

ANÁLISE DA LITERATURA EMPÍRICA SOBRE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos, no início do século XX, proporcionou profundas mudanças na composição acionária das corporações, em termos de pulverização do capital, ascensão de investidores institucionais e uma série de fusões e aquisições (Rossetti & Andrade, 2012). Com a identificação dos conflitos de interesses decorrentes da separação entre propriedade e gestão das corporações por Berle e Means (1932), a estrutura de propriedade passou a ser um dos temas centrais para teoria econômica (Demsetz, 1983). A Teoria Clássica da Firma perdeu espaço para teorias que inseriram as relações existentes entre os agentes produtivos, com destaque para o estudo de Jensen e Meckling, (1976), que define pela primeira vez o termo estrutura de propriedade e explana os conflitos existentes entre acionistas e gestores. A partir deste estudo, observou-se crescimento da produção científica que trata da estrutura de propriedade (Vesco & Beuren, 2012).

No Brasil, a abertura de capital das empresas e a oferta pública de ações ainda tem se mostrado lentas. Embora se tenha visto um esforço governamental e do próprio mercado de capitais em estimular as empresas brasileiras a abrirem seu capital, existiam 660 companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em julho de 2020, das quais seis são estrangeiras e 42 são incentivadas. Na Brasil, Bolsa Balcão (B³), bolsa de valores brasileira, na mesma data haviam 421 empresas com ações negociadas.

O ambiente legal de baixo *enforcement* e fraca proteção aos acionistas minoritários impede a maior dispersão da propriedade das empresas brasileiras (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 1998). A elevada concentração acionária torna o conflito de agência predominante decorrente da relação entre acionistas controladores, sobrepostos à gestão, e acionistas minoritários (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

Com uma base teórica consolidada e um ambiente institucional peculiar, passou-se a investigar de forma mais recorrente a estrutura de propriedade das empresas brasileiras. A compreensão das características da estrutura de propriedade e dos fatores que podem afetar ou ser afetados por estas características pode contribuir para a sustentabilidade das empresas brasileiras de capital aberto e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, observa-se que não há consenso entre os pesquisadores de quais os atributos da estrutura de propriedade são relevantes para a realidade brasileira, de qual a metodologia mais adequada de se mensurar estes atributos e de quais fatores são seus antecedentes e consequentes.

A literatura empírica sobre a estrutura de propriedade das empresas brasileiras tem apontado divergências metodológicas e resultados inconclusivos. Diante da relevância teórica e prática da estrutura de propriedade para os campos das Finanças Corporativas, Governança Corporativa e Contabilidade Financeira, bem como das características do mercado de capitais brasileiro, esta pesquisa tem por objetivo analisar o panorama da produção empírica a respeito da estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. Foi realizada uma análise sistemática de literatura, que abrangeu 169 artigos empíricos publicados em periódicos nacionais e estrangeiros. Por meio de análise de conteúdo foram identificados os atributos da estrutura de propriedade investigados, a forma de sua mensuração, seus antecedentes e consequentes no período de 2000 a 2020.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 A teoria da Estrutura de Propriedade da Firma

A estrutura de propriedade de uma empresa pode ser entendida como direitos de propriedade mantidos por administradores (*insiders*) e investidores externos, que não têm função na administração (*outsiders*) (Jensen & Meckling, 1976). A Teoria Econômica Clássica

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-saxã, 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 abordar teoricamente a incorporação de características reais das empresas, focando nas relações contratuais 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 umnexo 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 decorrentes custos desta relação, que afetam a *performance* e o valor da firma, denominada pelos autores de Teoria da Estrutura de Propriedade da Firma. A estrutura de propriedade, neste contexto, determina os conflitos de agência entre gestores e acionistas, influenciando a tomada de decisão dos administradores e gerando custos de agência que afetariam desempenho corporativo (Jensen & Meckling, 1976).

Após o estudo de Jensen e Meckling (1976), outros estudos teóricos publicados no início da década de 1980, como Fama (1980), Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983a, 1983b), consolidaram a base conceitual para o estudo da estrutura de propriedade no âmbito das corporações. A partir de então, passou-se a investigar empiricamente os antecedentes e os consequentes da estrutura de propriedade das corporações nos mercados de capitais (Vesco & Beuren, 2012), com destaque para os precursores Demsetz & Lehn, 1985, que abordaram os antecedentes da concentração acionária, e Morck, Shleifer, & Vishny, 1988, que analisara sua influência da participação acionária de administradores sobre o valor de mercado das firmas.

No final da década de 1990, estudos indicaram que a pulverização do capital é predominante apenas em países com forte proteção legal aos investidores. Nos países que não apresentam forte sistema legal de proteção aos direitos dos acionistas, incluindo o Brasil, 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 (Porta et al, 1998; Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999). Ao passo que a concentração acionária mitiga o clássico problema de agência relatado por Jensen e Meckling (1976), surge um outro tipo de problema de agência, decorrente da relação entre acionistas controladores e minoritários (Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002), denominado conflitos principal-principal (Young et al., 2008). A pesquisa empírica em mercados de capitais menos desenvolvidos passou a investigar a estrutura de propriedade sob a perspectiva dos conflitos principal-principal (Claessens & Djankov, 1999; Claessens & Fan, 2002). Neste contexto, não é analisada apenas a propriedade de *insiders*, mas também questões relativas a concentração acionária, direitos de voto e de fluxo de caixa dos controladores e natureza dos principais acionistas (Cueto, 2013).

2.2 Pesquisa empírica da estrutura de propriedade

As características do mercado de capitais brasileiro e a importância teórica dada à estrutura de propriedade tem levado a pesquisadores investigar empiricamente a estrutura de propriedade das empresas brasileiras. Não foram encontrados estudos anteriores que analisaram especificamente a literatura sobre estrutura de propriedade no Brasil. No âmbito internacional, Vesco e Beuren (2012) realizaram um estudo bibliométrico da literatura de alto impacto sobre

a teoria da propriedade da firma até 2011. Dos 70 artigos encontrados, os autores verificaram um crescimento do número de publicações nos últimos anos, com os temas mais recorrentes: concentração e dispersão de propriedade (43), teoria da agência – principal agente (21) e desempenho (20). Outras temáticas relativas a atributos da estrutura de propriedade destacadas pelos autores foram: tipo de empresa (13), propriedade cruzada (3) e estrutura piramidal (2).

