,251)		
DIRSOC			0,557*** (0,156)	0,615** (0,203)			0,471** (0,138)	0,423** (0,190)
MONIT			0,975*** (0,214)	0,998*** (0,211)			0,863*** (0,169)	0,827*** (0,168)
TRANSP			-0,489** (0,189)	-0,569** (0,188)			-0,780*** (0,205)	-0,807*** (0,202)
ROA	5,630*** (0,233)	5,471*** (0,233)	5,733*** (0,233)	5,529*** (0,232)	5,624*** (0,234)	5,472*** (0,234)	5,717*** (0,233)	5,528*** (0,232)
CRESC	-0,065 (0,087)	-0,068 (0,086)	-0,107 (0,087)	-0,104 (0,086)	-0,066 (0,087)	-0,069 (0,086)	-0,124 (0,087)	-0,121 (0,086)
ENDIV	-0,029 (0,123)	-0,044 (0,121)	-0,001 (0,122)	-0,032 (0,120)	0,000 (0,123)	-0,018 (0,121)	0,029 (0,121)	0,003 (0,119)
TAM	-0,078*** (0,015)	-0,085*** (0,015)	-0,059*** (0,016)	-0,067*** (0,016)	-0,084*** (0,016)	-0,088*** (0,016)	-0,070*** (0,016)	-0,078*** (0,016)
COMP		0,142** (0,061)		0,244** (0,070)		0,136** (0,061)		0,193** (0,072)
MAJOR		-0,133** (0,055)		-0,034 (0,067)		-0,139** (0,055)		-0,076 (0,070)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	1060,05***	1132,21***	1101,61***	1179,27***	1055,17***	1127,04***	1115,01***	1185,81***
Observações	1066	1066	1066	1066	1066	1066	1066	1066
Empresas	160	160	160	160	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variável dependente: valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (ROA).

Variáveis explicativas de interesse: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (estimações 1 e 2 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 5 e 6 – GOV_D); e subíndices de adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (estimações 3 e 4 – GOV_P) e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categóricas (estimações 7 e 8 – GOV_D).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); variáveis binárias indicativas do controle acionário compartilhado (COMP) e majoritário (MAJOR); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Estudos anteriores realizados com empresas brasileiras já encontraram evidência de que a adoção de práticas de governança corporativa está associada a maior valor de mercado (CAIXE; KRAUTER, 2014; CATAPAN; COLAUTO, 2014; CATAPAN; COLAUTO; BARROS, 2013; CORRÊIA; AMARAL; LOUVET, 2011; LAMEIRA; NESS JÚNIOR; MACEDO SOARES, 2007; NASCIMENTO et al., 2018; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006). O efeito positivo da adoção de práticas de governança sobre o valor de mercado das empresas deve decorrer da perspectiva de incremento dos fluxos de caixa futuros, uma vez que não se observou redução no coeficiente beta e no custo da dívida, componentes do custo de capital (SALMASI; MARTELANC, 2009).

Entre os subíndices (Tabela 22), mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e de monitoramento e incentivo gerencial também têm relação positiva com o valor de mercado, e mecanismos de transparência da gestão tem relação negativa. Esperava-se que a adoção de mecanismos de transparência, que contribuem com a redução do risco no mercado de crédito e com a melhora do desempenho operacional, elevasse o valor de mercado das empresas. Entretanto, a relação negativa e significativa sugere que investidores estão descontando valor das empresas mais transparentes.

5.2.3 Controle acionário e indicadores de desempenho empresarial

A terceira hipótese aborda a relação do controle acionário com indicadores de desempenho empresarial relacionados a benefícios financeiros associados teoricamente com a governança corporativa, indicando que o tipo de controle acionário afeta estes indicadores.

Na Tabela 23 é mostrada a análise descritiva dos indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas por tipo de controle acionário, bem como o resultado de testes de análise da variância, Jonckheere-Terpstra e diferença de médias. Os resultados dos testes indicam que não há diferenças significativas no coeficiente beta das empresas entre os três tipos de controle acionário. Os outros indicadores de desempenho empresarial têm associação com o tipo de controle acionário: o custo da dívida é maior nas empresas com controle disperso; o retorno sobre ativos é maior nas empresas com controle compartilhado; e o Q de Tobin é menor nas empresas com controle majoritário. Entre as variáveis de controle, observa-se que empresas com controle disperso são menos endividadas e menores.

Tabela 23 – Indicadores de desempenho empresarial e variáveis de controle métricas por tipo de controle acionário

PAINEL A - MÉDIAS				
Variáveis	Tipo de controle acionário			
	Disperso	Compartilhado	Majoritário	Total
BETA	0,642	0,616	0,654	0,642
KD	0,273	0,186	0,197	0,209
ROA	0,073	0,104	0,081	0,085
Q	1,308	1,436	1,048	1,192
CRESC	0,111	0,119	0,118	0,117
ENDIV	0,269	0,314	0,301	0,298
TAM	15,076	15,577	15,528	15,457

PAINEL B - TESTES ESTATÍSTICOS					
Variáveis	Análise da variância (F)	Jonckheere-Terpstra (J-T)	Diferença de médias (T)		
			Disperso x compartilhado	Disperso x majoritário	Compartilhado x majoritário
BETA	1,149	0,737	0,860	-0,428	-1,508
KD	14,213 ***	-1,311	4,047 ***	3,772 ***	-0,917
ROA	9,362 ***	-0,850	-3,585 ***	-1,070	3,858 ***
Q	25,550 ***	-6,280 ***	-1,570	3,840 ***	6,356 ***
CRESC	0,087	-0,146	-0,369	-0,369	0,060
ENDIV	4,978 ***	1,262	-3,082 ***	-2,543 **	1,159
TAM	11,090 ***	2,776 ***	-4,333 ***	-4,391 ***	0,490

Variáveis: coeficiente beta (BETA); custo da dívida (KD); retorno sobre ativos (ROA); Q de Tobin (Q); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); e tamanho (TAM).

Análise da variância: diferença na variância das variáveis financeiras (BETA, KD, ROA, Q, CRESC, ENDIV, TAM) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

Teste de Jonckheere-Terpstra: correlação entre variáveis financeiras (BETA, KD, ROA, Q, CRESC, ENDIV, TAM) e concentração de controle acionário (considerando o controle disperso o menos concentrado e o controle majoritário o mais concentrado).

Testes de diferença de médias: diferença de médias em pares das variáveis financeiras (BETA, KD, ROA, Q, CRESC, ENDIV, TAM) entre empresas com tipos de controle acionário diferente (disperso, compartilhado e majoritário).

** e ***: significância estatística a nível de 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa

Para o teste das hipóteses específicas foram processadas estimações tendo como variáveis dependentes os indicadores de desempenho empresarial e como variáveis explicativas o tipo de controle acionário. A seguir (Tabela 24, Tabela 25 e Tabela 26) são mostrados os resultados destas estimações com dois modelos: o primeiro sem incluir variáveis de adoção de práticas de governança corporativa e o segundo com a inclusão do índice de adoção de práticas de governança corporativa. Em outras estimações, cujos resultados não foram reportados, foram utilizados os subíndices de adoção de práticas de governança corporativa no lugar do índice, mas os coeficientes das variáveis de interesse não sofreram alterações significativas.

O controle compartilhado está relacionado à redução do risco no mercado de capitais (coeficiente beta) e ao aumento do desempenho operacional (retorno sobre ativos) e do

valor de mercado (Q de Tobin) (Tabela 24), apoiando a hipótese 3a, de que este tipo de controle acionário está relacionado a melhores indicadores de desempenho empresarial. O risco no mercado de crédito (custo da dívida), por sua vez, não apresentou relação com o controle compartilhado.

Tabela 24 – Controle compartilhado e indicadores de desempenho empresarial

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP):							
	BETA		KD		ROA		Q	
	1	2	3	4	5	6	7	8
COMP	-0,071 ** (0,021)	-0,079 *** (0,022)	0,017 (0,012)	0,012 (0,013)	0,028 *** (0,005)	0,031 *** (0,006)	0,255 *** (0,043)	0,243 *** (0,044)
IAPGC_P		0,254 ** (0,120)		0,119 * (0,071)		0,060 * (0,031)		1,252 *** (0,240)
ROA	-0,685 *** (0,108)	-0,662 *** (0,117)	-0,059 (0,067)	-0,023 (0,074)			5,316 *** (0,221)	5,420 *** (0,233)
CRESC	-0,058 (0,039)	-0,128 ** (0,044)	0,020 (0,023)	0,025 (0,026)	0,073 *** (0,010)	0,082 *** (0,011)	-0,025 (0,079)	-0,056 (0,086)
ENDIV	-0,066 (0,057)	-0,080 (0,060)	-0,410 *** (0,035)	-0,403 *** (0,037)	-0,065 *** (0,015)	-0,078 *** (0,016)	-0,112 (0,119)	-0,065 (0,121)
TAM	0,122 *** (0,007)	0,128 *** (0,008)	-0,043 *** (0,004)	-0,042 *** (0,005)	0,003 * (0,002)	0,004 * (0,002)	-0,090 *** (0,015)	-0,088 *** (0,015)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	599,21 ***	583,80 ***	539,92 ***	475,12 ***	388,99 ***	337,91 ***	1191,28 ***	1120,10 ***
Observações	1134	1005	1173	1024	1234	1074	1225	1066
Empresas	159	159	157	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Variável explicativa de interesse: variável binária indicativa do controle acionário compartilhado (COMP).

