



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Influência da Estrutura de Propriedade Horizontal e da Estrutura de
Propriedade Piramidal na Governança das Maiores Empresas de Capital Aberto
do Brasil**

PAULO HENRIQUE NOBRE PARENTE

Universidade Federal do Ceará

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS

Universidade Federal do Ceará

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA

Universidade Federal do Ceará

Influência da Estrutura de Propriedade Horizontal e da Estrutura de Propriedade Piramidal na Governança das Maiores Empresas de Capital Aberto do Brasil

RESUMO

O presente estudo tem por objetivo examinar se os atributos da estrutura de propriedade – horizontal e piramidal – influenciam a qualidade da governança corporativa das maiores companhias abertas do Brasil, sob os preceitos da Teoria da Agência. Foram analisadas 99 das 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil, segundo o *ranking* da revista Exame Melhores e Maiores, edição de 2013. Os dados de estrutura de propriedade e qualidade da governança corporativa foram obtidos nos respectivos Formulários de Referência e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas referentes ao exercício de 2012. Na coleta e análise dos dados foram utilizados métodos quali-quantitativos. Os resultados apontam que as empresas com estrutura de propriedade horizontal apresentam médias superiores de governança corporativa, quando comparadas com as empresas com estrutura de propriedade piramidal. Constatou-se, ainda, que a presença de acionista controlador influencia positivamente a qualidade da governança corporativa; contudo, não se obteve resultado significativo para os desvios de direitos. Quanto aos contextos societários, verificou-se que o controle familiar, o estatal e o estrangeiro exercem efeitos negativos sobre a qualidade da governança corporativa. Conclui-se que nas empresas com controle horizontal os atributos da estrutura de propriedade influenciam significativamente a qualidade da governança corporativa, enquanto os atributos da estrutura de propriedade piramidal não produzem resultado significativo sobre a qualidade da governança corporativa. Os resultados deste estudo se alinham com os argumentos da Teoria da Agência, já que o conflito entre acionistas majoritários e acionistas minoritários pode implicar menos proteção aos recursos alocados pelos minoritários, devendo ser adotado um conjunto de mecanismos que maximize a proteção dessa categoria mais vulnerável.

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Agência emerge das diferenças de interesse entre o principal e o agente. O problema central decorre da decisão tomada pelos gestores, que tendem a atuar com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal, em vez da riqueza dos acionistas, que é o motivo pelo qual são contratados (Silva, 2010).

Noutra perspectiva, La Porta, Shleifer, Lopez-de-Silanes e Vishny (2000), Silveira (2004) e Dami, Rogers e Ribeiro (2007) defendem que a concentração de propriedade das empresas, incorporada à baixa proteção legal, faz com que, em países em desenvolvimento, como o Brasil, o problema central de agência seja focalizado não na relação entre proprietários (principal) e gestores (agentes), mas entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Esse conflito principal x principal altera a dinâmica da governança corporativa (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008).

Aldrighi e Mazzer (2005, 2007) ressaltam que nesse contexto a expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários implica o surgimento de custos superiores aos benefícios gerados, custos esses relacionados com o monitoramento dos acionistas controladores e com os custos de transação. Observa-se que esse custo de agência emana do baixo *enforcement*, já que em países com baixa proteção legal a estrutura de propriedade das empresas tende a se apresentar de forma concentrada (La Porta, Lopes-de-Silanes, & Shleifer, 1999; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002).

Diversos atributos da estrutura de propriedade têm sido apresentados como agravantes da expropriação dos acionistas minoritários, destacando-se a concentração de propriedade e de controle, bem como os desvios de direitos (Silveira, 2004; Silveira & Barros, 2008); a estrutura de propriedade com esquemas piramidais (La Porta *et al.*, 1999); a posse cruzada de ações (Aldrighi & Mazzer, 2007); e os diferentes contextos societários (Bornholdt, 2005; Brey, Camilo, Marcon, & Bandeira-de-Melo, 2012). Fazem parte desta investigação atributos como desvios de direitos e a presença de acionista controlador, bem assim os diferentes contextos societários (estatal, familiar, institucional e estrangeiro).

Para que os problemas de agência possam ser reduzidos, torna-se relevante a criação de um conjunto de mecanismos que possibilite mitigar os custos decorrentes desses problemas, emergindo – em consequência disso – a governança corporativa (Rossetti & Andrade, 2011). Para a *Organisation for Economic Co-operation and Development* [OECD] (2004) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2010), a governança corporativa surge como um sistema por meio do qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas com o objetivo de mitigar os custos decorrentes do problema de agência (Silveira, 2004; Young *et al.*, 2008).

Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) defendem que as empresas inseridas em um mesmo ambiente contratual podem apresentar diferentes níveis de governança corporativa, em função de características observáveis, dentre as quais se destaca a estrutura de propriedade. Nesse contexto, delineia-se a seguinte questão: Qual a influência dos atributos da estrutura de propriedade na qualidade da governança das maiores companhias abertas do Brasil?

Com base nos constructos supracitados e nos pressupostos da Teoria da Agência, levanta-se a seguinte hipótese: os atributos da estrutura de propriedade – horizontal e piramidal – influenciam a qualidade da governança corporativa das empresas.

O estudo tem como objetivo geral examinar se os atributos da estrutura de propriedade – horizontal ou piramidal – influenciam a qualidade da governança corporativa das maiores companhias abertas do Brasil. Adicionalmente, foram definidos os seguintes objetivos específicos: (i) identificar os atributos da estrutura de propriedade das maiores companhias abertas; (ii) mensurar a qualidade da governança das maiores companhias abertas; e (iii)

verificar se as médias da qualidade da governança das empresas diferem a partir dos atributos da estrutura de propriedade.

Para tanto, a amostra reúne 99 das 100 maiores companhias abertas do Brasil (Editora Abril, 2013). Com a finalidade de examinar o efeito da estrutura de propriedade sobre a governança das empresas, foram coletados dados nos Formulários de Referência e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas de 2012. A análise quantitativa foi realizada mediante utilização de métodos como teste de média e análise de regressão linear múltipla.