Neste trabalho serão analisados os atributos de estrutura de propriedade investigados na produção científica empírica realizada no mercado de capitais brasileiro, a métrica utilizada para a mensuração destes atributos, bem com seus antecedentes e consequentes.

2.2.1 Atributos da estrutura de propriedade

A literatura empírica focaliza a estrutura de propriedade em duas dimensões principais (Vesco & Beuren, 2012): grau de concentração e dispersão do capital; e natureza dos proprietários. Os atributos da estrutura de propriedade, neste trabalho, foram classificados em três dimensões: concentração acionária, participação acionária e controle acionário.

A **concentração acionária** está relacionada ao percentual de ações detidas pelos principais acionistas da empresa. As primeiras pesquisas empíricas foram realizadas no mercado norte americano (Demsetz & Lenh, 1985; Morck et al., 1988), com predominância de empresas com capital pulverizado e que emitem apenas ações com direito a voto (Porta et al., 1998), e investigaram a concentração de ações totais detidas pelos maiores acionistas e gestores, que ao mesmo tempo revela o direito de voto e o direito a fluxo de caixa destes acionistas. A concentração acionária, neste contexto, é vista como instrumento de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (Shleifer e Vishny, 1986).

Com o avanço teórico acerca dos conflitos de agência do tipo principal-principal, outras formas de concentração acionária passaram a ser analisadas. A existência de ações sem direito a voto e as estruturas piramidais de propriedade permitiram a análise da concentração acionária sob três perspectivas: concentração de direitos de voto, concentração de direitos de fluxo de caixa e excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa. Enquanto a concentração de direitos de fluxo de caixa é tida como indicador de alinhamento de interesses (Porta et al., 2002), a concentração de direitos de voto e o excesso de direitos de voto indicam respectivamente, maior possibilidade e incentivo à expropriação da riqueza da empresa pelos controladores (Cueto, 2013).

A **participação acionária** indica o percentual de ações detidas por diferentes grupos de investidores, independentemente de estar na posição de controlador. Com base no estudo de Jensen e Meckling (1976), os primeiros estudos analisaram a participação acionária dos administradores, que indica o grau de alinhamento de seus interesses com os interesses dos acionistas em empresas com capital pulverizado. À medida em que sua participação no capital da empresa se eleva, eleva-se seu incentivo a tomar decisões que maximizem o desempenho da empresa como um todo (hipótese do alinhamento de interesses) (Morck et al., 1988). O entrincheiramento gerencial se configura quando os administradores detêm baixa participação no capital da empresa, e podem usar de sua posição para tomar decisões em benefício próprio, mesmo que prejudiquem o desempenho da empresa (Morck et al., 1988).

Posteriormente passou-se a investigar a participação relevante de outros tipos de investidores no capital da empresa, que também pode afetar a tomada de decisão dos administradores. Em especial, investidores institucionais e estrangeiros são vistos pela literatura como ativistas, e podem usar de sua participação relevante no capital votante para pressionar pela adoção de medidas que favoreçam a totalidade dos acionistas da empresa (Abor & Biekpe, 2007; Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010).

O **controle acionário** está relacionado à presença e à identidade dos acionistas que detêm o controle, normalmente com mais da metade das ações com direito a voto. Empresas com capital pulverizado ou disperso, em que nenhum acionista detém o controle, são mais

suscetíveis a problemas de agência entre acionistas e gestores (Shleifer, & Vishny, 1997). Quando assumem a posição de controladores, os diversos grupos de investidores, dado seus interesses distintos, podem interferir na tomada de decisão das empresas, tendo maior controle sobre a gestão, mas potencializando conflitos de interesses com os acionistas minoritários. A literatura indica que grupos empresariais e famílias (Aguilera & Jackson, 2003), podem utilizar-se do controle para atingirem seus interesses particulares, em detrimento de interesses de minoritários. O controle estatal, por sua vez, parece estar associado à menor eficiência (Shleifer & Vishny, 1997). Outro tipo de controle bastante comum no Brasil é o acordo de acionista (Carvalho, 2012), em que dois ou mais investidores sem relações familiares ou comerciais compartilham o controle da empresa por meio de contrato formal que disciplina, entre outros aspectos, o direito de voto em assembleias (Crisóstomo & Brandão, 2019).

2.2.2 Mensuração dos atributos da estrutura de propriedade

A investigação dos atributos de propriedade das companhias abertas é facilitada pela divulgação de informações exigidas pelos órgãos reguladores dos mercados de capitais. No Brasil, as companhias de capital aberto devem informar à CVM a relação atualizada de todos os acionistas relevantes (que detêm no mínimo 5% de uma das classes de ações da empresa), identificando se há e quais são os acionistas controladores. Até 2009 estas informações eram disponibilizadas ao público por meio de relatório de informações anuais (IAN), substituído a partir de 2010 pelo formulário de referência (FR), no *websites* da CVM. Adicionalmente, algumas bases de dados financeiras, normalmente com acesso limitado a assinantes, incorporam estas informações e a disponibilizam de forma mais refinada, como a brasileira Economática® e norte-americana Bloomberg®.

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 os acionistas controladores e os acionistas minoritários com participação relevante.

Para identificar se a empresa tem acionista controlador ou não, pode-se utilizar o percentual de ações com direito a voto detidas pelo(s) maior(es) acionista(s), escolhendo um ponto de corte. A literatura internacional tem indicado que acionistas com 20% de ações com direito a voto podem ser considerados como controladores (Porta et al, 2002; Faccio & Lang, 2002). No Brasil, estudos utilizam pontos de corte diferenciados, de até 50% (Leal, Silva, & Valadares, 2002). Caso se investigue a identidade dos principais acionistas ou a identidade do acionista controlador, cabe ao pesquisador classificar cada acionista em categorias, de acordo com seus interesses de pesquisa, como: investidores institucionais, empresas, investidores individuais, famílias, governo e administradores.

Outra observação diz respeito à investigação de estruturas piramidais de propriedade, podendo usar a **propriedade direta ou indireta**. No primeiro caso, o pesquisador analisa apenas quais os acionistas que detêm, diretamente, as ações da empresa. A análise indireta requer que o pesquisador identifique o proprietário último das ações da empresa, por meio da análise das estruturas piramidais de controle (Leal, Silva, & Valadares, 2002).