Variáveis explicativas de controle: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P), considerando as práticas individuais; retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Estudos anteriores já haviam apontado que o controle compartilhado contribui para elevar o valor da empresa (LEAL; SILVA, 2008; SILVA; LANA; MARCON, 2018; CARVALHAL, 2012). Os achados da pesquisa indicam outros benefícios relacionados com o controle compartilhado: menor risco no mercado de ações e maior desempenho operacional. Conforme discutido no desenvolvimento das hipóteses (3.3), a presença de acionistas controladores mitiga problemas de agência entre acionistas e gestores, ao passo que a presença de múltiplos acionistas compartilhando o controle corporativo reduz a possibilidade de

expropriação da riqueza de minoritários (BAGLIONI, 2010; CLAESSENS et al., 2002; GOMES; NOVAES, 2006).

A hipótese 3b indicava que o controle majoritário está relacionado a piores indicadores de desempenho empresarial. Conforme previsto, a presença de um único acionista controlador tem efeito oposto à presença de múltiplos controladores (Tabela 25): o controle majoritário está relacionado ao aumento do risco no mercado de ações (coeficiente beta) e à redução do valor de mercado (Q de Tobin). O risco no mercado de crédito (custo da dívida), porém, tem relação negativa com o controle majoritário, oposto do que foi previsto pela hipótese levantada. A relação entre desempenho operacional (retorno sobre ativos) e controle majoritário não apresentou resultados consistentes.

Tabela 25 – Controle majoritário e indicadores de desempenho empresarial

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP):							
	BETA		KD		ROA		Q	
	1	2	3	4	5	6	7	8
MAJOR	0,052** (0,018)	0,081*** (0,020)	-0,052*** (0,011)	-0,049*** (0,012)	-0,009* (0,005)	-0,008 (0,005)	-0,284*** (0,037)	-0,221*** (0,040)
IAPGC_P		0,427** (0,125)		0,024 (0,074)		0,036 (0,033)		0,778** (0,250)
ROA	-0,724*** (0,108)	-0,713*** (0,115)	-0,068 (0,065)	-0,034 (0,072)			5,418*** (0,217)	5,569*** (0,230)
CRESC	-0,054 (0,040)	-0,118** (0,044)	0,018 (0,023)	0,021 (0,026)	0,073*** (0,010)	0,083*** (0,011)	-0,033 (0,078)	-0,078 (0,086)
ENDIV	-0,074 (0,057)	-0,096 (0,060)	-0,406*** (0,035)	-0,398*** (0,037)	-0,063*** (0,015)	-0,075*** (0,016)	-0,088 (0,118)	-0,019 (0,121)
TAM	0,120*** (0,007)	0,124*** (0,008)	-0,043*** (0,004)	-0,042*** (0,005)	0,004** (0,002)	0,005** (0,002)	-0,086*** (0,015)	-0,079*** (0,015)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	593,92***	589,47***	572,35***	498,51***	360,43***	303,67***	1234,73***	1120,96***
Observações	1134	1005	1173	1024	1234	1074	1225	1066
Empresas	159	159	157	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Variável explicativa de interesse: variável binária indicativa do controle acionário majoritário (MAJOR).

Variáveis explicativas de controle: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P), considerando as práticas individuais; retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A literatura empírica anterior já havia encontrado relação negativa da concentração de direitos de voto com indicadores de desempenho operacional e valor de mercado (CAIXE; KRAUTER, 2013; SILVA, 2004; PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Os achados desta pesquisa sugerem que investidores no mercado de ações consideram o controle acionário mais arriscado, o que pode ser causa da maior probabilidade de expropriação de sua riqueza nestas empresas. O maior custo de capital próprio decorrente do beta inferior pode ser o motivo do desconto do valor de mercado das empresas com acionista majoritário. A relação negativa do custo da dívida com o controle majoritário, por sua vez, pode ser reflexo da reputação que grandes acionistas têm no mercado de crédito (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015; RAMLY, 2013), que pode reduzir o risco no mercado de crédito.

O controle disperso está relacionado ao maior risco no mercado de crédito (custo da dívida) e ao menor desempenho operacional (retorno sobre ativos) (Tabela 26), corroborando a hipótese 3c, de que a ausência de acionista controlador piora os indicadores de eficácia da governança corporativa da empresa. Por outro lado, o risco no mercado de ações (coeficiente beta) não está relacionado com o controle disperso, e o valor de mercado (Q de Tobin) apresenta relação positiva, mas com significância estatística apenas na estimação não controlada pelo índice de adoção de práticas de governança corporativa.

Empresas sem acionista controlador estão mais expostas a decisões gerenciais que expropiem a riqueza de acionistas e credores. A pequena participação acionária dos gestores favorece a utilização dos recursos corporativos em proveito próprio, uma vez que os custos de tais decisões são arcados por investidores (JENSEN; MECKLING, 1976). Esta característica pode explicar a relação positiva do controle disperso com o risco no mercado de crédito e negativa com o desempenho operacional. Por um lado, credores devem incluir no custo da dívida o risco da utilização dos recursos captados em projetos com valor presente líquido negativo, o que aumenta o risco de falência; por outro lado, custos mais elevados para a manutenção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial mais complexos (item 5.2.1) e decisões gerenciais que não maximizem o lucro podem impactar negativamente o desempenho operacional da empresa.

Tabela 26 – Controle disperso e indicadores de desempenho empresarial

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP):							
	BETA		KD		ROA		Q	
	1	2	3	4	5	6	7	8
DISP	0,003 (0,022)	-0,028 (0,026)	0,061*** (0,013)	0,067*** (0,016)	-0,020** (0,006)	-0,030*** (0,007)	0,140** (0,048)	0,040 (0,053)
IAPGC_P		0,338** (0,133)		-0,026 (0,078)		0,113** (0,034)		1,090*** (0,268)
ROA	-0,737*** (0,108)	-0,750*** (0,117)	-0,018 (0,066)	0,024 (0,072)			5,564*** (0,222)	5,653*** (0,235)
CRESC	-0,056 (0,040)	-0,120** (0,044)	0,015 (0,023)	0,018 (0,026)	0,073*** (0,010)	0,085*** (0,011)	-0,042 (0,080)	-0,069 (0,087)
ENDIV	-0,075 (0,058)	-0,101* (0,061)	-0,397*** (0,035)	-0,384*** (0,037)	-0,065*** (0,015)	-0,080*** (0,016)	-0,072 (0,121)	-0,021 (0,123)
TAM	0,119*** (0,007)	0,124*** (0,008)	-0,041*** (0,004)	-0,039*** (0,005)	0,004** (0,002)	0,004** (0,002)	-0,077*** (0,015)	-0,077*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	581,43***	565,72***	567,92***	500,68***	369,60***	324,97***	1140,31***	1061,16***
Observações	1134	1005	1173	1024	1234	1074	1225	1066
Empresas	159	159	157	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Variável explicativa de interesse: variável binária indicativa do controle acionário disperso (DISP).

Variáveis explicativas de controle: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC_P), considerando as práticas individuais; retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

5.2.4 Controle acionário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa

Na quarta hipótese de pesquisa argumenta-se que o tipo de controle acionário atua como fator contingencial à eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. As hipóteses específicas foram testadas por meio de estimações em que se buscou verificar o efeito moderador do tipo de controle acionário sobre a relação da adoção de práticas de governança corporativa com indicadores de desempenho empresarial. O efeito moderador foi operacionalizado por variáveis interativas do tipo de controle acionário com o índice e subíndices de adoção de práticas de governança corporativa, considerando as práticas individuais e as dimensões indicadas por análise de componentes principais categórica.

Na hipótese 4a argumentou-se que o controle compartilhado está relacionado à menor eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. O controle compartilhado modera a relação entre adoção de práticas de governança corporativa e valor de mercado (Q de

Tobin) (Tabela 27), não rejeitando a hipótese proposta. Entretanto, não foram encontrados indícios do efeito moderador para indicadores de risco no mercado de ações (coeficiente beta), risco no mercado de crédito (custo da dívida) e desempenho operacional (retorno sobre ativos). Estes resultados indicam que o controle compartilhado contingencia a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa, afetando a relação destas práticas com o valor de mercado da empresa. Dentro do *framework* da teoria da agência, o controle compartilhado tem estrutura de propriedade que gera menos conflitos de agência (CLAESSENS et al., 2002; GOMES; NOVAES, 2006; LEAL; SILVA, 2008): presença de acionistas controladores com concentração de direitos de voto não muito elevada e baixo excesso de direitos de voto (Tabela 11). Esta estrutura de propriedade pode diminuir o papel das práticas de governança corporativa na busca de redução de conflitos de interesse e aumento do valor da empresa.

Entre os subíndices relativos a mecanismos específicos de governança corporativa (Tabela 28), verifica-se que o controle compartilhado modera negativamente a relação entre mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas e risco no mercado de crédito (custo da dívida), e modera positivamente a relação entre mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial e desempenho operacional (retorno sobre ativos). Por outro lado, a relação de mecanismos de transparência da gestão com o desempenho operacional (retorno sobre ativos) e o valor da empresa (Q de Tobin) é moderada negativamente pelo controle compartilhado. Os resultados sugerem que mecanismos monitoramento e incentivo gerencial são mais eficazes nas empresas com controle compartilhado em melhorar o desempenho operacional da empresa; entretanto, mecanismos de transparência da gestão tem sua eficácia reduzida, tanto em termos de melhoria do desempenho operacional, como em termos de aumento do valor de mercado. Embora a análise da hipótese 2 tenha mostrado que a adoção de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas não afeta risco no mercado de crédito na amostra total, há indícios de que estes mecanismos contribuam para a redução do risco no mercado de crédito de empresas com controle compartilhado.