Os estudos de Shleifer e Vishny (1997), Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Silveira, Leal, Barros e Carvalhal-da-Silva (2009) examinaram a relação entre a estrutura de propriedade e as práticas de governança das empresas, encontrando evidências da ocorrência desse efeito da estrutura de propriedade sobre a governança corporativa. Contudo, são raros os estudos voltados para o exame de relações específicas entre a governança e a estrutura de propriedade das empresas (Abreu & Dias, 2013), já que há certa dificuldade de compreensão acerca da estrutura de propriedade como fator determinante da governança corporativa (Silveira, 2004). Dessa forma, este estudo se insere no escopo de pesquisas que se direcionam a examinar a influência dos atributos da estrutura de propriedade na qualidade da governança das empresas, possibilitando, assim, a ampliação da literatura acadêmica sobre o tema.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA E HIPÓTESES DA PESQUISA

2.1 Teoria da agência, estrutura de propriedade e governança corporativa

De acordo com Jensen e Meckling (1976), a relação de agência pode ser definida como um contrato entre dois indivíduos – o principal e o agente –, por meio do qual o principal emprega o agente para exercer uma atividade em seu favor, sendo a este delegada uma autoridade decisória. Dessa relação, surgem os conflitos de agência.

Conforme argumentam Rossetti e Andrade (2011), os conflitos de interesses entre proprietários e gestores originam duas categorias de custo de agência: o primeiro é atribuído ao oportunismo dos gestores, enquanto o segundo diz respeito aos custos incorridos pelos acionistas para o controle da gestão. Todavia, há outros custos associados ao problema de agência, que se aplicam aos conflitos gerados entre acionistas minoritários e acionistas majoritários (La Porta *et al.*, 2000; Dami *et al.*, 2007), foco desta investigação.

Em países que apresentam maior concentração acionária, como o Brasil, o principal problema de agência centra-se em torno de acionistas minoritários e acionistas majoritários (Valadares & Leal, 2000; Dami *et al.*, 2007).

A existência de acionistas controladores pode implicar o afastamento da regra “uma ação, um voto”, ou seja, da representação equitativa dos interesses dos investidores na gestão da companhia, definida como uma boa prática de governança corporativa (IBGC, 2010). Esse distanciamento propicia aos grandes acionistas mais potencial de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários (Becht, 1999; La Porta *et al.*, 1999, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Bortolon, 2013), por meio de mecanismos de controle, o que poderia levar a diferentes níveis de governança corporativa (Young *et al.*, 2008; Silveira *et al.*, 2009). A partir do exposto, a Figura 1 apresenta o modelo teórico desenvolvido nesta pesquisa.

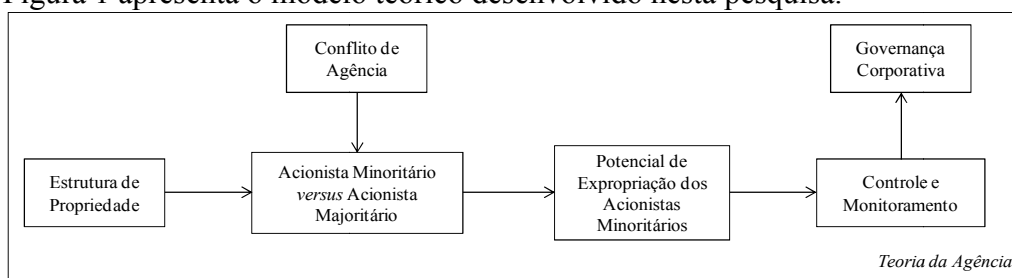


Figura 1: Modelo teórico do estudo sobre estrutura de propriedade e governança corporativa

Fonte: Elaborada pelos autores.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Vários aspectos podem favorecer o deslocamento entre direitos de controle e de propriedade, apresentando-se como agravantes da expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas majoritários, o que, por sua vez, implica diferentes níveis de governança corporativa, destacando-se a estrutura de propriedade piramidal, a emissão de ações sem direito a voto, o acordo de votos e a posse cruzada de ações (Aldrighi & Mazzer, 2007; Bortolon, 2013), bem como os diferentes contextos societários (Bornholdt, 2005; Brenes, Madrigal, & Requena, 2011; Brey *et al.*, 2012).

Alguns estudiosos vêm defendendo que os diferentes contextos societários podem influenciar o nível da governança corporativa, destacando as distintas perspectivas de interesses de cada tipo de proprietário (Okimura, 2003; Punsuvo, Kayo, & Barros, 2007; Brenes *et al.*, 2011; Brey *et al.*, 2012; Cunha, 2012; Cunha & Politelo, 2013). Para esta pesquisa, adotou-se a classificação de diferentes contextos societários de Carvalhal-da-Silva (2004), Leal e Carvalhal-da-Silva (2005) e Dami *et al.* (2007) quanto à caracterização dos tipos de acionista, classificando-os em estatal, familiar, estrangeiro e institucional.

Sob outro constructo, a governança corporativa emerge a partir da necessidade de mitigar os conflitos entre o principal e o agente (Silveira & Barros, 2008) e entre acionistas minoritários e acionistas majoritários (Valadares & Leal, 2000), defendendo a construção de um conjunto de mecanismos de controle *ex-ante* para que a governança se institua de forma a alinhar os interesses dos *stakeholders* e minimizar os custos *ex-post* (Dami *et al.*, 2007).

Rogers e Ribeiro (2006, p. 19) destacam que os mecanismos de governança “sintetizam os resultados de todas as formas de ativismo de boas práticas de governança corporativa”. Para Correia, Amaral e Louvet (2011), a qualidade da governança corporativa mede a eficiência de seus mecanismos na redução dos conflitos de agência.

Para a consecução dos objetivos delineados nesta pesquisa, foram construídas seis hipóteses acerca dos atributos da estrutura de propriedade e de seu possível impacto na qualidade da governança corporativa das empresas.

2.2 Desenvolvimento das hipóteses

Considerando-se o problema e os objetivos da pesquisa, e a partir de estudos anteriores, as hipóteses formuladas versam sobre os atributos da estrutura de propriedade e a qualidade da governança corporativa.

Conforme destacam Shleifer e Vishny (1997), La Porta *et al.* (1999) e Claessens *et al.* (2002), nos países em desenvolvimento, o principal problema de agência ocorre entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, sendo as divergências de interesses potencializadas nos casos em que os direitos de controle são superiores aos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa.

Segundo Aldrighi e Mazzer (2005, 2007), diversos mecanismos podem ser utilizados como forma de favorecer o deslocamento entre direitos de controle e de propriedade, o que, por sua vez, implica níveis inferiores de governança corporativa, destacando-se a estrutura de propriedade piramidal, a emissão de ações sem direito a voto, o acordo de votos e a posse cruzada de ações. Quanto maior a diferença entre os desvios de direitos, dada pela diferença entre os direitos sobre o fluxo de caixa e os direitos de controle, maior a probabilidade de expropriação dos acionistas externos, o que implicaria baixa qualidade da governança corporativa. Nesse sentido, levanta-se a primeira hipótese do estudo:

H₁: A diferença entre direitos sobre os fluxos de caixa e direitos de controle da empresa influencia negativamente a qualidade da governança corporativa.