2.2.3 Antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade

Para analisar o papel da estrutura de propriedade para a teoria da firma nos mercados de capitais, a pesquisa empírica tem investigado seus **consequentes**. Os primeiros estudos, seguindo o estudo de Jensen e Meckling (1976), verificaram a influência da estrutura de propriedade sobre o desempenho corporativo, em termos financeiros e de mercado. As decisões financeiras, relacionadas a investimento, financiamento e dividendos, também podem ter influência de atributos da estrutura de propriedade (Cho, 1998; Moh'd, Perry, & Rimbey;

Jensen, Solberg, & Zorn, 1992). Um terceiro grupo de consequentes está relacionada aos mecanismos de controle da empresa, relacionados à estrutura de governança corporativa, à informação contábil divulgada e à própria estrutura de propriedade (Dunne & Kim, 2005; Dahlquist, & Robertsson, 2001; Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Outros possíveis consequentes da estrutura de propriedade, não relacionados diretamente com o mercado de capitais, não foram abordados neste trabalho.

Embora em menor número, os **antecedentes** da estrutura de propriedade são investigados empiricamente. Demsetz e Lehn (1985) foram os primeiros a considerar que a estrutura de propriedade possa ser uma variável endógena, ou seja, influenciada por outros construtos relacionados ao mercado de capitais. O desempenho financeiro e de mercado, as decisões financeiras e os mecanismos de monitoramento e controle adotados pela empresa podem afetar tanto a concentração acionária, como a participação de grupos de acionistas (Baysinger, Kosnik, & Turk, 1991; Cho, 1998; Jensen, Solberg, & Zorn, 1992).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atingir o objetivo proposto neste trabalho, empreendeu-se uma revisão sistemática da literatura empírica que aborda atributos da estrutura de propriedade da empresa no mercado de capitais brasileiro. A estratégia de pesquisa empregada foi pesquisa bibliográfica, tendo como unidade de análise artigos científicos de natureza empírica que investigaram a estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro, restringindo-se às áreas de Finanças Corporativas, Governança Corporativa e Contabilidade Financeira. A coleta de dados ocorreu até 21 de julho de 2020.

O período de análise compreendeu os últimos vinte e três anos (1998 a 2020), após o início das discussões em âmbito internacional acerca das características distintas da estrutura de propriedade entre países (Porta et al., 1998). Foram feitas consultas às bases de dados Spell e Scielo, para identificar publicações em periódicos nacionais, e à base de dados Periódicos Capes para identificar publicações em periódicos estrangeiros. A Spell é a base de dados da área de Administração do Brasil, e a Scielo complementarmente, traz importantes periódicos de Economia, que por vezes trata da estrutura de propriedade no contexto do mercado de capitais.

A seleção dos artigos foi realizada em três etapas:

1. Busca inicial: artigos que continham no título, resumo, ou palavras-chave alguma menção a atributos de estrutura de propriedade: estrutura de propriedade, estrutura de controle, concentração de propriedade, concentração acionária, participação acionária, direitos de voto, direitos de fluxo de caixa, direitos de controle, direitos de propriedade, acionista(s) controlador(es), acionista(s) minoritário(s) (foram feitas pesquisas em português e em inglês);
2. Primeira triagem: leitura do título e do resumo, a fim de selecionar apenas artigos de natureza empírica realizados no mercado de capitais brasileiro, que tenham investigado efetivamente algum atributo da estrutura de propriedade e que tenham tema principal relacionado à área de Finanças Corporativas, Governança Corporativa e/ou Contabilidade Financeira;
3. Segunda triagem: leitura rápida do texto completo, a fim de dirimir dúvidas sobre artigos cujas informações obtidas na primeira triagem não foram suficientes para verificar se o artigo se enquadrava no perfil desejado.

A base de dados selecionada para a pesquisa foi composta por 169 artigos, dos quais 148 foram publicados em periódicos nacionais e 21 foram publicados em periódicos estrangeiros. Na Tabela 1 é apresentada a composição da base de dados da pesquisa de acordo com a nacionalidade e a indexação dos periódicos no Qualis Capes na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo do quadriênio 2013-2016.

Tabela 1: Quantitativo de artigos analisados por indexação no Qualis Capes (2013-2016)

Qualis 2013-2016	Periódicos			Artigos		
	Nacionais	Estrangeiros	Total	Nacionais	Estrangeiros	Total
A1	0	5	5	0	8	8
A2	13	3	16	60	6	66
B1	16	2	18	57	2	59
B2	12	0	12	17	0	17
B3	5	0	5	10	0	10
Não indexado	1	3	4	4	5	9
Total	43	11	54	148	21	169

A análise dos artigos foi realizada com abordagem qualitativa, por meio da técnica de análise de conteúdo, segundo as recomendações de Bardin (1977). Todos os artigos foram lidos, a fim de se identificar os atributos da estrutura de propriedade investigados, a forma de mensuração destes atributos e os antecedentes e consequentes destes atributos. A unidade de registro analisada foram os objetos do texto. As categorias e subcategorias de análise foram definidas de forma mista, incluindo categorias previamente definidas a partir da revisão de literatura e outras identificadas durante a leitura dos artigos. Como regras de enumeração das categorias foram utilizadas presença (ausência), frequência e direção.

4 DISCUSSÃO

A análise será apresentada em quatro seções: evolução da produção científica empírica em estrutura de propriedade; atributos da estrutura de propriedade; mensuração da estrutura de propriedade; e antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade.

4.1 Evolução da produção científica empírica em estrutura de propriedade

Na Tabela 2 os artigos são classificados de acordo com o ano de publicação do periódico. Para fins de análise da evolução temporal, o período de análise foi classificado em três períodos: 1998-2003, 2004-2011 e 2012-2017.