Tabela 27 – Controle compartilhado e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
IAPGC	0,272** (0,130)	0,323** (0,123)	0,174** (0,077)	0,186** (0,072)	0,056* (0,034)	0,067** (0,032)	1,479*** (0,259)	1,284*** (0,245)
COMP	-0,007 (0,200)	0,050 (0,184)	0,225* (0,119)	0,167 (0,111)	0,015 (0,052)	0,041 (0,047)	1,145** (0,397)	0,895** (0,363)
IAPGC x COMP	-0,109 (0,303)	-0,191 (0,273)	-0,326* (0,181)	-0,232 (0,164)	0,025 (0,079)	-0,015 (0,070)	-1,379** (0,604)	-0,979* (0,540)
ROA	-0,661*** (0,117)	-0,668*** (0,117)	-0,020 (0,073)	-0,030 (0,074)			5,424*** (0,233)	5,413*** (0,233)
CRESC	-0,127** (0,044)	-0,126** (0,044)	0,027 (0,026)	0,026 (0,026)	0,082*** (0,011)	0,082*** (0,011)	-0,046 (0,086)	-0,049 (0,086)
ENDIV	-0,079 (0,061)	-0,070 (0,061)	-0,400*** (0,037)	-0,397*** (0,037)	-0,079*** (0,016)	-0,077*** (0,016)	-0,045 (0,121)	-0,010 (0,122)
TAM	0,128*** (0,008)	0,126*** (0,008)	-0,043*** (0,005)	-0,044*** (0,005)	0,004* (0,002)	0,003* (0,002)	-0,090*** (0,015)	-0,095*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	584,01***	587,74***	479,88***	480,98***	338,04***	339,49***	1130,81***	1120,71***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle compartilhado (COMP).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário compartilhado (IAPGC x COMP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 28 – Controle compartilhado e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
DIRSOC	-0,022 (0,081)	-0,054 (0,072)	0,212*** (0,048)	0,165*** (0,043)	-0,042** (0,021)	-0,042** (0,019)	0,722*** (0,161)	0,613*** (0,144)
MONIT	0,397** (0,119)	0,249** (0,097)	0,065 (0,071)	0,077 (0,057)	0,016 (0,031)	0,020 (0,025)	0,990*** (0,236)	0,758*** (0,190)
TRANSP	-0,108 (0,103)	0,090 (0,112)	-0,150** (0,062)	-0,138** (0,066)	0,092*** (0,026)	0,115*** (0,028)	-0,416** (0,204)	-0,544** (0,220)
COMP	-0,042 (0,208)	-0,183 (0,227)	0,186 (0,121)	0,263** (0,131)	0,079 (0,053)	0,186** (0,057)	1,152** (0,405)	1,506** (0,438)
DIRSOC x COMP	-0,042 (0,242)	0,233 (0,215)	-0,272* (0,139)	-0,325** (0,127)	-0,131** (0,062)	-0,085 (0,055)	-0,465 (0,476)	-0,367 (0,431)
MONIT x COMP	-0,344 (0,254)	-0,319 (0,198)	-0,152 (0,156)	0,045 (0,121)	0,204** (0,066)	0,152** (0,050)	-0,029 (0,506)	0,096 (0,389)
TRNSNP x PROP	0,223 (0,198)	0,153 (0,209)	0,088 (0,119)	-0,086 (0,124)	-0,115** (0,051)	-0,207*** (0,053)	-0,707* (0,394)	-1,152** (0,409)
ROA	-0,653*** (0,118)	-0,651*** (0,119)	0,007 (0,074)	-0,023 (0,074)			5,484*** (0,233)	5,412*** (0,234)
CRESC	-0,133** (0,044)	-0,125** (0,044)	0,017 (0,026)	0,018 (0,026)	0,085*** (0,011)	0,084*** (0,011)	-0,088 (0,086)	-0,099 (0,085)
ENDIV	-0,077 (0,060)	-0,068 (0,061)	-0,398*** (0,037)	-0,394*** (0,037)	-0,080*** (0,016)	-0,076*** (0,015)	-0,024 (0,120)	0,009 (0,119)
TAM	0,128*** (0,008)	0,125*** (0,008)	-0,037*** (0,005)	-0,041*** (0,005)	0,001 (0,002)	0,001 (0,002)	-0,070*** (0,016)	-0,081*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
χ ²	595,58***	594,07***	509,11***	514,06***	378,91***	401,43***	1190,78***	1205,83***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: subíndices de adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle compartilhado (COMP).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário compartilhado (DIRSOC x COMP, MONIT x COMP e TRANSP x COMP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

O controle majoritário modera a relação entre a adoção de práticas e indicadores desempenho empresarial: nas empresas com um único acionista controlador a relação do índice de adoção de práticas de governança com indicadores de desempenho operacional (retorno sobre ativos) e de valor de mercado (Q de Tobin) é menor (Tabela 29). Estes resultados corroboram a hipótese 4b, de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é maior nas empresas em que há apenas um acionista controlador. A maior possibilidade de conflitos de agência nessas empresas, discutida na construção da hipótese (item 3.4), torna mais necessária e útil a adoção de práticas de governança corporativa (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). A alta concentração de direitos de voto e o excesso de direito de voto nestas empresas reforça o argumento de que empresas com controle majoritário apresentam maior probabilidade de conflitos de agência. (Tabela 11). Não foi encontrada evidência de que o controle majoritário afete a relação do índice de adoção de práticas de governança com indicadores de percepção de risco de financiadores (coeficiente beta e custo da dívida).

Ente os subíndices (Tabela 30), o controle majoritário modera a relação entre adoção de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial positivamente com o risco no mercado de ações (coeficiente beta) e negativamente com o desempenho operacional (retorno sobre ativos). Estes achados podem estar relacionados ao efeito substituição de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial pela presença do acionista controlador. Estudos anteriores já apontaram que a presença de acionista controlador reduz a eficácia de mecanismos individuais de monitoramento (DESENDER et al., 2013) e de incentivo gerencial (BRANDÃO; COELHO, 2017; CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999).

Práticas de governança relacionadas à proteção de direitos dos acionistas, por sua vez, têm sua eficácia incrementada nas empresas com acionista majoritário, pelo aumento do retorno sobre ativos e do valor de mercado (Tabela 30). Estes achados corroboram o argumento de que, quando há um acionista controlador, devem ser priorizadas práticas que protegem os interesses dos acionistas minoritários (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). Estudos empíricos já encontraram evidência de que mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas são mais relevantes em empresas em que o conflito de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários é predominante (LEI; LIN; WEI, 2013; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012).

Tabela 29 – Controle majoritário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
IAPGC	0,412** (0,183)	0,343** (0,170)	0,017 (0,108)	0,056 (0,102)	-0,046 (0,048)	-0,016 (0,045)	0,207 (0,366)	0,139 (0,341)
MAJOR	0,062 (0,160)	-0,060 (0,148)	-0,058 (0,096)	-0,050 (0,089)	-0,105** (0,042)	-0,078** (0,039)	-0,897** (0,319)	-0,838** (0,296)
IAPGC x MAJOR	0,028 (0,239)	0,213 (0,218)	0,014 (0,143)	0,005 (0,131)	0,146** (0,063)	0,105* (0,057)	1,023** (0,479)	0,914** (0,437)
ROA	-0,714*** (0,116)	-0,725*** (0,115)	-0,034 (0,072)	-0,036 (0,072)			5,533*** (0,230)	5,540*** (0,230)
CRESC	-0,118** (0,044)	-0,115** (0,044)	0,021 (0,026)	0,021 (0,026)	0,082*** (0,011)	0,083*** (0,011)	-0,076 (0,086)	-0,075 (0,086)
ENDIV	-0,096 (0,060)	-0,086 (0,060)	-0,398*** (0,037)	-0,398*** (0,037)	-0,077*** (0,016)	-0,074*** (0,016)	-0,033 (0,121)	0,005 (0,121)
TAM	0,124*** (0,008)	0,121*** (0,008)	-0,042*** (0,005)	-0,043*** (0,005)	0,005** (0,002)	0,005** (0,002)	-0,081*** (0,015)	-0,085*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	589,49***	596,58***	498,53***	499,40***	310,57***	308,95***	1130,32***	1125,82***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle majoritário (MAJOR).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário majoritário (IAPGC x MAJOR).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 30 – Controle majoritário e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
DIRSOC	0,243** (0,110)	0,249** (0,100)	0,157** (0,064)	0,086 (0,059)	-0,171*** (0,028)	-0,141*** (0,026)	-0,294 (0,218)	-0,248 (0,199)
MONIT	0,039 (0,164)	-0,015 (0,123)	-0,097 (0,101)	0,063 (0,075)	0,132** (0,043)	0,108** (0,032)	0,964** (0,329)	0,653** (0,246)
TRANSP	0,106 (0,141)	0,203 (0,152)	-0,086 (0,085)	-0,220** (0,091)	0,017 (0,037)	-0,005 (0,040)	-0,675** (0,283)	-1,160*** (0,300)
MAJOR	0,119 (0,165)	0,149 (0,188)	-0,069 (0,098)	-0,089 (0,111)	-0,103** (0,043)	-0,143** (0,048)	-1,130** (0,327)	-1,413*** (0,369)
DIRSOC x MAJOR	-0,114 (0,163)	-0,212 (0,152)	-0,071 (0,098)	-0,068 (0,092)	0,155*** (0,043)	0,106** (0,040)	1,228*** (0,326)	0,891** (0,303)
MONIT x MAJOR	0,504** (0,211)	0,372** (0,164)	0,199 (0,129)	0,031 (0,099)	-0,109** (0,056)	-0,085** (0,043)	0,100 (0,424)	0,225 (0,325)
TRNSNP x MAJOR	-0,311* (0,167)	-0,150 (0,172)	-0,054 (0,100)	0,076 (0,103)	0,071 (0,044)	0,115** (0,044)	0,168 (0,333)	0,551 (0,340)
ROA	-0,662*** (0,117)	-0,672*** (0,117)	0,011 (0,073)	-0,012 (0,073)			5,513*** (0,232)	5,508*** (0,232)
CRESC	-0,134** (0,044)	-0,120** (0,044)	0,012 (0,026)	0,011 (0,026)	0,085*** (0,011)	0,084*** (0,011)	-0,103 (0,085)	-0,118 (0,085)
ENDIV	-0,082 (0,060)	-0,075 (0,060)	-0,390*** (0,037)	-0,388*** (0,037)	-0,082*** (0,016)	-0,076*** (0,016)	-0,049 (0,120)	0,008 (0,119)
TAM	0,127*** (0,008)	0,123*** (0,008)	-0,038*** (0,005)	-0,041*** (0,005)	0,002 (0,002)	0,002 (0,002)	-0,066*** (0,016)	-0,077*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
χ ²	610,10***	603,67***	515,44***	515,71***	363,73***	370,11***	1188,52***	1200,08***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: subíndices de adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle majoritário (MAJOR).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário majoritário (DIRSOC x MAJOR, MONIT x MAJOR e TRANSP x MAJOR).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

A hipótese 4c indicava que o controle disperso está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa. Entretanto, não foi observado efeito moderador do controle disperso sobre a relação do índice de adoção de práticas e indicadores da governança corporativa (Tabela 31). Também não foi constatado efeito moderador significativo quando se analisou os subíndices (Tabela 32).