A presença de acionista controlador pode representar mais probabilidade de expropriação dos acionistas minoritários; isso, conseqüentemente, poderia direcionar a diferentes níveis de governança corporativa (Silveira, 2004; Silveira & Barros, 2008; Silveira *et al.*, 2009). Essa afirmação alinha-se ao argumento de Anand, Milne e Purda (2006),

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

segundo o qual os acionistas controladores estariam menos dispostos a investir em boas práticas de governança corporativa, com a finalidade de afastar os acionistas minoritários do controle da empresa. Para os autores, a maior participação das ações ordinárias em posse do controlador, em tese, aumenta a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, já que os interesses dos acionistas controladores podem não estar alinhados com os interesses dos minoritários. A partir desses argumentos, apresenta-se a segunda hipótese do estudo:

H₂: A presença de acionista controlador na empresa influencia a qualidade da governança corporativa.

La Porta *et al.* (1999) consideram que as empresas sob controle familiar tendem, na maioria dos casos, a priorizar os interesses da família acima dos interesses dos demais acionistas e *stakeholders*, muitas vezes devido à concentração do poder de voto predominante e ao envolvimento com a administração, facilitando, através desse mecanismo, a implementação de políticas e projetos que beneficiem a si próprios.

Por outro lado, Fama e Jensen (1983) e DeAngelo e DeAngelo (1985) defendem que a presença da família no controle da empresa possibilita mais monitoramento da administração, já que a sua presença pode, por meio de uma relação com a administração, reduzir os custos de agência relativos ao monitoramento entre principal e gestor. Assim, para Montgomery e Kaufman (2003), Bornholdt (2005) e Rossetti e Andrade (2011), os objetivos da governança nas empresas familiares podem ser adotados como uma forma de facilitar o relacionamento com os demais acionistas, buscando mais racionalidade na arte da tomada de decisões e redução dos riscos no processo de sucessão.

Nessa conjuntura, para se manterem no mercado, garantindo a competitividade e continuidade do negócio, as empresas familiares devem adotar boas práticas de governança (Okimura, 2003). Com base nesse argumento, propõe-se a terceira hipótese do estudo:

H₃: A presença de investidores familiares no controle da empresa influencia positivamente a qualidade da governança corporativa.

Segundo Okimura (2003), a atuação do governo como acionista controlador se caracteriza pela ineficiência, com controle, na maioria dos casos, político, e objetivos pouco claros e pouco definidos. Barrett (2001) discorre acerca da dificuldade de aplicação de modelos de governança em empresas privadas e estatais, apontando diversos entraves. Ryan e Ng (2000) e Fontes e Picolin (2008), todavia, defendem que não deve haver diferenças nos princípios que tratam da governança corporativa em empresas sob o controle privado em comparação com aquelas de controle estatal.

As boas práticas de governança corporativa devem possuir clara definição de responsabilidade e compreensão da relação entre os acionistas e a gestão da empresa. Para Ryan e Ng (2000), essas recomendações devem ser estendidas às empresas sob controle estatal, já que há deficiências que podem agravar essa aplicação, como a natureza difusa do controlador e as características políticas do ambiente. Depreende-se, a partir dos argumentos expostos, a quarta hipótese desta pesquisa:

H₄: A presença de investidores estatais no controle da empresa influencia a qualidade da governança corporativa.

Para Okimura (2003), as empresas controladas por outras empresas estrangeiras apresentam mais dificuldade de monitoramento das atividades dos gestores. Contudo, essa dificuldade pode conduzir ao ativismo dos acionistas quanto à adoção de boas práticas de governança, como forma de se proteger contra quaisquer formas de expropriação por parte dos gestores (Cunha, 2012).

Paralelamente, o estudo de Maia, Vasconcelos e De Luca (2013) sinalizou que as empresas com participação de capital estrangeiro registram níveis de governança corporativa mais elevados. Nesse sentido, os investidores estrangeiros atuam fortemente no controle da

empresa, forçando o aperfeiçoamento de práticas de governança corporativa. Essas assertivas foram devidamente consideradas neste estudo, estabelecendo-se, assim, a quinta hipótese:

H₅: A presença de investidores estrangeiros no controle da empresa influencia positivamente a qualidade da governança corporativa.

A participação dos investidores institucionais – como os fundos de pensão e os fundos de investimentos – tem gerado posições controversas sobre a governança das empresas (Khanchel, 2007). Gillian e Starks (2003) defendem que os investidores institucionais preferem a liquidez ao controle sobre a organização. Os autores afirmam que, ao exercer o controle sobre a empresa, os investidores institucionais aliam-se a um sacrifício de liquidez, cujo custo relativo é considerado inaceitável.

Em mercados desenvolvidos, as empresas com controle institucional possuem, tradicionalmente, mais monitoramento da administração e da difusão de práticas saudáveis de governança corporativa (English, Smythe, & McNeil, 2004). Apesar de o Brasil ser considerado um país em processo de desenvolvimento, o papel destacado por esses acionistas no país tem sido efetivo no que tange à adoção de práticas de governança corporativa, bem como ao monitoramento ativo das atividades dos gestores (Oliveira, 2005).

Apesar desses contrapontos – em mercados cuja proteção legal se mostra ineficiente, como no Brasil –, Shleifer e Vishny (1997) defendem que a presença de investidores institucionais pode favorecer a redução dos problemas de agência. Nesse sentido, apresenta-se a sexta hipótese do estudo:

H₆: A presença de investidores institucionais no controle da empresa influencia positivamente a qualidade da governança corporativa.

Após a construção das hipóteses da pesquisa, devidamente fundamentadas, seguem os procedimentos metodológicos adotados para a consecução dos objetivos do estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A presente pesquisa analítica utiliza dados secundários para a análise tanto da estrutura de propriedade como da governança corporativa, coletados nos respectivos Formulários de Referência e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas de 2012 – Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Notas Explicativas – disponíveis no *website* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa).

A população da pesquisa compreende as 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil em valor de mercado (Editora Abril, 2013), e a amostra está representada pelas 99 empresas listadas na BM&FBovespa durante o período da coleta de dados, que se realizou entre agosto e outubro de 2013, sendo, portanto, excluída apenas a empresa Amil S.A., porquanto, durante a coleta, suas ações não eram mais negociadas na BM&FBovespa.

Para a análise da estrutura de propriedade das empresas, foram observadas as participações direta e indireta no controle, bem como a existência de ações preferenciais e de voto. Ressalte-se a explicação de alguns conceitos adotados nesta pesquisa, como maior acionista último, estrutura de propriedade indireta e acionista controlador. Tais conceitos são definidos em Aldrighi e Mazzer (2005, 2007), Aldrighi e Postali (2011) e Bortolon (2013).