Tabela 2: Evolução temporal da produção científica empírica em estrutura de propriedade

Ano	Total	Atributo de estrutura de propriedade				Análise da estrutura de propriedade		
		Concentração	Participação	Controle	Outro	Descrição	Antecedentes	Consequentes
2000	1	1	1	0	1	1	0	0
2002	2	2	0	1	0	1	0	1
2004	7	6	0	2	0	1	0	6
2005	3	3	0	2	0	1	0	2
2006	3	1	0	3	1	0	0	3
2007	7	5	2	4	1	2	3	5
2008	8	8	2	3	0	0	2	8
2009	2	2	0	1	0	0	0	2
2010	12	11	1	5	3	2	1	10
2011	3	3	1	0	1	0	1	2
2012	4	4	1	1	2	0	2	3
2013	12	9	3	7	3	0	2	11
2014	15	10	8	8	4	3	0	12
2015	27	22	4	7	6	2	2	25
2016	15	13	4	2	3	0	1	14
2017	12	10	1	4	2	0	0	12
2018	10	5	1	4	1	0	0	10
2019	17	13	5	1	1	0	1	17
2020	9	7	1	2	2	0	0	9
Total	166	135	35	57	31	13	15	151

No primeiro período (1998-2003) foram identificados apenas três artigos, um publicado em periódico estrangeiro, em 2000, e dois publicados em um periódico brasileiro em 2002. Em

dois trabalhos os objetivos foram de descrever as características da estrutura de propriedade da empresa brasileira, sendo investigados a concentração acionária, a participação acionária e a propriedade cruzada (interlock). Um dos artigos de 2002 investigou o efeito da concentração acionária e do controle acionário sobre a composição do conselho de administração.

No segundo período (2004-2012) observou-se crescente número de publicações (49), sendo investigados antecedentes (2), consequentes (34) e antecedentes e consequentes (7) da estrutura de propriedade, além de seis artigos descritivos. A concentração acionária foi a dimensão mais abordada (43), seguida pelo controle acionário (21) e pela participação acionária (7). Outros atributos de estrutura de propriedade estão presentes em oito artigos deste período. O ano de 2010 foi uma exceção na quantidade de artigos publicados, devido à publicação de cinco artigos em periódicos estrangeiros.

No terceiro e atual período (2013-2020) observa-se maior número de publicações (117), especialmente no Brasil (107). Além do maior conhecimento teórico dos pesquisadores, esse crescimento pode ser reflexo do aumento de programas de pós-graduação em Administração e Contabilidade, e do consequente aumento do número de periódicos. A produção científica concentrou-se em investigar os consequentes da estrutura de propriedade (110), dos quais em quatro também se investigou seus antecedentes. Em quatro artigos foram investigados unicamente os antecedentes da estrutura de propriedade e em outros dois artigos apenas sua descrição. A concentração acionária continuou sendo a dimensão mais pesquisada (89), enquanto o controle acionário foi analisado em 35 artigos, a participação acionária em 27 e outros atributos de estrutura de propriedade em 22. O ano de 2015 se destaca como o de maior produção nacional, com 25 artigos publicados em periódicos nacionais.

4.2 Atributos da estrutura de propriedade

No Quadro 1 se descreve os atributos de estrutura de propriedade encontrados na análise de conteúdo empreendida, classificados de acordo com as três dimensões preestabelecidas (concentração acionária, participação acionária e controle acionário). Na Categoria “Outros” foram incluídos atributos da estrutura de propriedade que não se enquadra nas três categorias preestabelecidas.

Quadro 1: Atributos da estrutura de propriedade analisados

Concentração acionária (135)	Participação acionária (35)	Controle acionário (57)	Outros (31)
Direitos de voto (106) Direitos de fluxo de caixa (69) Excesso de direitos de voto (40) Ações preferenciais (4)	Investidor institucional (13) Estrangeiro (7) Fundos de pensão (7) Governo (7) Administradores (6) Família (6) Empresa (5) Minoritários (5) Instituições financeiras (3) Outros (3)	Governo (39) Família (38) Estrangeiro (29) Empresa (16) Investidor institucional (14) Sem acionista controlador (13) Compartilhado (9) Privado (6) Fundos de pensão (5) Instituições financeiras (4) Outros (9)	Existência de acordo de acionistas (15) Emissão de ações preferenciais (8) Estrutura piramidal (8) <i>Interlocks</i> (3)

A concentração acionária é a dimensão da estrutura de propriedade mais estudada, sendo a concentração de direitos de voto o atributo mais investigado, seguido pela concentração de direitos de fluxo de caixa e excesso de direitos de voto. Observou-se equívoco em alguns artigos em que a concentração de direitos de fluxos de caixa foi utilizada como *proxy* para conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. A literatura teórica indica, ao contrário, que a concentração de direitos de fluxo de caixa é um indicativo de alinhamento de interesses, uma vez que o controlador com maior participação no capital total da empresa reduz os benefícios privados de controle (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2002).

O excesso de direitos de voto em relação a direitos de fluxo de caixa passou a ser investigada em 2004. Na maior parte dos artigos houve análise conjunta com a concentração de direitos de voto. Segundo Cueto (2013) é a junção da alta concentração de direitos de voto com a existência de excesso de direitos de voto que configura a maior possibilidade de expropriação. Embora tenha se observado a redução da emissão de ações preferenciais, o excesso de direito de voto ainda é característico das empresas brasileiras, principalmente aquelas que têm acionista controlador. Em quatro artigos foi medida a concentração acionária de acionistas preferencialistas. Identificou-se ainda outros três atributos relacionados ao excesso de direitos de voto que não estavam listados na categorização prévia da pesquisa: emissão de ações preferenciais, utilização de estruturas piramidais de propriedade e propriedade cruzada. Estes atributos passaram a ser investigados com maior frequência a partir de 2013.

A participação acionária dos diversos tipos de investidores está presente desde a primeira pesquisa empírica analisada, em 2000. Entretanto, após este artigo, esta dimensão só veio aparecer na produção científica empírica no ano de 2007. Participações acionárias de investidores institucionais (incluindo fundos de pensão) e estrangeiros são as mais estudadas. Estes grupos são considerados pela literatura como mais ativistas, e sua participação relevante no capital da empresa, mesmo que na posição de minoritários, é vista como positiva para a governança corporativa (Abor & Biekpe, 2007; Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010). Entretanto, observa-se que acionistas estrangeiros detêm posição de controlador, e que a participação de investidores institucionais é pequena e sem indicação de ativismo.