Tabela 31 – Controle disperso e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (índices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
IAPGC	0,318** (0,147)	0,394** (0,137)	-0,022 (0,086)	0,029 (0,080)	0,127** (0,038)	0,115** (0,035)	1,118*** (0,297)	1,057*** (0,275)
DISP	-0,099 (0,221)	0,000 (0,213)	0,081 (0,133)	0,121 (0,128)	0,022 (0,059)	-0,046 (0,057)	0,137 (0,453)	0,454 (0,437)
IAPGC x DISP	0,102 (0,315)	-0,048 (0,296)	-0,020 (0,189)	-0,080 (0,178)	-0,074 (0,084)	0,021 (0,079)	-0,139 (0,645)	-0,573 (0,607)
ROA	-0,749*** (0,117)	-0,760*** (0,117)	0,024 (0,072)	0,022 (0,072)			5,652*** (0,235)	5,653*** (0,236)
CRESC	-0,119** (0,044)	-0,118** (0,044)	0,017 (0,026)	0,017 (0,026)	0,084*** (0,011)	0,085*** (0,011)	-0,070 (0,088)	-0,075 (0,088)
ENDIV	-0,099 (0,061)	-0,096 (0,061)	-0,385*** (0,037)	-0,387*** (0,037)	-0,082*** (0,016)	-0,077*** (0,016)	-0,024 (0,124)	-0,001 (0,123)
TAM	0,123*** (0,008)	0,121*** (0,008)	-0,039*** (0,005)	-0,040*** (0,005)	0,004** (0,002)	0,003 (0,002)	-0,077*** (0,016)	-0,082*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	565,88***	570,18***	500,70***	500,87***	326,00***	328,44***	1061,26***	1058,33***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: índice de adoção de práticas de governança corporativa (IAPGC), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle disperso (DISP).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário disperso (IAPGC x DISP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 32 – Controle disperso e eficácia da adoção de práticas de governança corporativa (subíndices)

Variáveis explicativas	Variável dependente (DESEMP)							
	BETA		KD		ROA		Q	
	GOV_P 1	GOV_D 2	GOV_P 3	GOV_D 4	GOV_P 5	GOV_D 6	GOV_P 7	GOV_D 8
DIRSOC	0,031 (0,113)	0,014 (0,102)	0,057 (0,067)	-0,016 (0,061)	-0,039 (0,030)	-0,052* (0,027)	0,915*** (0,229)	0,660** (0,205)
MONIT	0,419*** (0,119)	0,215** (0,096)	0,055 (0,071)	0,112** (0,057)	0,078** (0,031)	0,093*** (0,025)	1,037*** (0,240)	1,011*** (0,191)
TRANSP	-0,132 (0,100)	0,125 (0,109)	-0,111* (0,060)	-0,169** (0,063)	0,068** (0,026)	0,057** (0,027)	-0,607** (0,202)	-0,859*** (0,213)
DISP	-0,266 (0,240)	-0,234 (0,309)	0,014 (0,145)	-0,019 (0,185)	0,010 (0,064)	-0,175** (0,082)	0,398 (0,489)	0,686 (0,626)
DIRSOC x DISP	0,353 (0,248)	0,354 (0,291)	0,132 (0,148)	0,117 (0,175)	0,023 (0,066)	0,182** (0,077)	-0,996** (0,505)	-0,788 (0,592)
MONIT x DISP	-0,487* (0,276)	-0,207 (0,208)	-0,195 (0,166)	-0,120 (0,124)	-0,065 (0,074)	-0,083 (0,055)	-0,063 (0,563)	-0,656 (0,420)
TRNSNP x DISP	0,326 (0,235)	0,054 (0,227)	0,069 (0,142)	0,064 (0,138)	-0,006 (0,063)	0,065 (0,060)	0,338 (0,479)	0,293 (0,461)
ROA	-0,746*** (0,117)	-0,773*** (0,118)	0,035 (0,072)	0,023 (0,072)			5,719*** (0,233)	5,714*** (0,234)
CRESC	-0,125** (0,044)	-0,115** (0,045)	0,014 (0,026)	0,011 (0,026)	0,085*** (0,011)	0,086*** (0,011)	-0,115 (0,087)	-0,133 (0,087)
ENDIV	-0,088 (0,061)	-0,092 (0,061)	-0,382*** (0,037)	-0,381*** (0,037)	-0,080*** (0,016)	-0,075*** (0,016)	-0,017 (0,123)	0,001 (0,121)
TAM	0,123*** (0,008)	0,120*** (0,008)	-0,037*** (0,005)	-0,040*** (0,005)	0,002 (0,002)	0,001 (0,002)	-0,058*** (0,016)	-0,070*** (0,016)
SETOR	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
ANO	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
X ²	582,31***	570,16***	509,42***	515,66***	334,18***	348,90***	1113,06***	1126,25***
Observações	1005	1005	1024	1024	1074	1074	1066	1066
Empresas	159	159	156	156	160	160	160	160

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*.

Variáveis dependentes: risco no mercado de ações, operacionalizado pelo coeficiente beta (BETA), nas estimações 1 e 2; risco no mercado de crédito, operacionalizado pelo custo da dívida (KD), nas estimações 3 e 4; desempenho operacional, operacionalizado pelo retorno sobre ativos (ROA), nas estimações 5 e 6; e valor de mercado, aproximado pelo Q de Tobin (Q), nas estimações 7 e 8.

Adoção de práticas de governança corporativa: subíndices de adoção de mecanismos de proteção dos direitos dos acionistas (DIRSOC), monitoramento e incentivo gerencial (MONIT) e transparência da gestão (TRANSP), considerando as práticas individuais (GOV_P) nas estimações 1, 3, 5 e 7, e as dimensões indicadas por análise de componentes principais (GOV_D) nas estimações 2, 4, 6 e 8.

Tipo de controle acionário: variável binária indicativa do controle disperso (DISP).

Variáveis explicativas de interesse: variáveis interativas da adoção de práticas de governança corporativa com controle acionário disperso (DIRSOC x DISP, MONIT x DISP e TRANSP x DISP).

Variáveis explicativas de controle: retorno sobre ativos (ROA); crescimento da receita (CRESC); endividamento (ENDIV); tamanho (TAM); e variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados.

*, ** e ***: significância estatística a nível de 0,1, 0,05 e 0,01, respectivamente.

Fonte: Dados da pesquisa.

Empresas com controle disperso estão mais suscetíveis a conflitos de agência entre acionistas e gestores, devido à baixa concentração de direitos de voto (Tabela 11). Por isso, a literatura aponta que mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial e de transparência são mais eficazes nessas empresas, enquanto mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas teriam menor eficácia (BEBCHUK; HAMDANI, 2009; LEI; LIN; WEI, 2013). Entretanto, não se observou em nenhuma das estimações este comportamento, sugerindo que o controle disperso não afeta a eficácia de nenhum dos três tipos de mecanismos de governança corporativa estudados nesta pesquisa. Estes achados indicam que o controle disperso não atua como fator contingencial da eficácia da adoção de práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras.

5.3 Síntese e discussão dos resultados

A adoção de práticas de governança corporativa a nível de empresa, sob a ótica da Teoria da Agência, visa reduzir conflitos de interesse entre gestores/controladores e financiadores externos (acionistas minoritários e credores) (SHLEIFER; VISHNY, 1997). A partir da abordagem contingencial da governança corporativa (AGUILERA et al., 2008), foi proposta a tese de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa em incrementar indicadores de desempenho empresarial é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa. A amostra foi composta por 160 empresas com ações negociadas na B3, durante o período de 2010 a 2017, totalizando 1234 observações.

A adoção de práticas de governança corporativa foi analisada a partir do *compliance* das empresas a 41 práticas recomendadas para empresas brasileiras (CVM, 2002; IBGC, 2015; GT INTERAGENTES, 2016; PREVI, 2018; www.b3.com.br), agrupadas em três tipos de mecanismos: proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial e transparência da gestão. Verificou-se crescente adoção de práticas de governança corporativa, acompanhando a evolução indicada por pesquisas anteriores (BLACK; CARVALHO; SAMPAIO, 2014; BRANDÃO, 2014; SILVEIRA et al., 2009).

O índice de adoção de práticas de governança corporativa foi operacionalizado utilizando duas estratégias: média dos *scores* individuais das 41 práticas e média dos *scores* de 15 dimensões indicadas por meio de análise de componentes principais categórica. A primeira estratégia, mais utilizada em estudos realizados no Brasil (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2006), tem recebido críticas por não

considerar as inter-relações entre práticas individuais e por ponderar todas as práticas com um peso igual, como se a governança corporativa fosse um construto unidimensional (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; BRANDÃO et al., 2019; DEY, 2008; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007; MISANGYI; ACHARYA, 2014). A segunda estratégia foi processada para mitigar os efeitos destes problemas. Embora haja diferenças nas médias, observou-se forte correlação positiva do índice e dos subíndices quando comparadas as duas estratégias. Ademais, os resultados das estimações por ambas as métricas foram qualitativamente semelhantes, indicando que as duas estratégias podem ser utilizadas para medir o nível de adoção das práticas de governança corporativa analisadas.