Considera-se maior acionista último aquele que detém maior participação, seja direta ou indireta, nos direitos de voto. Nesse contexto, a empresa com estrutura de propriedade com esquemas piramidais é definida como aquela em que há, pelo menos, uma empresa atuando como um intermediário entre a firma analisada e seu acionista último. Saliente-se, por fim, o conceito de acionista controlador, considerado aquele que, direta ou indiretamente, detém pelo menos 50% dos direitos de voto. Nesta pesquisa, a identificação desses conceitos é considerada relevante para o tratamento das demais variáveis em estudo.

Saliente-se a discussão acerca dos procedimentos adotados para o cálculo dos desvios de direitos nas empresas em estudo. Para essa mensuração, deve-se calcular, inicialmente, a

participação nos direitos de controle – voto – e a participação nos direitos de propriedade – fluxo de caixa.

Para o cálculo dos direitos de controle, deve-se levar em conta se o maior acionista último da empresa é controlador. Em caso positivo, a participação nos direitos de voto é determinada pela proporção de ações votantes pertencentes ao último intermediário da cadeia de propriedade; caso contrário, a participação é dada pelo produto das frações do capital votante das empresas envolvidas na pirâmide. Em relação aos direitos de fluxo de caixa, o fator a considerar diz respeito à existência de estrutura de propriedade piramidal. Se a estrutura de propriedade se constitui de forma horizontal (direta), a participação nos direitos de fluxo de caixa é medida pela proporção do capital social total pertencente ao acionista; se, no entanto, a empresa possui estrutura sob a estrutura de pirâmide (indireta), a participação nos direitos de fluxo de caixa é determinada pelo produto das frações do capital total das empresas envolvidas na pirâmide. Essa metodologia foi proposta por Aldrighi e Mazzer (2005) e utilizada em Aldrighi e Mazzer (2007), Aldrighi e Postali (2011) e Bortolon (2013).

Feita a apresentação desses conceitos e procedimentos, torna-se pertinente expor as variáveis selecionadas, acerca dos atributos da estrutura de propriedade. Na Tabela 1 são apresentados os atributos da estrutura de propriedade, variáveis independentes do estudo.

Tabela 1: Variáveis independentes relacionadas à estrutura de propriedade

Variável	Métrica	Embasamento teórico
Desvios de direitos (Desv)	Diferença entre as participações nos direitos de voto e nos direitos de fluxo de caixa	Aldrighi e Mazzer (2005, 2007), Aldrighi e Postali (2011) e Bortolon (2013)
Acionista controlador (Cont)	Acionista que, direta ou indiretamente, detém pelo menos 50% dos direitos de voto Variável <i>dummy</i> , sendo “1” se o acionista é controlador e “0” no caso contrário	
Controle familiar (Fami)	Indivíduo ou família que, diretamente ou por meio de uma estrutura de pirâmide, detém a maior proporção dos direitos de voto	Okimura (2003), Carvalhal-da-Silva (2004), Aldrighi e Mazzer (2007), Silveira e Barros (2008) e Silveira, Barros e Famá (2008)
Controle estatal (Esta)	Governo ou entidades a ele subordinadas que, diretamente ou por meio de uma estrutura de pirâmide, detém a maior proporção dos direitos de voto	
Controle estrangeiro (Estr)	Empresa estrangeira que, diretamente ou por meio de uma estrutura de pirâmide, detém a maior proporção dos direitos de voto	
Controle institucional (Inst)	Fundos de investimentos que, diretamente ou por meio de uma estrutura de pirâmide, detém a maior proporção dos direitos de voto	

Fonte: Elaborada pelos autores, com base na revisão de literatura.

Para a medição da qualidade da governança corporativa, variável dependente do estudo, adaptou-se um *checklist* construído por Lameira e Ness (2011) e adotado por Lameira (2012), no qual foram utilizados 16 dos 20 indicadores propostos pelos autores, agrupados em cinco dimensões, a saber: estrutura de propriedade e controle, adequação ao ambiente institucional, auditoria e conselho fiscal, conselho de administração e outros e relacionamento com investidores. Para a coleta de dados, recorreu-se, especificamente, à técnica qualitativa análise de conteúdo, que, conforme Bardin (2004), se perfaz em três fases: (1) pré-análise, (2) exploração do material e (3) tratamento dos resultados, inferências e interpretação.

Para medir a qualidade da governança corporativa, atribuiu-se valor “1” para a empresa que evidencia determinado indicador, e “0” no caso contrário. A qualidade da governança corporativa é definida pela razão entre o total de indicadores identificados e o total passível de ser evidenciado. Na Tabela 2 são demonstrados os indicadores componentes do *checklist* utilizado para avaliação da qualidade de governança das empresas no presente estudo.

Tabela 2: *Checklist* para construção do indicador da qualidade da governança corporativa

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Dimensão 1 – Estrutura de propriedade e controle		Fonte de coleta
1.1	O controlador (ou grupo controlador) possui menos da metade das ações ordinárias	Formulário de Referência – Itens 15.1 e 15.2
1.2	A proporção de ações não votantes (preferenciais) é inferior a 20% do capital	
Dimensão 2 – Adequação ao ambiente institucional		
2.1	A empresa participa dos níveis diferenciados de governança da BM&FBovespa	BM&FBovespa
2.2	A empresa emite ADR	https://www.adr.com/
Dimensão 3 – Auditoria e conselho fiscal		
3.1	A empresa é auditada por uma <i>Big four</i> (Price, KPMG, Deloitte, Ernst & Young)	Formulário de Referência – Item 2
3.2	O parecer de auditoria não registrou discordância de opinião ou ressalva nas Demonstrações Financeiras Padronizadas	DFP
3.3	A empresa possui conselho fiscal permanente	Formulário de Referência – Itens 12 e 12.1
Dimensão 4 – Conselho de administração e outros		
4.1	Os administrados têm participação nos lucros	Formulário de Referência – Itens 13 e 13.1
4.2	Mais de 50% dos membros do conselho de administração são independentes	Formulário de Referência – Itens 12, 12.6 e 12.8
4.3	O conselho de administração possui entre 5 e 9 membros	
4.4	Os cargos de diretor presidente (CEO) e <i>chairman</i> são ocupados por pessoas distintas	
4.5	A empresa possui algum tipo de comitê evidenciado em seus documentos societários	Formulário de Referência – Itens 12 e 12.1
Dimensão 5 – Relacionamento com investidores		
5.1	Há investidor institucional com participação superior a 5% do capital	Formulário de Referência – Itens 15.1 e 15.2
5.2	A empresa não precisou reapresentar suas demonstrações contábeis no período investigado	Demonstrações Financeiras Padronizadas
5.3	O <i>website</i> da empresa disponibiliza área dedicada a governança corporativa	<i>Website</i> corporativo

Fonte: Lameira, V. J. e Ness, W. L., Jr. (2011). Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. *Revista de Negócios*, 16(3), 33-52.