A participação governamental, comum nas empresas brasileiras em posição minoritária ou na composição de acordo de acionistas (Brey, Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Melo, 2014), foi pouco investigada, assim como a participação familiar, característica do mercado de capitais brasileiro (Aldrigui, 2014). A participação acionária de administradores, incluindo membros do conselho de administração e da diretoria executiva, foi objeto de apenas seis artigos. Uma justificativa para este “desinteresse” é predominância no mercado de capitais brasileiro de empresas com a presença de acionista controlador (Porta et al., 2002). Nesta configuração societária, normalmente os controladores se sobrepõe à gestão (Brandão, Vasconcelos, Luca, & Crisóstomo, 2019), tornando-se menos relevante estudar o poder de voto dos administradores. Outros atributos relacionados à participação acionária investigados incluem participação empresarial, bancária, minoritária e de outros acionistas. O poder de contestação, medido pela participação de acionistas minoritários, ainda é pouco estudado no mercado de capitais brasileiro (Crisóstomo, Brandão & López-Iturriaga, 2020).

Atributos relacionados ao controle acionário são investigados desde 2002. Embora esta dimensão da estrutura de propriedade esteja presente em 56 artigos, observou-se que em boa parte destas pesquisas a presença de acionista controlador e sua identidade foram utilizadas de forma marginal, como variáveis de controle no processamento de testes estatísticos. A relevância do controle acionário para um mercado de capitais, principalmente em um ambiente legal de baixa proteção aos acionistas minoritários (Porta et al., 1998), ainda é pouco analisada.

O controle familiar e o controle governamental, comuns nas empresas brasileiras (Aldrigui, 2014), foram os mais investigados. Em 6 artigos foi analisada apenas as características das empresas familiares, e em outros 5 apenas o controle governamental. Outro atributo desta dimensão bastante investigado é o controle estrangeiro, o que se justifica pelas diferenças institucionais dos mercados das empresas controladoras em relação ao mercado brasileiro (Aggarwal, Erel, Ferreira, & Matos, 2011).

Em 16 artigos foi investigado o controle exercido por outras empresas. Nesta configuração acionária, as transações com partes relacionadas podem ser utilizadas para favorecer os interesses da controladora (Aguilera & Jackson, 2003).

Na ausência de acionista controlador (controle disperso), em comparação com empresas em que o controle acionário é definido, inexistem os conflitos de agência entre acionistas

controladores e minoritários. Por outro lado, potencializa-se os conflitos entre acionistas e gestores. Dos treze artigos que investigaram ao atributo “controle disperso”, onze foram publicados após 2012 (terceiro período analisado), o que pode estar associado ao crescimento desta configuração societária no mercado brasileiro (Crisóstomo & Brandão, 2019).

Ainda não se investigou muito as consequências do controle compartilhado entre dois ou mais acionistas, que normalmente é selado por meio de acordo formal. A pouca evidência existente, entretanto, aponta que esta forma de controle acionário é muito presente e que a existência de acordo de acionista pode gerar efeitos positivos sobre o valor e a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras.

O controle exercido por investidores institucionais, fundos de pensão e instituições financeiras foi pouco explorado, o que pode ser justificado pela pequena parcela das empresas brasileiras controladas por estes investidores (Aldrighi & Mazzer, 2007).

Em seis artigos, foi identificada na dimensão controle acionário a categoria “outros” relativa a acionistas controladores que não se enquadram em nenhuma denominação investigada. Em dois artigos descritivos os pesquisadores relataram o nome dos controladores e em um outro artigo o atributo investigado foi a alteração do acionista controlador.

4.3 Mensuração da estrutura de propriedade

A forma de mensuração dos atributos de estrutura de propriedade é apresentada no Quadro 2. A primeira coluna indica a operacionalização dos atributos, enquanto a segunda coluna refere-se aos critérios utilizados para a identificação dos acionistas.

Quadro 2: Mensuração da estrutura de propriedade

Operacionalização	Análise da propriedade
Maiores acionistas (111)	Direta (154)
Acionistas controladores (37)	Indireta (28)
Acionistas relevantes (18)	Tipo de ação (8)
Tipo de ação (8)	Origem do capital (5)
<i>Free float</i> (6)	
Origem do capital (5)	

Seguindo os primeiros estudos empíricos realizados internacionalmente (Demsetz & Lehn, 1985; Mork et al., 1988), na maior parte das pesquisas a estrutura de propriedade é operacionalizada por meio da análise dos maiores acionistas. Nestes estudos, normalmente se calcula a concentração acionária pelo percentual de cada tipo de ação detida pelos maiores acionistas. A quantidade de acionistas considerados no cálculo, por outro lado não é um consenso, podendo variar do maior aos cinco maiores acionistas. Em muitos observou-se que foram considerados dois ou mais índices de concentração (por exemplo, do maior e dos três maiores acionistas). Outras formas de se analisar a concentração acionária a partir dos maiores acionistas que foram utilizadas em menor número de artigos foram o índice de concentração de Herfindahl e variáveis dicotômicas indicativas de concentrações acionárias elevadas. As dimensões participação acionária e controle acionário, em menor quantidade, também foram analisadas a partir da identidade dos maiores acionistas.

As empresas de capital aberto devem fornecer no formulário de referência informações que permitam a identificação do acionista controlador, bem como o percentual de cada tipo de ações por ele detidas (Crisóstomo & Brandão, 2019). Em 37 pesquisas estas informações foram utilizadas, predominantemente a partir de 2013, para identificar a concentração acionária dos controladores (23), a participação acionária (4) e a identidade do acionista controlador (22). A principal vantagem desta métrica em relação à análise dos maiores acionistas é a maior precisão na identificação dos controladores, uma vez que já é informada pela própria empresa. Por outro lado, o processo de coleta de dados é manual, diretamente no website da CVM, pois as principais bases de dados não dispõe desta informação. A análise de todos os acionistas

relevantes da empresa é mais utilizada para a investigação da participação acionária (12), uma vez que agrega todos os acionistas com mais de 5% de cada tipo de ação emitida pela empresa, além das ações detidas por controladores e administradores.

Em 16 artigos foram observadas outras formas de se analisar a estrutura de propriedade, principalmente nos últimos oito anos (10). O tipo de ação emitido pela empresa pode ser utilizado para indicar a existência de excesso de direitos de voto dos controladores, caso sejam emitidas ações preferenciais. O *free float*, também fornecido pela empresa no formulário de referência, tem sido utilizado como um indicador de dispersão acionária, complementar à concentração acionária. E a origem do capital, informação divulgada no formulário cadastral, indica se o controle acionário é público, privado ou estrangeiro.