O controle acionário das empresas foi categorizado por análise de conteúdo em três tipos: disperso, quando não há acionista controlador; compartilhado, quando acionistas sem relações familiares ou societárias controlam a empresas por meio de acordo de acionistas formalizado; e majoritário, quando o controle é exercido por um único acionista ou grupo de acionistas pertencentes à mesma família ou ao mesmo grupo econômico. Na amostra estudada, o controle majoritário é predominante (57%), seguido por empresas com controle compartilhado (25%) e disperso (18%). Observou-se no período analisado um crescente número de empresas com controle disperso, e redução no número de empresas com controle compartilhado, achados não evidenciados por pesquisas anteriores.

Dois dados acerca da estrutura de propriedade das empresas estudadas são importantes para a compreensão dos resultados desta pesquisa: em primeiro lugar, investidores institucionais concentram sua participação no controle de empresas com controle compartilhado, o que pode beneficiar a governança dessas empresas pelo ativismo atribuído a este grupo de acionistas (BAINBRIDGE, 2005; MACÊDO; MOURA; HEIN, 2013); em segundo lugar, empresas com controle majoritário apresentam maior desvio de direitos de voto em relação a direitos a fluxos de caixa, o que indica maior probabilidade de conflitos de agência do tipo principal-principal (CUETO, 2013; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Dentre os benefícios financeiros teoricamente associados à governança corporativa pode-se citar: acesso a financiamento externo, via redução de custo de capital próprio e de terceiros; melhor desempenho operacional, por meio da melhor eficiência do uso de recursos; e maior valor de mercado, combinando o menor custo de capital com a perspectiva de mais elevados níveis de fluxos de caixa futuros (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Para medir estes benefícios foram escolhidos quatro indicadores de desempenho empresarial: coeficiente beta (percepção de risco de investidores no mercado de ações), custo da dívida (percepção de

risco no mercado de crédito), retorno sobre ativos (desempenho operacional) e Q de Tobin (valor de mercado).

A partir da revisão de literatura, foram desenvolvidas quatro hipóteses, testadas por meio de análise de regressão com modelagem FGLS. No Quadro 3 são apresentados são confrontados os resultados esperados e encontrados da pesquisa, de acordo com as hipóteses levantadas.

Os resultados indicam que a adoção de práticas de governança corporativa não está contribuindo para a redução do risco percebido por financiadores de capital das empresas brasileiras (acionistas e credores), mas está relacionada à melhora do desempenho operacional e ao aumento do valor de mercado. Infere-se que a adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras está sendo eficaz em melhorar o desempenho operacional e elevar o valor de mercado. Porém, não é eficaz em reduzir a percepção de risco por parte dos financiadores externos.

Para verificar se o tipo de controle acionário é um fator contingencial à eficácia da adoção de práticas de governança corporativa, foram feitas três análises: relação direta do controle acionário com o nível de adoção de práticas de governança corporativa; relação direta do tipo de controle acionário com os indicadores de desempenho empresarial; e efeito moderador do tipo de controle acionário na relação entre adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial.

Em empresas com controle compartilhado há presença significativa de acionistas institucionais no grupo de controle e o baixo excesso de direitos de voto, que reforçam o argumento de que o controle compartilhado apresenta menor possibilidade de conflitos de agência. Ademais, a presença de controle compartilhado está relacionada à redução do risco no mercado de ações e ao incremento do desempenho operacional e do valor de mercado. Teoricamente, empresas com controle compartilhado apresentam duas características que podem reduzir conflitos de agência: por um lado, a presença de um grupo de controle gera o efeito incentivo, que mitiga conflitos de agência com gestores; por outro lado, divergências entre os acionistas que compõem o grupo de controle reduz a possibilidade de expropriação da riqueza de acionistas minoritários (CLAESSENS et al., 2002; GOMES; NOVAES, 2006; LEAL; SILVA, 2008).

Quadro 3 – Hipóteses e resultados da pesquisa

Hipóteses de pesquisa	Resultados esperados	Resultados encontrados	Conclusão
Hipótese 1: O tipo controle acionário influencia a adoção de práticas de governança corporativa	Hipótese 1a: O controle compartilhado está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança	O controle compartilhado está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 1b: O controle majoritário está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança	O controle majoritário está relacionado ao menor nível de adoção de práticas de governança	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 1c: O controle disperso está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança	O controle disperso está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança	<i>Hipótese não rejeitada</i>
Hipótese 2: A adoção de práticas de governança corporativa melhora indicadores de desempenho empresarial	Hipótese 2a: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao menor risco da empresa no mercado de ações	A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior risco da empresa no mercado de ações	<i>Hipótese rejeitada</i>
	Hipótese 2b: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao menor risco da empresa no mercado de crédito	A adoção de práticas de governança corporativa não está relacionada ao risco da empresa no mercado de crédito	<i>Hipótese rejeitada</i>
	Hipótese 2c: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior desempenho operacional da empresa	A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior desempenho operacional da empresa	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 2d: A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior valor de mercado da empresa	A adoção de práticas de governança corporativa está relacionada ao maior valor de mercado da empresa	<i>Hipótese não rejeitada</i>
Hipótese 3: O tipo de controle acionário afeta indicadores de desempenho empresarial	Hipótese 3a: O controle compartilhado está relacionado a melhores indicadores de desempenho empresarial	O controle compartilhado está relacionado a melhor coeficiente beta, retorno sobre ativos e Q de Tobin	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 3b: O controle majoritário está relacionado a piores indicadores de eficácia da governança corporativa	O controle majoritário está relacionado a pior coeficiente beta e Q de Tobin, mas está relacionado a melhor custo da dívida	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 3c: O controle disperso está relacionado a piores indicadores de desempenho empresarial	O controle disperso está relacionado a pior custo da dívida e retorno sobre ativos	<i>Hipótese não rejeitada</i>
Hipótese 4: O tipo de controle acionário afeta a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa e indicadores de desempenho empresarial	Hipótese 4a: O controle compartilhado está relacionado à menor eficácia da adoção de práticas de governança corporativa	O controle compartilhado está relacionado à menor eficácia da adoção de práticas de governança corporativa em elevar o Q de Tobin	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 4b: O controle majoritário está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa	O controle majoritário está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa em elevar o retorno sobre ativos e Q de Tobin	<i>Hipótese não rejeitada</i>
	Hipótese 4c: O controle disperso está relacionado à maior eficácia da adoção de práticas de governança corporativa	O controle disperso não está relacionado com a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa	<i>Hipótese rejeitada</i>

Fonte: Dados da pesquisa

O nível de adoção de práticas de governança corporativa de empresas com controle compartilhado é menor do que em empresas com controle disperso, sobretudo no que tange à participação de acionistas. O efeito da adoção das práticas de governança corporativa sobre o desempenho empresarial de empresas com controle compartilhado no que tange ao valor de mercado é menor do que em empresas com outros tipos de controle acionário, indicando que o controle compartilhado pode estar funcionando como um mecanismo complementar de governança corporativa: o monitoramento mútuo entre os acionistas que compõem o grupo de controle pode ser visto como um mecanismo adicional de governança corporativa (BAGLIONI, 2008; LEAL; SILVA, 2008), compensando a menor participação de acionistas minoritários.

A análise de mecanismos específicos indica que a transparência da gestão é menos relevante nas empresas com controle compartilhado para o desempenho operacional e o valor de mercado da empresa. Entretanto, o papel de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas em reduzir o risco percebido por credores e de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial em melhorar o desempenho operacional é maior. Observa-se, portanto, que embora empresas com controle compartilhado estejam associadas a menos conflitos de agência, existem áreas da governança corporativa que são mais eficazes nessas empresas.

Empresas com controle majoritário, além de ter um único acionista controlador, apresentam maior concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto. Estas características favorecem conflitos de agência entre controladores e minoritários (CUETO, 2013; RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). A relação do controle majoritário com o aumento do risco no mercado de ações e com a redução do desempenho operacional e do valor de mercado reforçam o argumento de que os custos de agência são maiores quando há um acionista majoritário. O efeito negativo encontrado do controle majoritário com o risco percebido por credores, pode ser explicado pela reputação do acionista majoritário no mercado de crédito brasileiro (CRISÓSTOMO; PINHEIRO, 2015; RAMLY, 2013).

O nível de adoção de práticas de governança corporativa nas empresas com acionista majoritário é inferior às empresas com controle disperso e compartilhado, resultado que se confirma para mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, de monitoramento e incentivo gerencial e de transparência da gestão. Observou-se ainda que o controle majoritário potencializa a relação entre a adoção de práticas de governança corporativa com os indicadores de desempenho operacional e valor de mercado, confirmando o argumento de que a eficácia da adoção de práticas de governança é maior nas empresas que apresentam conflitos de agência do tipo principal-principal mais severos (RENDERS; GAEREMYNCK, 2012). O menor nível

de adoção e a maior eficácia de práticas de governança sinalizam para o efeito expropriação, em que o acionista controlador reduz a qualidade da estrutura de governança da empresa para facilitar o usufruto de benefícios privados (BOZEC; BOZEC, 2007).

Analisando o efeito do controle majoritário sobre a eficácia de mecanismos específicos de governança corporativa, verifica-se que mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas são mais relevantes para o desempenho operacional e o valor de mercado das empresas com controle majoritário, o que reforça o argumento do efeito expropriação. Por outro lado, a menor eficácia de mecanismos de monitoramento e incentivo gerencial em reduzir o risco no mercado de ações e melhorar o desempenho operacional indica que a presença do acionista majoritário pode estar funcionando como um substituto a estas práticas, condizente com o efeito substituição (BOZEC; BOZEC, 2007).