A adequação ao modelo proposto por Lameira e Ness (2011) deu-se, principalmente, em decorrência dos objetivos da pesquisa, já que os demais itens – existência de estrutura de propriedade piramidal, poder de voto das ações ordinárias e preferenciais, informações financeiras trimestrais entregues no prazo e sem ressalvas e diretor financeiro diferente do diretor de relação com investidores – poderiam interferir nos resultados.

De modo a se atingir um dos objetivos específicos da pesquisa, realizou-se o teste *t* independente, com a finalidade de comparar se as médias de qualidade da governança corporativa diferem a partir dos aspectos da estrutura de propriedade (estrutura de propriedade piramidal e acionista controlador), adotando-se um nível de significância de 5%.

Para se investigar a influência dos atributos da estrutura de propriedade na qualidade da governança corporativa, aplicou-se a análise de regressão linear, recorrendo-se ao Método dos Mínimos Quadrados (MMQ), ou *Ordinary Least Squares* (OLS). Posteriormente, construiu-se o modelo econométrico do estudo, expresso pela fórmula

$$QGC_i = \beta_0 + \beta_1 Desv_i + \beta_2 Cont + \beta_3 Fami + \beta_4 Esta_i + \beta_5 Estr_i + \beta_6 Inst_i + \beta_7 LnRec_i + \varepsilon_i$$

em que:

QGC_i representa a qualidade da governança corporativa da empresa genérica i ;

$Desv_i$ representa os desvios de direitos da empresa genérica i ;

$Cont_i$ representa a existência, ou não, de acionista controlador na empresa genérica i ;

$Fami_i$, $Esta_i$, $Estr_i$ e $Inst_i$ representam respectivamente o controle familiar, o estatal, estrangeiro e o institucional sobre a empresa genérica i ;

$LnRec_i$ representa o logaritmo natural da receita da empresa genérica i ;

ε_i representa o erro na empresa genérica i ;

β_0 é o termo constante; e

β_i ($i = 1$ a 10) representa o coeficiente angular da empresa genérica i .

O tamanho da empresa – variável de controle dada pelo logaritmo natural da receita líquida – tem sido empregado com o objetivo de avaliar o efeito do tamanho da empresa na qualidade da governança corporativa (Silveira, 2004; Silveira & Barros, 2008; e Silveira, Perobelli, & Barros, 2008). Para esses autores, as empresas maiores tendem a sofrer maiores custos de agência decorrentes de fluxo de caixa livre, necessitando da adoção de boas práticas de governança com foco na redução dos custos referentes aos conflitos de agência.

O Modelo 1 expressa a influência dos atributos da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança, considerando todas as empresas, com e sem estrutura piramidal de controle. Para obtenção de resultados robustos, outros dois modelos são construídos: o primeiro deles (Modelo 1a) leva em conta as empresas que possuem apenas estrutura de propriedade direta, enquanto o segundo (Modelo 1b) examina a influência apenas das empresas que apresentam estrutura sob esquema de pirâmide. O tratamento dos dados teve o auxílio do aplicativo *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 20.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análise das medidas de estrutura de propriedade e da governança corporativa

Na Tabela 3 são apresentadas informações acerca dos atributos da estrutura de propriedade – concentração de propriedade, acionista controlador, estrutura de propriedade piramidal e grau de estrutura piramidal –, a partir dos diferentes contextos societários (familiar, estatal, estrangeiro e institucional) das empresas.

Tabela 3: Atributos da estrutura de propriedade nos diferentes contextos societários

Atributo	Característica	Identidade do maior acionista último (%)			
		Familiar (40 empresas)	Estatal (15 empresas)	Estrangeiro (25 empresas)	Institucional (19 empresas)
Concentração de propriedade	Direitos de fluxo de caixa	18,7	36,7	28,6	18,9
	Direitos de voto	35,5	55,1	38,4	28,7
	Desvios de direitos	16,9	18,4	9,9	9,8
Acionista controlador	Sem	80,0	20,0	64,0	89,5
	Com	20,0	80,0	36,0	10,5
Estrutura piramidal de propriedade	Não	25,0	73,4	20,0	42,1
	Sim	75,0	26,6	80,0	57,9
Grau de estrutura piramidal (Média)	Todas as empresas	2,4	0,7	2,3	0,8
	Empresas com estrutura piramidal de propriedade	3,2	2,5	3	1,5

Fonte: Elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

No que tange à concentração de propriedade, ressalta-se que as empresas sob o controle do Estado possuem, em média, níveis mais altos de concentração dos direitos de voto e de fluxo de caixa, bem como possuem maiores desvios de direitos. Ao contrário do que se esperava, as empresas sob controle institucional possuem menos concentração dos direitos de fluxo de caixa, já que aquelas sob controle institucional preferem liquidez a controle (Gillian & Starks, 2003). O elevado desvio de direitos evidenciado nas empresas familiares, com 16,9%, pode representar a aversão à perda do controle da empresa, bem como uma forma de se desviar da adoção de boas práticas de governança corporativa, ao contrário do que defende Okimura (2003) e Bornoldt (2005).

As empresas sob controle estatal apresentam maior proporção de acionista controlador, com 80% do total. Esse resultado, associado à alta concentração dos direitos de voto e de fluxo de caixa, pode representar a aversão ao controle da empresa. Em outra perspectiva, 89,5% das empresas sob controle institucional não possuem acionistas controladores, já que estes preferem retorno de investimento a controle sobre a empresa.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Quanto à estrutura de propriedade piramidal, cerca de 70% das empresas sob controle estatal detêm controle direto sobre si próprias, enquanto aquelas sob controle estrangeiro e familiar apresentam mais presença de estrutura de propriedade com esquemas piramidais, registrando os maiores valores médios para a quantidade de empresas entre o último acionista e a firma analisada. Dentre as maiores companhias abertas brasileiras, 64,3% apresentam estrutura de propriedade piramidal. Esse resultado pode representar a facilidade dos acionistas controladores para utilizar benefícios privados em detrimento dos demais acionistas (Bortolon, 2013), já que a decisão de um implicará custo para todos os acionistas.

A Tabela 4 apresenta as proporções médias de atendimento da governança corporativa obtidas com a aplicação da análise de conteúdo, evidenciadas por dimensão e por item.