Com relação aos critérios de identificação dos acionistas, verificou-se em quase a totalidade dos artigos a análise direta da propriedade. A análise das estruturas piramidais de controle para se identificar o acionista último é pouco utilizada. Ressalte-se que, historicamente, o mercado de capitais brasileiro é caracterizado pela utilização de estruturas piramidais de controle, em que o acionista último se utiliza de suas controladas para compra e venda de ações na bolsa de valores (Porta et al., 2002). A análise apenas da propriedade direta pode enviesar a mensuração do excesso de direitos de voto e da identidade do acionista controlador. Por outro lado, a identificação dos acionistas últimos requer maior tempo, pela coleta de dados ser manual e por haver grande número de propriedades cruzadas. A emissão de ações preferenciais e a origem do controle, não se enquadram na análise direta ou indireta da estrutura de propriedade.

4.4 Antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade

Para fins de análise, antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade foram categorizados em três áreas: Finanças Corporativas, Governança Corporativa e Contabilidade Financeira. Além dessas áreas, outras características das empresas foram investigadas como antecedentes, como tamanho, tangibilidade e setor. Estas características não foram abordadas pela literatura como consequentes da estrutura de propriedade, e foram inseridas nos artigos, em sua maioria, como variáveis de controle. Nas Tabelas 3 e 4 são mostrados os construtos investigados como antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade, o quantitativo de artigos em que foram analisados e em que foram encontradas evidências da influência destes construtos sobre atributos da estrutura de propriedade. Ressalte-se que não foi encontrada investigação do efeito de atributos da Contabilidade sobre atributos da estrutura de propriedade.

Tabela 3: Antecedentes da estrutura de propriedade

	Construtos analisados	Artigos analisados	Evidências encontradas
Finanças Corporativas (10)	Desempenho financeiro	8	4
	Desempenho de mercado	7	4
	Estrutura de capital	5	1
	Dividendos	3	1
	Investimento	2	0
Governança corporativa (12)	Valores mobiliários	1	0
	Estrutura de propriedade	9	7
	Qualidade da governança corporativa	4	3
	Conselho de administração	2	2
Outros (10)	Partes relacionadas	1	0
	Características da empresa	10	9

Das dimensões da estrutura de propriedade, atributos relacionados ao controle acionário são estudados como exógenos, determinantes do comportamento de gestores e outros *stakeholders* corporativos no âmbito do mercado de capitais brasileiro, sem, contudo, serem influenciados por estes agentes. Internacionalmente, principalmente nos mercados de capitais mais desenvolvidos, o *takeover* é estudado como um consequente de um desempenho fraco

(Shleifer & Vishny, 1997). Pesquisas futuras podem investigar os antecedentes da troca de controle corporativo nas empresas brasileiras. Também foram investigados os determinantes da estrutura piramidal e da existência de acordo de acionistas, não enquadradas em nenhuma das dimensões da estrutura de propriedade.

Tabela 4: Consequentes da estrutura de propriedade

	Construtos analisados	Artigos analisados	Evidências encontradas
Finanças Corporativas (74)	Desempenho de mercado	33	26
	Desempenho financeiro	22	17
	Estrutura de capital	17	13
	Dividendos	11	11
	Valores mobiliários	7	5
	Investimento	4	4
	Conflitos de agência	1	1
Governança corporativa (49)	Qualidade da governança corporativa	12	10
	Remuneração dos administradores	10	8
	Conselho de administração	9	6
	Estrutura de propriedade	9	7
	Remuneração da auditoria independente	4	3
	Responsabilidade social	3	1
	<i>Turnover</i> dos executivos	2	2
	Partes relacionadas	1	0
Conselho fiscal	1	1	
Contabilidade Financeira (32)	<i>Disclosure</i>	16	6
	Qualidade da informação contábil	16	15

Na área de Finanças Corporativas, variáveis de desempenho corporativo foram divididas em duas categorias: desempenho financeiro e desempenho de mercado. O desempenho financeiro está relacionado a indicadores oriundos das demonstrações financeiras, como retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido, EBITDA, crescimento da receita e desvio padrão dos retornos financeiros (risco). O desempenho de mercado relaciona-se à negociação e ao preço das ações, com destaque para Q de Tobin, valor da empresa, relação *market-to-book* e beta dos retornos de mercado (risco).

Na mesma linha dos artigos internacionais (Verco & Beuren, 2012), a inter-relação entre atributos da estrutura de propriedade e o desempenho (de mercado e financeiro) é a questão mais investigada no mercado de capitais brasileiro. Os resultados, entretanto, são inconclusivos, apresentando ora relação positiva, ora negativa e ora inexistente, tanto para atributos de concentração acionária, quanto para atributos de participação acionária. Até estudos sobre a influência do tipo de controle acionário sobre indicadores de desempenho apresentaram resultados divergentes. Uma das possíveis causas destas inconsistências pode estar relacionada a questões de endogeneidade (Demsetz & Villalonga, 2001), uma vez que nestas pesquisas normalmente a análise de dados é realizada através de análises de regressão. A utilização de metodologias mais apropriadas para mitigar problemas de endogeneidade pode levar a resultados mais consistentes.

Aspectos relacionados às decisões financeiras foram segregadas em quatro categorias: decisões de investimento, decisões de financiamento por dívida (estrutura de capital), decisões de financiamento via mercado de capitais (valores mobiliários) e distribuição de dividendos (dividendos). Destes construtos, “estrutura de capital” foi o mais investigado, tanto como antecedente como quanto consequente, relacionado à estrutura de capital, tipo de dívida e custo de capital de terceiros. “Investimento” está relacionado aos níveis de investimento da empresa em ativos de longo prazo. A categoria “Dividendos” inclui a decisão de distribuir dividendos e o nível de *payout*. Em “Valores Mobiliários” foram classificadas as decisões de fechar o capital, sair do mercado de bolsa, emitir ações privadas e unificar ações preferenciais e ordinárias.