Empresas com controle disperso apresentaram baixa concentração acionária e excesso de direitos de voto praticamente inexistente, o que as torna mais suscetíveis a conflitos de agência entre acionistas e gestores. A separação total entre propriedade e gestão (JENSEN; MECKLING, 1976) e os custos decorrentes de uma estrutura de governança mais complexa (AGUILARA et al., 2008) podem ser a causa do maior risco no mercado de crédito e do menor desempenho operacional observado nestas empresas.

O controle disperso está relacionado ao maior nível de adoção de práticas de governança, que pode ser fruto da baixa capacidade e incentivo dos acionistas dispersos em monitorar diretamente a ação dos gestores (BEBCHUK; HAMDANI, 2009). Não foram encontradas evidências da influência do controle disperso sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa, tanto quando se analisou o conjunto completo de práticas, como quando se analisou mecanismos específicos.

Os resultados da pesquisa corroboram a tese proposta, de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa brasileira. Acionistas controladores depreciam a adoção de práticas de governança corporativa, em relação a empresas com controle disperso. O tipo de controle acionário é relevante para o risco, o desempenho operacional e o valor de mercado das empresas. E a eficácia da adoção de práticas de governança, identificada pela melhora do desempenho operacional e pelo aumento do valor de mercado, que é maior nas empresas com controle majoritário e menor nas empresas com controle compartilhado.

6 CONCLUSÃO

A abordagem clássica da governança corporativa, baseada unicamente na Teoria da Agência, pressupõe que a adoção de práticas de governança mitiga os efeitos dos conflitos entre gestores/controladores e financiadores externos, reduzindo os custos de agência e impactando positivamente o desempenho e o valor de mercado da empresa (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008). Pela abordagem contingencial da governança corporativa argumenta-se que a eficácia da adoção dessas práticas é contingenciada por características do ambiente organizacional (AGUILERA et al., 2008). Nesta perspectiva, propôs-se a tese de que a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa brasileira, uma vez que no mercado de capitais brasileiro, além das empresas com controle majoritário, existe um substancial número de empresas com controle compartilhado e disperso.

O principal achado do trabalho indica que o tipo de controle acionário é um fator contingencial à eficácia da adoção de práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras, corroborando a tese proposta pela pesquisa. O tipo de controle acionário mostrou-se determinante para diferenças na concentração de direitos de voto e de fluxo de caixa da empresa, utilizados pela literatura em Teoria da Agência para mensurar a natureza e a magnitude dos conflitos de agência. Observou-se que nas empresas com acionista majoritário, cuja estrutura de propriedade aumenta a probabilidade de conflitos de agência, a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é maior. Em contrapartida, em empresas com controle compartilhado, que apresentam estrutura de propriedade menos propensa a conflitos de agência, a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa é menor.

Metodologicamente, pode-se apontar três contribuições principais da pesquisa. Em primeiro lugar, a construção do índice de adoção de práticas de governança corporativa baseado em códigos de boa governança brasileiros e sua subdivisão de acordo com os objetivos dos mecanismos analisados, que pode ser aplicado e aperfeiçoado por pesquisas futuras. Em segundo lugar, a análise de componentes principais categórica, que ajudou a compreender as dimensões da governança corporativa e que podem ser melhor analisadas em conjunto ou individualmente. E por último, a categorização do controle acionário, que apresentou diferenças significativas na estrutura de propriedade das empresas e que investigou os acionistas últimos, que de fato detém o controle.

No campo teórico, os resultados do trabalho corroboram a abordagem contingencial da governança corporativa, apesar de as hipóteses terem sido construídas apenas a partir das

diferenças nos conflitos de agência entre os tipos de controle acionário. Algumas relações empíricas encontradas, como o efeito negativo do controle majoritário sobre o risco no mercado de crédito, não encontram amparo na Teoria da Agência, o que indica a necessidade de se buscar explicações em outras teorias organizacionais para o efeito contingencial do controle acionário sobre a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa.

No campo organizacional, a pesquisa levanta questionamentos sobre a proposição de práticas de boa governança universais, que não consideram as características específicas das empresas. Estudos mais aprofundados podem indicar um conjunto de mecanismos que se adeque a cada tipo de controle acionário, gerando códigos de boa governança mais específicos. Além de contribuir para a melhoria efetiva da governança corporativa das empresas, isto pode evitar gastos com mecanismos de governança inadequados que são implementados apenas por serem recomendados em códigos de boa governança, sem serem eficazes.

Outros achados do trabalho também devem ser destacados. Um dos benefícios atribuídos à governança corporativa é o acesso a financiamento externo, facilitado pela redução do custo de capital. Entretanto, à exceção de mecanismos de transparência da gestão, não foi encontrada evidência de que a adoção de práticas de governança corporativa esteja contribuindo para a redução do coeficiente beta e do custo da dívida, indicadores de risco no mercado de ações e de crédito, respectivamente. A menor probabilidade de conflitos de agência do controle compartilhado (para o risco no mercado de ações) e a reputação do acionista majoritário (para o risco no mercado de crédito) apresentaram-se mais relevantes para o custo de capital do que a estrutura de governança das empresas. Faz-se necessária uma reflexão sobre quais mecanismos de governança podem ser implementados para reduzir o risco do financiamento corporativo, essencial para o crescimento econômico do país.

As consequências do controle compartilhado para a governança corporativa das empresas ainda são pouco conhecidas, tendo a literatura apontado pontos positivos e negativos. Os resultados deste trabalho agregam a esta discussão, indicando que, no mercado brasileiro, o risco no mercado de ações é menor e o desempenho operacional e do valor de mercado são maiores nas empresas com controle compartilhado tendem a ser menores do que em empresas com outros tipos de controle acionário. Ademais, a eficácia da adoção de práticas de governança corporativa nestas empresas é inferior. Estas evidências deixam um questionamento sobre a possibilidade do controle compartilhado ser mais benéfico para a governança corporativa em mercados que oferecem pouca proteção legal aos acionistas, uma vez que este controle parece

ser capaz de mitigar conflitos de agência com gestores e reduzir a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários.

A presença de um acionista majoritário, com alta concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa, favorece a expropriação da riqueza de minoritários em prol de benefícios privados do controle. Os resultados do trabalho trazem indícios de que esta estrutura de propriedade realmente é prejudicial à governança das empresas ao observar-se alguns elementos nesta realidade: menor índice de adoção e maior eficácia de práticas de governança corporativa, maior risco no mercado de ações e menor valor de mercado. Por representarem a maior parcela das empresas de capital aberto, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passa pela criação de mecanismos externos que promovam a melhoria da governança corporativa de empresas com controle majoritário.

O trabalho apresenta limitações teóricas e metodológicas que devem ser ressaltadas. A utilização apenas dos pressupostos da Teoria da Agência para a construção das hipóteses restringiu a análise dos resultados, uma vez que outras teorias organizacionais podem explicar o papel contingencial do controle acionário. Metodologicamente, a amostra não probabilística dos resultados prejudica a generalização dos resultados, as métricas utilizadas para operacionalização dos construtos podem ter erros de medida e a possível endogeneidade dos regressores não foi devidamente tratada nas estimações processadas.

Futuras pesquisas podem ser realizadas com métodos alternativos, a fim de confrontar seus resultados e mitigar as limitações metodológicas da presente pesquisa. Também pode-se analisar o efeito contingencial de outros atributos da estrutura de propriedade sobre a eficácia da governança corporativa, como a concentração de direitos de voto, o excesso de direitos de voto, a identidade dos acionistas controladores e o poder de contestação de acionistas minoritários sobre o excesso de poder de acionistas controladores. Para avançar na análise da abordagem contingencial da governança corporativa, pode-se investigar o efeito de outros atributos corporativos sobre a eficácia da governança corporativa, bem como buscar outras teorias organizacionais que ajudam a compreender esta abordagem, como a visão baseada em recursos e a teoria dos custos de transação. A análise da inter-relação das práticas de governança corporativa, a fim de verificar seus efeitos complementares e substitutos, é outra questão que pode ser explorada empiricamente.

REFERÊNCIAS

- 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.
- ABREU, E; S.; DIAS FILHO, J. M. Segmentos especiais da BM&FBOVESPA e dispersão acionária: Boa governança corporativa ou isomorfismo institucional? **Revista de Negócios**, v. 18, n. 2, p. 62-80, 2013.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 03, p. 377-397, 1996.
- AGUILERA, R. V. et al. An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 475-492, 2008.
- AGUILERA, R. V. et al. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The 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. 51, n. 1, p. 50-57, 2016.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance worldwide: what is the trigger? **Organization Studies**, v. 25, n. 3, p. 415-443, 2004.
- AGUILERA, R. V.; CUERVO-CAZURRA, A. Codes of good governance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 376-387, 2009.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K. A. Challenges in the measuring of comparative corporate governance. In: WANG, C. L.; KETCHEN, D. J.; BERGH, D. D. (Editors). **Research Methodology in Strategy and Management**, v. 8 - West Meets East: Toward Methodological Exchange. Bingley - UK: Emerald Group Publishing Limited, 2012.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; CASTRO, L. R. K. A Bundle Perspective to Comparative Corporate Governance. In: CLARKE, T.; BRANSON, D. (editors). **Sage Handbook of corporate governance**. New York: Sage Publications, 2012.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. **Academy of Management Review**, v. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALDAMEN, H.; DUNCAN, K. Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt? **Accounting & Finance**, v. 52, n. s1, p. 49-76, 2012.

ALDRIGHI, D. M. Concentração da Propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 14. In: **Anais...**, Recife, 24 a 26 de julho de 2014.