Tabela 4: Níveis de qualidade da governança corporativa

Dimensão da Qualidade da Governança Corporativa	Atendimento (%)	Item da Qualidade da Governança Corporativa	Atendimento (%)
1. Estrutura de propriedade e controle	43,0	1.1	27,3
		1.2	58,6
2. Adequação ao ambiente institucional	66,2	2.1	80,8
		2.2	51,5
3. Auditoria e conselho fiscal	77,8	3.1	93,9
		3.2	99,0
		3.3	40,4
4. Conselho de administração e outros	49,9	4.1	12,1
		4.2	6,1
		4.3	71,7
		4.4	85,9
		4.5	73,7
5. Relacionamento com investidores	71,7	5.1	47,5
		5.2	67,7
		5.3	100,0

Fonte: Elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Dentre os pontos a destacar, a independência do conselho (item 4.2) mostrou baixo nível de atendimento, com 6,1%, bem como a participação nos lucros pelos administradores (item 4.1) e a existência de acionista controlador com parcela representativa das ações ordinárias (item 1.1), com 12,1% e 27,3%, respectivamente. Nesse sentido, a existência de conselheiros executivos ligados à empresa, associada com a gestão ou *blockholders*, potencializaria o efeito de expropriação (Anderson & Reeb, 2004).

De maneira geral, o nível da qualidade da governança corporativa das empresas corresponde, em média, a 61,1% de atendimento. Dentre as implicações da adoção de boas práticas de governança, insere-se a criação de valor para o acionista, conforme destacam Silva, Reis e Lamounier (2012), já que potencializa a proteção de todos os acionistas.

Na Tabela 5 são apresentadas informações acerca das dimensões da governança das empresas, a partir dos diferentes contextos societários.

Tabela 5: Atributos da governança corporativa nos diferentes contextos societários

Atributo	Característica	Identidade do maior acionista último por contexto societário (%)			
		Familiar (40 empresas)	Estatal (15 empresas)	Estrangeiro (25 empresas)	Institucional (19 empresas)
Qualidade da Governança Corporativa	Dimensão 1	26,7	15,6	33,3	36,8
	Dimensão 2	63,8	73,3	54,0	81,6
	Dimensão 3	73,3	88,9	77,3	48,2
	Dimensão 4	50,0	52,0	49,6	48,4
	Dimensão 5	77,5	62,2	65,3	75,4
	Média		58,3	58,4	55,9

Fonte: Elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Nota: Dimensão 1- Estrutura de propriedade e controle; Dimensão 2- Adequação ao ambiente institucional; Dimensão 3- Auditoria e conselho fiscal; Dimensão 4- Conselho de administração e outros; Dimensão 5- Relacionamento com investidores.

Quanto à qualidade da governança corporativa, nota-se que as empresas apresentaram percentuais totais com baixas discrepâncias entre os contextos societários, porém diferindo em níveis por dimensão. Por exemplo, no contexto familiar os níveis de atendimento mais elevados estão presentes nas dimensões auditoria e conselho fiscal e relacionamento com investidores. Esse resultado corrobora os argumentos de Silva e Fossá (2012), segundo os quais as empresas familiares não possuem profissionalização, e um dos direcionadores para resolver esse problema consiste na adoção de boas práticas de governança corporativa.

4.2 Inferências sobre o teste de diferença de médias

Este tópico se destina a responder ao terceiro objetivo específico da pesquisa. Na Tabela 6 apresenta-se o teste de média, a fim de se verificar se há diferenças significativas na qualidade da governança entre empresas com estrutura de propriedade horizontal e empresas com estrutura de propriedade piramidal e entre empresas com e sem acionista controlador.

Tabela 6: Comparação de médias de qualidade da governança corporativa entre empresas com e sem estrutura de propriedade piramidal e entre empresas com e sem acionista controlador

Estrutura de Propriedade				
Variável		Nº de empresas	Média (%)	Valor-p
Maior acionista último	Estrutura horizontal	34	60,5	0,0395
	Estrutura piramidal	65	55,6	
Acionista controlador	Sem acionista controlador	68	58,2	0,2314
	Com acionista controlador	31	55,2	

Fonte: Elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Com um nível de significância de 5%, a qualidade da governança corporativa difere entre empresas com estrutura de propriedade horizontal e empresas com estrutura de propriedade piramidal, sendo que as da primeira categoria apresentam níveis de governança mais elevados do que as da segunda. A propriedade piramidal pode ensejar o distanciamento entre direitos de voto e fluxo de caixa, de modo a agravar o efeito de expropriação dos acionistas minoritários, em função de acionistas controladores, o que implica níveis de governança corporativa mais baixos (Aldrighi & Mazzer, 2007; Brey *et al.*, 2012; Bortolon, 2013). Tais resultados corroboram os argumentos desses autores.

Não foi encontrada diferença significativa entre empresas com acionista controlador e empresas sem acionista controlador. Nesse sentido, a qualidade da governança corporativa não difere entre empresas com acionista controlador e empresas sem acionista controlador.

4.3 Análise da influência da estrutura de propriedade na qualidade da governança

Este tópico se destina à apresentação dos resultados acerca do efeito da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança, por meio da estimação do modelo de regressão.

Antes da análise de regressão, torna-se pertinente a apresentação do atendimento aos pressupostos da regressão, que são a normalidade dos resíduos, a homocedasticidade dos resíduos, a ausência de autocorrelação e a multicolinearidade. A normalidade dos resíduos apresentou-se sob distribuição normal. Foi realizada a regressão robusta, de modo a evitar a ocorrência de homocedasticidade. Através do resultado do Teste de Durbin-Watson, foi possível verificar a ausência de autocorrelação, de forma a atender ao pressuposto da regressão. Para a verificação da multicolinearidade, utilizou-se o *Variance Inflation Factor*, atendendo-se também a esse pressuposto.

A Tabela 7 mostra os efeitos da estrutura de propriedade na qualidade da governança corporativa – considerando todas as empresas do estudo (Modelo 1), só as empresas com estrutura de propriedade horizontal, ou direta (Modelo 1a), e só as empresas com estrutura de propriedade piramidal, ou indireta (Modelo 1b).