O financiamento por meio de dívida foi identificado como antecedente e consequente da estrutura de propriedade. Como antecedente, o endividamento está associado à celebração de acordos de acionistas. Como consequente, a participação acionária de fundos de pensão apresentou-se positivamente relacionada com o endividamento, e a identidade do acionista controlador também se mostrou relevante para o endividamento e a duração da dívida. A investigação do endividamento como um consequente do nível de concentração acionária não apresentou resultados consistentes.

O financiamento via mercado de capitais não afeta a estrutura de propriedade, mas a maior concentração acionária está relacionada com a emissão privada de ações e o processo de saída do mercado de bolsa valores. Outro achado a ser destacado, em um único artigo, é a relação positiva entre o ajuste de preços das ações da empresa após o IPO e a emissão de ações preferenciais. Pesquisas futuras podem investigar se a listagem em mercados internacionais altera a configuração societária, em termos de concentração acionária e de participação acionária. Também é passível de investigação verificar se o controle acionário está relacionado com características dos valores mobiliários da empresa, como o tipo de ações emitidas, a negociação em mercados estrangeiros e os processos de abertura e fechamento do capital.

A política de dividendos não afeta os níveis de concentração de direitos de voto e de fluxos de caixa das empresas, mas verificou-se que maiores índices de *payout* estão associados a estruturas piramidais de propriedade. Como consequente, não se chegou a resultados conclusivos acerca da influência de atributos concentração acionária e da participação acionária sobre a distribuição de dividendos, o que enseja mais investigação empírica. O controle acionário, por outro lado, em nenhum artigo foi identificado como relevante para as decisões relacionadas a dividendos.

As pesquisas que investigaram a relação entre investimento e estrutura de propriedade são poucas (6), e os objetos de estudo diferem umas das outras, o que indica que esta relação ainda carece de maior evidência empírica. Os resultados das pesquisas analisadas indicam que a concentração de propriedade pode afetar o nível de investimento das empresas, e o tipo de controle acionário pode estar relacionado ao nível de restrições financeiras e de investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Aquisições estão negativamente associadas à presença de *blockholders* minoritários e ao controle familiar e governamental. Não foi encontrada evidência empírica de que o nível de investimento afete atributos da estrutura de propriedade.

Conflitos de agência, *proxy* do nível de conflito de agência calculada a partir de variáveis financeiras, são maiores em empresas com maior concentração de direito de voto.

A relação entre atributos da estrutura de propriedade e outros atributos da governança corporativa da empresa foi a área de pesquisa que apresentou resultados mais consistentes. Na área de Governança Corporativa foram incluídas variáveis referentes à qualidade da governança corporativa da empresa, o montante e o tipo de remuneração dos administradores, características do conselho de administração, atributos da estrutura de propriedade, montante da remuneração de auditores independentes, adoção de práticas de responsabilidade social, transações com partes relacionadas, *turnover* do CEO e instalação do conselho fiscal.

A inter-relação negativa entre a qualidade da governança corporativa da empresa e os níveis de concentração de direitos de voto e de excesso de direitos de voto é o resultado predominante nos artigos. Seja pelo efeito expropriação ou substituição, a concentração acionária está associada à qualidade inferior do sistema de governança da empresa brasileira (Crisóstomo, Brandão & López-Iturriaga, 2020). A relação da participação acionária e controle acionário com a qualidade da governança corporativa, embora apresente relações significantes, não tem resultados consistentes.

Outros achados recorrentes são o efeito negativo da concentração acionária sobre a independência do conselho de administração e a remuneração dos administradores e da auditoria independente, e positivo sobre o *turnover* do CEO. O *board interlock* tem sido objeto

de estudos empíricos nos últimos anos, mas sua relação com a estrutura de propriedade ainda apresenta resultados inconclusivos, seja como consequente, seja como antecedente. Não foram encontradas evidências da relação entre transações com partes relacionadas e estrutura de propriedade. Quanto ao conselho fiscal, verificou-se que sua instalação está relacionada à presença de acordo de acionistas.

Ainda pouse se investigou a relação entre estrutura de propriedade e responsabilidade social das empresas brasileiras de capital aberto. Esta relação foi abordada apenas em três pesquisas, em que se investigou se a concentração de direito a voto (3) e a propriedade governamental (1) estão associadas à listagem da empresa no índice de sustentabilidade empresarial da B³ (ISE). Em apenas uma pesquisa foi observada relação negativa entre concentração de direito a voto e listagem no ISE. As demais pesquisas não apresentaram resultados estatisticamente significantes.

Os artigos também apontam relação entre os atributos da estrutura de propriedade. Acordos de acionistas, por exemplo, são mais comuns onde há menor concentração acionária, e a existência de estrutura piramidal está relacionada ao excesso de direitos de voto. Administradores, quando detêm ações da empresa, apresentam maior percentual de ações ordinárias do que ações preferenciais, o que pode elevar problemas de agência com acionistas. A concentração acionária normalmente está associada ao tipo de acionista controlador, embora as pesquisas apresentem resultados por vezes conflitantes. O ativismo de investidores institucionais e estrangeiros ainda é pouco explorado, e os resultados até então obtidos não permitem constatar seu papel como propulsor da governança corporativa nas empresas brasileiras.

Na área de Contabilidade Financeira foram identificadas variáveis referentes a nível de *disclosure* (como *disclosure* voluntário e de informações socioambientais) e atributos da qualidade da informação contábil (como relevância, informatividade, gerenciamento de resultados e conservadorismo). A qualidade da informação contábil pode estar relacionada ao menor grau de concentração acionária, o que indica que conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários podem estar influenciando a Contabilidade (Sarlo, Lopes, & Dalmácio, 2010). A participação acionária e o controle acionário também apresentaram relação com a qualidade da informação contábil, mas os resultados são inconclusivos. O *disclosure* sofre maior influência da natureza e do tipo de controle acionário, mas os resultados também são inconclusivos. Não foram encontrados estudos que investigassem se a qualidade da informação contábil e o nível de *disclosure* podem afetar a estrutura de propriedade da empresa brasileira, por exemplo, atraindo investidores institucionais e estrangeiros.