ALDRIGHI, D. M.; BISINHA, R. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 64, n. 1, p. 25-47, 2010.

ALDRIGHI; D. M.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.

ANDERSON, R. C.; MANSI, S. A.; REEB, D. M. Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-342, 2004.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Board composition: Balancing family influence in S&P 500 firms. **Administrative Science Quarterly**, v. 49, n. 2, p. 209-237, 2004.

ANDERSON, R. C.; REEB, D. M. Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 3, p. 1301-1328, 2003.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study. **Journal of Management & Governance**, v. 21, n. 4, p. 1053-1092, 2017.

ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, n. 4, 2014.

ANGONESE, R. et al. Divulgação de informações voluntárias na internet como determinante do custo do capital de terceiros. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 3, 2013.

ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of equity capital. **Social Science Research Network**, 2004. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681> . Acesso em: 06 de maio de 2019.

ASLAN, H.; KUMAR, P. Strategic ownership structure and the cost of debt. **The Review of Financial Studies**, v. 25, n. 7, p. 2257-2299, 2012.

ATTIG, N. et al. Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 1164-1180, 2012.

BAGLIONI, A. Shareholders' agreements and voting power: evidence from Italian listed firms. **Applied Economics**, v. 43, n. 27, p. 4043-4052, 2011.

BAINBRIDGE, S. M., **Shareholder Activism and Institutional Investors**. [Working paper]. UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 05-20. 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=796227>>. Acesso em: 20 de novembro de 2018.

- BALASUBRAMANIAN, N.; BLACK, B. S.; KHANNA, V. The relation between firm-level corporate governance and market value: a case study of India. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 4, p. 319–340, 2010.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R. A.; SENBET, L. W. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 5, p. 1223-1234, 1980.
- BARROS, C. M. E.; SILVA, P. Y. C.; VOESE, S. B. Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 2, 2015.
- BEBCHUK, L. A.; HAMDANI, A. The elusive quest for global governance standards. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 157, n. 5, p. 1263-1317, 2009.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The state of corporate governance research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.
- BECHT, M.; BOLTON, P.; RÖELL, A. Corporate governance and control. In: CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M.; STULZ, R. M. (editors) **Handbook of The Economics of Finance**, v. 1, p. 1-109. North Holland- Holland: Elsevier, 2003.
- BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Mac-Millan, 1932
- BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 3, p. 257 –273, 2008.
- BIANCHI, M.; BIANCO, M.; ENRIQUES, L. Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. In: BARCA, F.; BECHT, M. **The control of corporate Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2001. pp. 154-186.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. The Corporate Governance of Privately Controlled Brazilian Firms. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 7, n. 4, pp. 385–428, 2009.
- BLACK, B. S.; CARVALHO, A. G.; SAMPAIO, J. O. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 20, p. 176-195, 2014.
- BOKPIN, G. A.; ARKO, A. C. Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms: Empirical evidence from Ghana. **Studies in Economics and Finance**, v. 26, n. 4, p. 246-256, 2009.
- BOYD, B. K.; HAYNES, K. T.; ZONA, F. Dimensions of CEO–board relations. **Journal of Management Studies**, v. 48, n. 8, p. 1892-1923, 2011.
- BOZEC, Y; BOZEC R. Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects? **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 24, n. 3, p. 182-195, 2007.
- BRANDÃO, I. F. COELHO, A. C. D. Estrutura de propriedade, conflito de agência e compensação de executivos - evidências no Brasil. SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 20. In: **Anais...** São Paulo, novembro de 2017.

BRANDÃO, I. F. **Estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa: uma análise da empresa brasileira.** 2014. 174 f. Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Mestrado Acadêmico em Administração e Controladoria, Fortaleza – CE, 2014.

BRANDÃO, I. F. et al. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 18, 2019.

BRANDÃO, I. F. et al. Internacionalização e governança nas maiores companhias abertas do Brasil. **Revista Gestão Organizacional**, v. 7, n. 3, 2015.

BRANDÃO, I. F.; COELHO, A. C. D. Estrutura de propriedade e desempenho econômico-financeiro em instituições bancárias listadas na BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n. 1, 2016.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-438, 2015.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Índices de governança.** Disponível em:<http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/>. Acesso em: 10. Abril. 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. **Segmentos de listagem.** Disponível em:<http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 10. Abril. 2019.

BRASIL. **Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976** (Lei das Sociedades por Ações). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 20 de abril de 2019.

BRUNO, V. CLAESSENS, S. corporate governance and regulation: can there be too much of a good thing? **Journal of Financial Intermediation**, v. 19, n. 4, p. 461-482, 2010.

BYUN, H. Y. The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices. **Asia-Pacific Journal of Financial Studies**, v. 36, n. 5, p. 806, 2007.

CAIXA DE PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL. **Código PREVI de Melhores Práticas de Governança Corporativa.** 3 ed. Rio de Janeiro: PREVI, 2018.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, jan. /mar.2014.

CAIXE, D. F.; MATIAS, A. B.; OLIVEIRA, S. V. W. B. Free float e valor de mercado corporativo: Um estudo do período de 2001 a 2010. **Organizações & Sociedade**, v. 20, n. 67, p. 733-751, 2013.

CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 919-933, 2012.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 37, n. 3, 2002.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D. Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010–2012. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 3, p. 137-164, 2014.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a governança corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, 2013.

CAZZARI, R. B.; FÁVERO, L. P. L.; TAKAMATSU, R. T. Governança Corporativa e Beta de Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 14, n. 43, p. 51-62, 2015.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of Business Research**, v. 63, n. 3, p. 248-254, 2010.

CHEN, K. C. W.; CHEN, Z.; WEI, K. C. J.. Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 15, n. 3, p. 273-289, 2009.

CLAESSENS, S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

CLAESSENS, S.; FAN, J. P. H. Corporate governance in Asia: A survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, vol. 15, p. 1-33, 2013.

CLEMENTE, A. et al. O mercado brasileiro precifica a adesão e a migração aos níveis diferenciados de governança corporativa? **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 11, n. 2, p. 140-152, 2014.

COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

COLLIS, J.; HUSSEL, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.

CONNELLY, B. L. et al. Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, 2010.

CONNELLY, J. T.; LIMPAPHAYOM, P.; NAGARAJAN, N. J. Form versus substance: The effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 6, p. 1722-1743, 2012.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011.

CORREIA, T. S.; SILVA, M. N. F.; MARTINS, O. S. Qualidade da governança corporativa das empresas no mercado brasileiro de capitais. **ConTexto**, v. 16, n. 33, p. 4-19.

CREMERS, K. J.; NAIR, V. B. Governance mechanisms and equity prices. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 6, p. 2859-2894, 2005.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo e quantitativo**. 3 ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 120-140, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; GIRÃO, A. M. C. Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 11, n. 2, p. 40-64, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 4, n. 1, p. 1-30, 2015.

CUETO, D. C. Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. **International Review of Economics & Finance**, v. 25, p. 310-325, 2013.

CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. D. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Organizadores). **Análise multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2012.

DEDMAN, E.; FILATOTCHEV, I. Corporate governance research: A contingency framework. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, n. 4, p. 248-258, 2008.

DEMSETZ, H. The structure of ownership and the theory of the firm. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 375-393, 1983.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

DESENDER, K. A. et al. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 7, p. 823-842, 2013.

DEY, A. Corporate governance and agency conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1143-1181, 2008

DJANKOV, S. et al. The law and economics of self-dealing. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 3, p. 430-465, 2008.

DONALDSON, L. **The contingency theory of organizations**. Thousand Oaks - EUA: Sage, 2001.

DURNEV, A.; KIM, E. To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of control: An international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

EDMANS, A.; MANSO, G. Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. **The Review of Financial Studies**, v. 24, n. 7, p. 2395-2428, 2010.

EDWARDS, J. S. S.; WEICHENRIEDER, A. J. Control rights, pyramids, and the measurement of ownership concentration. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 72, n. 1, p. 489-508, 2009.

EDWARDS, J. S. S.; WEICHENRIEDER, A. J. Ownership concentration and share valuation. **German Economic Review**, v. 5, n. 2, p. 143-171, 2004.

ERMEL, M. D. A.; MONTE, P. A. Controle acionário, remuneração de executivos e desempenho empresarial: evidências para o mercado brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n. 3, p. 455-491, 2018.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 365-395, 2002.

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.

FLORACKIS, C. Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, n. 1, p. 37-59, 2008

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Governança Corporativa e Custo de Capital de Terceiros: Evidências entre Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Eletrônica de Administração (REAd)**, v. 22, n. 1, 2016.

FRAILE, I. A.; FRADEJAS, N. A. Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. **European Management Journal**, v. 32, n. 4, p. 646-657, 2014.

GELMAN, M.; CASTRO, L. R. K.; SEIDLER, V. Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. **Revista de Administração de Empresas**, v. 55, n. 3, p. 345-358, 2015.

GILLAN, S. L., STARKS, L. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. **Weinberg Center for Corporate Governance Working Paper**, n. 2003-01, 2003.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas**. São Paulo: IBGC, 2016.

HAIR JR. et al. **Análise multivariada de dados**. 5 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

- HART, O. An economist's perspective on the theory of the firm. **Columbia Law Review**, v. 89, n. 7, p. 1757-1774, 1989.
- HART, O. Corporate governance: some theory and implications. **The Economic Journal**, v. 105, n. 430, p. 678-689, 1995.
- HASSEN, R. B.; EL OUKADI, J.; OMRI, A. Executive compensation and ownership structure. **The Journal of Applied Business Research**, V. 31, n. 1, 2015.
- HENRY, D. Agency costs, ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 18, n. 1, p. 24-46, 2010.
- NASCIMENTO, J. C. H. B. et al. 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.
- HIRK, R.; HORNIK, K.; VANA, L. Multivariate ordinal regression models: an analysis of corporate credit ratings. **Statistical Methods & Applications**, p. 1-33, 2018.
- HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Estrutura de Propriedade em Firms Brasileiras: Trajetória entre 1998 -2012. **Revista de Finanças Aplicadas**. v. 3, 2014, p. 1-39, 2014.
- HUSE, M. Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. **British Journal of Management**, v. 16, p. S65-S79, 2005.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4 ed. São Paulo: IBGC, 2009.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **O IBGC**. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/quemsomos>>. Acesso em: 20 de abril 2019.
- JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.
- JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: the separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 367-374, 1983.
- KLOCK, M. S.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Does corporate governance matter to bondholders? **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 40, n. 4, p. 693-719, 2005.