Tabela 7: Efeitos da estrutura de propriedade na qualidade da governança corporativa

Variável	Modelo 1		Modelo 1a		Modelo 1b	
	Todas as empresas		Empresas com estrutura de propriedade horizontal		Empresas com estrutura de propriedade piramidal	
	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Desv	-0,0922	(0,267)	0,2505	(0,192)	-0,1401	(0,148)
Cont	0,0721(*)	(0,086)	0,0350	(0,192)	0,0669	(0,182)
Fami	-0,1652(*)	(0,079)	-0,5322(**)	(0,045)	0,0028	(0,979)
Esta	-0,1950(*)	(0,053)	-0,4132(*)	(0,068)	0,0654	(0,677)
Estr	-0,2425(***)	(0,006)	-0,4711	(0,418)	-0,1486	(0,168)
Inst	-0,1293	(0,207)	-0,2996(**)	(0,045)	-0,0173	(0,893)
LnRec	0,0022	(0,384)	-0,0008	(0,842)	0,0015	(0,445)
Constante	0,6020(***)	(0,000)	0,7407(***)	(0,000)	0,5595(***)	(0,000)
N	99		34		65	
Estatística-F	1,85(*)		3,5(***)		1,28	
Valor-p	0,088		0,009		0,276	
R ²	0,1244		0,4174		0,1026	
R ² Ajustado	0,0570		0,2605		0,0076	

Fonte: Elaborada pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Nota: A tabela apresenta a estimação dos coeficientes acerca das variáveis dos modelos 1, 1a e 1b. Os erros padrões (em parênteses) são estimações robustas para a heterocedasticidade. *, **e *** representam resultados significantes a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

A partir dos resultados da Tabela 7, nota-se que o Modelo 1 e o Modelo 1a se mostram significantes, ressaltando-se que em nenhuma das estimações a variável desvios de direitos (Desv) se mostrou significativa. No que diz respeito ao Modelo 1, a variável acionista controlador (Cont) exerce influência positiva sobre a qualidade da governança. Quanto à identidade do acionista, foi encontrado que a participação do acionista controlador familiar, estatal e estrangeiro exerce efeito negativo sobre a qualidade da governança corporativa, enquanto a participação do acionista institucional no controle não teve efeito significativo.

Silveira (2004), Silveira e Barros (2008) e Silveira *et al.* (2009) defendem a existência de um potencial efeito de expropriação dos acionistas minoritários em decorrência da presença de acionista controlador na empresa, cuja configuração resultaria em baixa qualidade da governança, já que os interesses dos acionistas controladores podem não estar alinhados com os dos demais (Abreu & Dias, 2013). Por outro lado, e alinhados aos resultados do presente estudo, esses autores defendem que a existência de acionista controlador na empresa pode implicar, também, a adoção de boas práticas de governança; isso ocorreria como forma de compensar a maior percepção potencial de expropriação dos acionistas minoritários. A maior participação do acionista familiar no controle da empresa implica a adoção de práticas rígidas de governança, porquanto a presença da família no controle possibilita mais monitoramento da administração, reduzindo, com isso, os respectivos custos (Fama & Jensen, 1983; DeAngelo & DeAngelo, 1985). Por outro lado, o resultado corrobora o que defendem La Porta *et al.* (1999). Os autores constataram que as empresas sob controle familiar, na maioria dos casos, tendem a priorizar os interesses da família acima dos interesses dos demais acionistas e *stakeholders*, não se preocupando com a adoção de boas práticas de governança.

Os resultados para o efeito negativo da participação do acionista estatal sobre a qualidade da governança alinham-se com o argumento Okimura (2003), segundo o qual a atuação do governo no controle das empresas se caracteriza pela ineficiência, já que seus objetivos são, na maioria das situações, políticos e com objetivos desalinhados dos interesses dos demais acionistas. No mesmo sentido, e ao contrário dos achados de Maia *et al.* (2013), a existência de controle estrangeiro influencia negativamente a qualidade da governança.

No Modelo 1a, o resultado aponta que as empresas com participação institucional no controle – como os fundos de pensão e os fundos de investimentos – influenciam

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

negativamente a qualidade da governança corporativa. Esses resultados contradizem os argumentos expendidos por Oliveira (2005), segundo o qual as melhores práticas de governança têm sido lideradas por acionistas controladores institucionais, bem como exercem alto potencial de monitoramento dos gestores.

De modo abrangente, pode-se inferir que o maior impacto da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança decorre do controle configurado na forma horizontal, conforme pode ser visto na Tabela 7, já que o modelo estimado a partir da amostra de empresas com estrutura de propriedade piramidal não se mostrou significativo. Assim, o potencial impacto da estrutura de propriedade sobre a governança decorre de uma relação direta entre os constructos.

A partir desses resultados, somente as hipóteses H_2 e H_4 foram aceitas; ou seja, a presença de acionista controlador na empresa influencia positivamente a qualidade da governança, enquanto a presença de investidores estatais exerce influência negativa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Sob os preceitos da Teoria da Agência, o presente estudo objetivou examinar se os atributos da estrutura de propriedade, horizontal e piramidal, influenciam a qualidade da governança corporativa das maiores companhias abertas do Brasil. Para tanto, utilizou-se uma amostra composta por 99 das 100 maiores companhias abertas do Brasil, e como período de análise o ano 2012. Desse modo, a análise possibilitou confrontar algumas considerações acerca da relação entre os aspectos da estrutura de propriedade e a qualidade da governança.

Em relação aos objetivos específicos, constatou-se que a qualidade da governança das empresas atende, em média, a 61,1% dos indicadores analisados. Notou-se ainda que 59,9% das empresas apresentam estrutura de propriedade piramidal. Através do teste de média, pôde-se perceber que as empresas com estrutura de propriedade horizontal registram níveis de governança mais elevados, em comparação com as empresas com estrutura de propriedade piramidal. Esse resultado se alinha com os fundamentos da Teoria da Agência. Quanto à presença ou não de acionista controlador, não foram encontrados resultados significativos.

Verificou-se que o modelo econométrico representado por todas as empresas – Modelo 1 – e aquele representado pelas empresas com propriedade horizontal – Modelo 1a – se mostraram significativos. Especificamente, as variáveis acionista controlador, controle familiar, controle estatal e controle estrangeiro mostraram influência sobre a qualidade da governança corporativa. Assim, no geral pode-se inferir que aspectos como a concentração de propriedade e o contexto societário exercem influência sobre a governança corporativa.

Além disso, percebeu-se, a partir dos resultados, que a maior influência dos aspectos da estrutura de propriedade decorre das empresas que apresentaram a estrutura de propriedade sob esquemas horizontais, haja vista que o Modelo 1b – para as empresas sob esquema de pirâmide – não se mostrou significativo. Infere-se, a partir desse resultado, que o controle indireto sobre a empresa não influencia a qualidade da governança corporativa, sendo esta influenciada, de modo efetivo, pela estrutura direta de propriedade e controle.

Diante do exposto, a hipótese de que os atributos da estrutura de propriedade, horizontais e piramidais, influenciam a qualidade da governança corporativa não foi confirmada, haja vista que para a variável desvios de direitos e participação institucional no controle não foi constatada nenhuma significância.