Dos construtos que foram investigados apenas como antecedentes da estrutura de propriedade, o setor de atividade mostrou-se relevante para o nível de concentração de direitos de voto e de fluxo de caixa e para a participação de investidores institucionais e administradores. O tamanho da empresa também apresentou relação com a participação investidores institucionais, acordo e administradores, além de a estrutura piramidal estar associada a empresa de maior porte. A tangibilidade dos ativos está relacionada com o excesso de direitos de voto. O benefício fiscal decorrente do excesso de direitos de voto via estrutura piramidal de controle foi identificado como antecedente da existência destas estruturas na estrutura de propriedade das empresas. A taxa de cambio favorece a participação de acionistas estrangeiros. Os antecedentes das estruturas piramidais e da participação acionária ainda foram pouco investigados no Brasil, sendo os resultados para estes atributos ainda preliminares.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho analisou o estágio atual da produção científica empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro, por meio de análise de conteúdo em 169 artigos publicados em periódicos nacionais e estrangeiros nos últimos vinte anos. A análise

empreendida revela crescente quantidade de publicações e de temáticas nos últimos anos. Pesquisas descritivas, que predominaram nos primeiros estudos, deram lugar a pesquisas explicativas. Aspectos novos da estrutura de propriedade passaram a ser investigados, como os *interlooks* e as estruturas piramidais, ao passo que se tem buscado identificar maior número de antecedentes e consequentes. A análise dos antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade revela convergência para associação negativa entre concentração acionária e qualidade da governança corporativa e da informação contábil. Entretanto, se observou resultados divergentes acerca da relação da concentração acionária com desempenho corporativo e decisões financeiras. O estudo de outras dimensões da estrutura de propriedade (participação acionária e controle acionário) e a responsabilidade social da empresa ainda é incipiente, sendo necessária maior evidência empírica.

As inconsistências nos resultados e as lacunas em questões relevantes indicam que ainda há muito o que se investigar. Embora se conheça as características da estrutura de propriedade das empresas participantes do mercado de capitais brasileiro, pouco se tem de consolidado sobre seus antecedentes e consequentes, cujos resultados variam muito entre as pesquisas, sobretudo na área de Finanças Corporativas. Do ponto de vista metodológico, a realização de pesquisas com abordagem qualitativa, a escolha da melhor operacionalização dos atributos da estrutura de propriedade e a utilização de técnicas de análise de dados que mitiguem problemas de endogeneidade em pesquisas com abordagem quantitativa, podem contribuir para o esclarecimento de pontos de divergência encontrados nos artigos. Do ponto de vista teórico, uma revisão da literatura internacional realizada em outros mercados emergentes, aliada à análise das características peculiares do Brasil, pode suscitar questões de pesquisa que ajudem na compreensão do papel da estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro.

O trabalho contribui com a literatura em estrutura de propriedade, ao oferecer um panorama da pesquisa empírica realizada no mercado de captais brasileiro. Esta análise pode servir de subsídio para pesquisadores e estudantes que desejam compreender o que já se conhece ou contribuir com novas evidências empíricas que possam alargar este conhecimento. Metodologicamente, a classificação criada para categorizar os atributos de estrutura de propriedade, além de ajudar a compreender suas diferentes dimensões, pode ser utilizada por outras pesquisas em que se investigue atributos de estrutura de propriedade. No campo organizacional, este trabalho fornece uma compilação de estudos que pode ajudar na formulação de políticas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Destaca-se ainda a abrangência do estudo, que trouxe consequências positivas e negativas para o trabalho. Por não haver estudos anteriores com o mesmo objeto, esta abrangência contribui para dar uma visão geral sobre o estado da arte. Em contrapartida, não se pôde esmiunçar aspectos específicos de determinados atributos da estrutura de propriedade ou de seus antecedentes e consequentes. Como avanço, portanto, sugere-se a realização de outras revisões bibliográficas que delimitem atributos específicos da estrutura de propriedade das empresas brasileiras, ou a relação destes atributos com um determinado construto. Os achados desta pesquisa também podem ser comparados com pesquisas a serem realizadas em outros mercados, a fim de se identificar semelhanças e diferenças, tanto da construção do conhecimento, quanto da realidade empírica.

REFERÊNCIAS

- Abor, J., & Biekpe, N. (2007). Corporate governance, ownership structure and performance of SMEs in Ghana: implications for financing opportunities. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 288-300.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.

- Aguilera, R. V., & Jackson, G. (2003). The cross-national diversity of corporate governance: Dimensions and determinants. *Academy of management Review*, 28(3), 447-465.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152.
- Aldrigui, D. M. (2014). Concentração da Propriedade do Capital e Controle das Empresas no Brasil. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Recife, PE, 14.
- Bardin, L. (1977). *Análise de conteúdo*. Lisboa, Portugal.
- Baysinger, B. D., Kosnik, R. D., & Turk, T. A. (1991). Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. *Academy of Management Journal*, 34(1), 205-214.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property* Macmillan. New York, Mac-Millan.
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Melo, R. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(1), 85-105.
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation?: Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933.
- Cho, M. H. (1998). Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. *Journal of financial Economics*, 47(1), 103-121.
- Claessens, S., & Djankov, S. (1999). Ownership concentration and corporate performance in the Czech Republic. *Journal of Comparative Economics*, 27(3), 498-513.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a form of corporate governance. *Journal of Management Studies*, 47(8), 1561-1589.
- Crisóstomo, V. L., & de Freitas Brandão, I. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120-140.
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 101076.
- Cueto, D. C. (2013). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 25, 310-325, January.
- Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
- Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 375-390.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), 1155-1177.

- Durnev, A., & Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Hart, O. (1989). An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. *Columbia Law Review*, 89(7), 1757-1774.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1998). The Impact of Ownership Structure On Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *Financial Review*, 33(3), 85-98.
- Morek, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315, January–March.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). *Law and Finance. Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012) *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6 ed. São Paulo, Atlas.
- Sarlo, A. L. N., Lopes, A. B., & Dalmácio, F. Z. (2010). A influência da estrutura de propriedade sobre a informatividade dos lucros contábeis divulgados pelas empresas negociadas na Bovespa. *Base (Administração E Contabilidade) Da UNISINOS*, 7(4), 301-314.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2012). Teoria da estrutura de propriedade: redes sociais em periódicos internacionais de alto impacto. *Revista Facultad de Ciencias Económicas: Investigación y Reflexión*, 20(1), 123-141.
- Williamson, O. E. (1981). The economics of organization: The transaction cost approach. *American Journal of Sociology*, 87(3), 548-577.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.