- KOERNIADI, H.; KRISHNAMURTI, C.; TOURANI-RAD, A. Corporate governance and the variability of stock returns. **International Journal of Managerial Finance**, v. 10, n. 4, p. 494-510, 2014.
- LA BRUSLERIE, H; LATROUS, I. Ownership structure and debt leverage: Empirical test of a trade-off hypothesis on French firms. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 22, n. 4, p. 111-130, 2012.
- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3-27, 2000.
- LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate valuation. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 3, 2002.
- LA PORTA, R. et al. 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.
- LAMEIRA, V. J. As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 42, 2012.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JÚNIOR, W. L.; MACEDO-SOARES, D. V. A. Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007.
- LARCKER, D. F.; RICHARDSON, S. A.; TUNA, I. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.
- LARKIN, Y.; NG, L.; ZHU, J. The fading of investment-cash flow sensitivity and global development. **Journal of Corporate Finance**, v. 50, p. 294-322, 2018.
- LEAL, R. P. C. A qualidade das práticas de governança corporativa afeta o valor da empresa no Brasil? In: FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. (org.) **Governança corporativa e criação de valor**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.
- LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 327-337, 2004.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. Controle compartilhado e o valor das empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 2, n. 2, p. 296-311, 2008.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C.; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.
- LEI, Q.; LIN, B.; WEI, M. Types of agency cost, corporate governance and liquidity. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 3, p. 147-172, 2013.

- LEMMON, M. L.; LINS, K. V. Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 4, p. 1445-1468, 2003.
- LI, H.; JAHERA JR, J. S.; YOST, K. Corporate risk and corporate governance: another view. **Managerial Finance**, v. 39, n. 3, p. 204-227, 2013.
- LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, 2009.
- LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; CRISÓSTOMO, V. L. Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.
- LOPEZ-ITURRIAGA, F. J.; SANTANA-MARTÍN, D. J.. Do shareholder coalitions modify dominant owner's control? The impact on dividend policy. **Higher School of Economics Research Paper**, No. WP BRP 41/FE/2015, 2015. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=2552439>> . Acesso em: 01 de julho de 2019.
- LOVE, I. Corporate governance and performance around the world: What we know and what we don't. **The World Bank Research Observer**, v. 26, n. 1, p. 42-70, 2010.
- LUBATKIN, M. H.; LING, Y.; SCHULZE, W. S. An organizational justice-based view of self-control and agency costs in family firms. **Journal of Management Studies**, v. 44, n. 6, p. 955-971, 2007.
- MACÊDO, F. F. R. R. ; MOURA, G. D.; HEIN, N. Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. **Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión**, v. 11, n. 21, p. 1-20, 2013.
- MAESTRI, C. O. N. M.; TERUEL, R. L. H.; RIBEIRO, K. C. S. Governança Corporativa e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 7, n. 4, p. 1-17, 2017.
- MANDE, V.; PARK, Y. K.; SON, M. Equity or debt financing: does good corporate governance matter? **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 195-211, 2012.
- MARQUES, T. A.; GUIMARÃES, T. M.; PEIXOTO, F. M. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, 2015.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, H. C.; SCHIEHLL, E.; TERRA, P. R. S. Country-level governance quality, ownership concentration, and debt maturity: A comparative study of Brazil and Chile. **Corporate Governance: An International Review**, 2016.

- MATUCHESKI, S.; CLEMENTE, A.; SANDRINI, J. C. Governança corporativa e volatilidade das ações negociadas na Bovespa na crise financeira de 2008. **Revista Brasileira de Estratégia**, v. 2, n. 2, p. 171, 2009.
- MAURY, B.; PAJUSTE, A. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1813-1834, 2005.
- MCKNIGHT, P. J.; WEIR, C. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 2, p. 139-158, 2009.
- MELO, R. S. et al. A contribuição da governança corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Gestão**, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.
- MIGUEL, A.; PINDADO, J.; DE LA TORRE, C. Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 12, p. 1199-1207, 2004.
- MISANGYI, V. F.; ACHARYA, A. G. Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. **Academy of Management Journal**, v. 57, n. 6, p. 1681-1705, 2014.
- MONTE, P. A. et al. Existe relação entre Governança Corporativa e volatilidade? Um estudo a partir da formação de carteiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 2, p. 15-44, 2010.
- 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.
- MOREY, M. et al. Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 254-262, 2009.
- MUNHÓS, J. L. Comitê de auditoria: um instrumento para redução de assimetria entre os sócios administradores e os sócios não administradores. In: FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. (org.) **Governança corporativa e criação de valor**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.
- NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.
- NASCIMENTO, A. M.; NASCIMENTO, C. L.; REGINATO, L. Modelo de gestão. In: NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. (Organizadores). **Controladoria: um enfoque na eficácia organizacional**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2009. p. 36-55.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.
- OLIVEIRA, L. S. S.; SANTOS, D. F. L. Desempenho e volatilidade dos índices de governança corporativa da B3. **Revista Reunir**, v. 1, n. 2, p. 52-64, 2015.

OLIVEIRA, L. S.; SANTOS, D. F. Desempenho e Volatilidade dos Índices de Governança Corporativa da BM&FBovespa. **REUNIR – Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 2, n. 1, p. 52-64, 2011.

PAGANO, M.; RÖELL, A. The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring, and the decision to go public. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 113, n. 1, p. 187-225, 1998.

PALIGOROVA, T.; XU, Z. Complex ownership and capital structure. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 701-716, 2012.

PEIXOTO, F. M. et al. Governança Corporativa e Crises: mecanismos importantes durante ciclos econômicos distintos. **Revista de Ciências da Administração**, p. 119-133, 2014.

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

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 17, n. 3, p. 304-324, 2013.

RAMLY, Z. Corporate governance, shareholder monitoring and cost of debt in Malaysia. **International Journal of Economics and Management Engineering**, v. 7, n. 4, p. 1062-1073, 2013.

REDDY, K.; LOCKE, S.; SCRIMGEOUR, F. The efficacy of principle-based corporate governance practices and firm financial performance: An empirical investigation. **International Journal of Managerial Finance**, v. 6, n. 3, p. 190-219, 2010.

RENDERS, A.; GAEREMYNCK, A. Corporate Governance, Principal-Principal Agency Conflicts, and Firm Value in European Listed Companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 2, p. 125-143, 2012.

RIBEIRO, H. C. M.; SANTOS, M. C. Perfil e evolução da produção científica do tema governança corporativa nos periódicos qualis/capes nacionais: uma análise bibliométrica e de redes sociais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, 2015.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. **Revista de Gestão – REGE**, v. 12, n. 4, p. 55-72, 2005.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SALMASI, S. V.; MARTELANC, R. Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. **Revista de Contabilidade da UFBA**, v. 3, n. 1, p. 101-117, 2009.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LÚCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SHLEIFER, A; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, June 1997.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, 2004.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVA, A. L. P.; LANA, J.; MARCON, R. Agreeing and Impacting: The Effect of the Shareholders' Agreement on Firms' Market Value. **BBR – Brazilian Business Review**, v. 15, n. 1, p. 88-104, 2018.

SILVA, E. S.; KAYO, E. K.; LIMA, I. S. Dupla listagem, alavancagem e maturidade da dívida. **Revista de Gestão**, v. 24, n. 2, p. 98-109, 2017.

SILVA, R. F. M.; CARMONA, C. U. M.; LAGIOIA, U. C. T. A Relação entre o Risco e as Práticas de Governança Corporativa Diferenciada no Mercado Brasileiro de Ações: uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 39, p. 175-192, 2011.

SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; PIMENTA JR, T. O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, n. 2, p. 222-242, 2012.

SILVEIRA, A. D. M. et al. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 10, n. 2, p. 191-202, 2010.

SILVEIRA, A. D. M. et al. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v.44, n.3, p.173-189, 2009.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração – REAd**, v. 14, n. 3, 2008.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos, qualidade da governança corporativa e valor das companhias abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 4, n. 1, p. pp. 3-32, 2006.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, 2008.

SOARES, G. O. G.; COUTINHO, E. S.; CAMARGOS, M. A. Determinantes do rating de crédito de companhias brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 109-143, 2012.

SU, D.; HE, X. Ownership structure, corporate governance and productive efficiency in China. **Journal of Productivity Analysis**, v. 38, n. 3, p. 303-318, 2012.

SUTHERLAND, A. Does credit reporting lead to a decline in relationship lending? Evidence from information sharing technology. **Journal of Accounting and Economics**, v. 66, n. 1, p. 123-141, 2018.

TINOCO, J. E. P.; ESCUDER, S. A. L.; YOSHITAKE, M. O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, 2011.

VIEIRA, K. M. 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, 49-67, 2011.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. T. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista Organizações em Contexto**, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2006.

WILLIAMSON, O. E. The economics of organization: The transaction cost approach. **American Journal of Sociology**, v. 87, n. 3, p. 548-577, 1981.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. Massachusetts - EUA: MIT Press, 2002.

YEH, Y. H.; WOIDTKE, T. Commitment or entrenchment? Controlling shareholders and board composition. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1857-1885, July 2005.

YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZHU, F. Corporate governance and the cost of capital: an international study. **International Review of Finance**, v. 14, n. 3, p. 393-429, 2014.