Cabe destacar que esta pesquisa se insere no campo dos estudos que se fundamentam na Teoria da Agência e procuram examinar a relação entre a estrutura de propriedade e a governança corporativa, fornecendo indicações empíricas de que há uma relação entre os atributos da estrutura de propriedade e a qualidade da governança. Adicionalmente, examinar essa relação entre os constructos possibilita compreender o fenômeno do processo decisório por parte dos gestores e acionistas, que, na maioria dos casos, depende de fatores relacionados

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

com a governança das empresas, contribuindo de forma prática e teórica sobre o assunto. O desenvolvimento deste estudo, a partir da identificação dessa lacuna, torna-se relevante, pois proporciona o avanço do conhecimento sobre o tema à luz da Teoria da Agência.

O estudo contribui ainda para a construção de um modelo teórico, devidamente fundamentado e articulado, entre a estrutura de propriedade e a governança corporativa. É possível, também, a sua replicação em outros contextos – temporais e amostrais –, pois os procedimentos metodológicos adotados, bem como os dados coletados, podem ser validados interna e externamente.

Por fim, ressalta-se que as conclusões desta pesquisa não podem ser generalizadas, já que o estudo se concentrou nas maiores companhias abertas do Brasil, e seu período de análise é limitado. Nesse sentido, sugere-se, para futuras pesquisas, uma maior abrangência da amostra, bem como a utilização de diferentes métricas para a estrutura de propriedade e a governança corporativa. Propõe-se, ainda, a realização de estudo com foco, primordialmente, qualitativo acerca da estrutura de propriedade horizontal e piramidal, de modo a apresentar um contexto contemporâneo diante das mudanças ocorridas no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

- Abreu, E. S., & Dias, J. M., Filho. (2013). Segmentos especiais da BM&FBovespa e dispersão acionária: boa governança corporativa ou isomorfismo institucional? *Revista de Negócios*, 18(2), 62-80.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer, R., Neto. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115-137.
- Aldrighi, D. M., & Mazzer, R., Neto. (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.
- Aldrighi, D. M., & Postali, F. A. S. (2011). Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Revista EconomiA*, 12(1), 27-48.
- Anand, A., Milne, F., & Purda, L. (2006, May). Voluntary adoption of corporate governance mechanisms. *American Law and Economics Association*, Berkeley, CA, EUA, 16.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), 209-237.
- Bardin, L. (2004). *Análise de conteúdo* (3a ed.). Lisboa: Edições 70.
- Barrett, P. (2001). Corporate governance – more than good management. *CPA South Australia Annual Congress*, Sydney, Australia, 2001.
- Becht, M. (1999). European corporate governance: trading off liquidity against control. *European Economic Review*, 43(4-6), 1071-1083.
- Bornholdt, W. (2005). *Governança na empresa familiar: implementação e prática*. Porto Alegre: Artmed.
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 2-18.
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Melo, R. (2012). Conexões políticas das empresas por estruturas de propriedade: uma abordagem do governo como acionista. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 11(2), 319-350.
- Carvalho-da-Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 348-361.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., & Lang, L. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.

- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Cunha, T. S. (2012). *Governança corporativa e a participação dos investidores estrangeiros nas companhias abertas latino-americanas*. Dissertação de mestrado, Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Cunha, P. R., & Politelo, L. (2013). Determinantes do nível de governança corporativa das empresas de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. *Advances Scientific Applied Accounting*, 6(2), 211-235.
- Dami, A. B. T., Rogers, P., & Ribeiro, K. C. S. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas do grau de concentração acionária. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30.
- DeAngelo, H., & DeAngelo, L. (1985). Managerial ownership of voting rights: a study of public corporations with dual classes of common stock. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 33-69.
- Editora Abril (2013). *Melhores e maiores: as 1000 maiores empresas do Brasil*. São Paulo: Editora Abril.
- English, P. C., II, Smythe, T. I., & McNeil, C. R. (2004). The CalPERS effect revisited. *Journal of Corporate Finance*, 10(1), 157-174.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fontes, J. R., Filho, & Picollin, L. M. (2008). Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. *Revista de Administração Pública*, 42(6), 1163-1188.
- Gillian, S., & Starks, L. (2003). Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2010). *Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa*. (4a ed.). São Paulo: IBGC.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structures. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khanchel, I. (2007). Corporate governance: measurement and determinant analysis. *Managerial Auditing Journal*, 22(8), 740-760.
- La Porta, R., Lopes-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Shleifer, A., Lopez-de-Silanes, F., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Lameira, V. J. (2012). As relações entre governança e risco nas companhias abertas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(42), 7-25.
- Lameira, V. J., Ness, W. L., Jr. (2011). Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. *Revista de Negócios*, 16(3), 33-52.
- Leal, R., & Carvalhal-da-Silva, A. (2005). Corporate governance index, firm valuation and performance in Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Maia, A. B. G. R., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(2), 40-60.
- Montgomery, C., & Kaufman, R. (2003). The board's missing link. *Harvard Business Review*, 80(3), 27-33.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Oliveira, R. M. (2005). *A influência dos investidores institucionais nas políticas de governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Organization for Economic Co-operation and Development. (2004). *OECD principles of corporate governance*. Retrieved Oct 12, 2013, from <http://www.oecd.org/daf/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Punsuvo, F. B., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72.
- Rogers, P., & Ribeiro, K. C. S. (2006). Mecanismos de governança corporativa no Brasil: evidências do controle pelo mercado de capitais. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 4(2), 17-28.
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2011). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências* (5a ed.). São Paulo: Atlas.
- Ryan, C., & Ng, C. (2000). Public sector corporate governance disclosures: an examination of annual reporting practices in Queensland. *Australian Journal of Public Administration*, 59(2), 11-23.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-775.
- Silva, A. H., & Fossá, M. I. T. (2012). A governança corporativa como estratégia de perpetuação da empresa familiar: um estudo de caso na Bebidas Fruki S/A. *Revista Eletrônica de Administração (Online)*, 11(2), 1-11.
- Silva, D. A., Reis, E. M., & Lamounier, W. M. (2012). O processo de criação de valor para o acionista comparado em cada nível de governança corporativa segmentado na Bovespa: um estudo com as empresas que compõem a carteira de ações do Índice Brasil (Ibvx 100). *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(1), 67-80.
- Silva, E. C. (2010). *Governança corporativa das empresas* (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. M., & Barros, L. A. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512-540.
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. C., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 44(3), 173-189.
- Silveira, A. M., Perobelli, F. F. C.; Barros, L. A. B. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788.
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista Abante*, 3(1), 29-56.
- 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.