



## Análise da literatura empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro.

**Isac de Freitas Brandão**

*UFC – Universidade Federal do Ceará*

*IFCE - Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará*

*isac.freitas@ifce.edu.br*

### Resumo

A Teoria da Estrutura de Propriedade da Firma aborda conflitos de interesses entre insiders e acionistas externos e os custos decorrentes destes conflitos. Estrutura de propriedade corresponde aos direitos de propriedade mantidos por administradores e investidores que não têm função na administração. Empiricamente pode ser estudada a partir de três dimensões: concentração acionária, participação acionária e controle acionário. Este trabalho analisa o estágio atual da pesquisa empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. Por meio de consultas às bases Spell, Scielo e Periódicos Capes no período 2000-2020 foram identificados 179 artigos publicados em periódicos brasileiros (157) e estrangeiros (22). Através de análise de conteúdo foram analisados os atributos da estrutura de propriedade investigados, a forma de sua mensuração, seus antecedentes e consequentes. Os resultados apontam que a estrutura de propriedade tem sido mensurada predominantemente pelo percentual de ações detido diretamente pelos maiores acionistas. Concentração acionária é a dimensão mais estudada, com evidências de relação negativa com a qualidade da governança corporativa e da informação contábil, mas sua relação com desempenho e decisões financeiras ainda é inconclusiva. Participação acionária e controle acionário são menos investigados, sem evidências conclusivas sobre seus antecedentes e consequentes. Esta revisão sistemática da literatura sobre estrutura de propriedade no Brasil pode ser utilizada como subsídio para pesquisadores que desejam contribuir com novas evidências sobre o tema e para a formulação de políticas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Metodologicamente, a categorização desenvolvida pode ajudar a compreender as dimensões da estrutura de propriedade.

**Palavras-chave:** Estrutura de propriedade. Pesquisa empírica. Mercado de capitais brasileiro.

ISSN: 1984-6266

**Recebimento:**

18/04/2021

**Aprovação:**

28/09/2021

**Editor responsável pela aprovação do artigo:**

Dra. Nayane Thays Kespi Musial

**Editor responsável pela edição do artigo:**

Dra. Luciana Klein

**Avaliado pelo sistema:**

*Double Blind Review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.



**DOI:**

<http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v14i1.80646>

## ANALYSIS OF EMPIRICAL LITERATURE ON OWNERSHIP STRUCTURE IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

### ABSTRACT

The Theory of the Ownership Structure of the Firm addresses conflicts of interest between insiders and external shareholders and the costs arising from such conflicts. Ownership structure corresponds to the property rights of managers and investors who have no role in the management. Empirically ownership structure can be studied from three dimensions: ownership concentration, ownership participation and ownership control. This paper analyzes the current stage of empirical research on ownership structure in the Brazilian capital market. Through consultations to Spell, Scielo and Periódicos Capes bases in the period 1998-2020, 179 articles published in Brazilian (157) and foreign (22) journals were identified. Through content analysis, were analyzed: attributes of the ownership structure investigated, the form of its measurement, and its antecedents and consequents. The results indicated that the ownership structure has been measured predominantly by the percentage of shares held directly by the largest shareholders. Ownership concentration is the most studied dimension, with evidence of negative relationship with the quality of corporate governance and accounting information, but its relationship with performance and financial decisions is still inconclusive. Ownership participation and control are less investigated, and there are not conclusive evidence about their antecedents and consequences. This systematic review of the literature on ownership structure in Brazil can be used as a subsidy for researchers who wish to contribute with new evidence on the subject and for the formulation of policies for the development of the Brazilian capital market. Methodologically, the categorization developed can help to understand the dimensions of ownership structure.

**Keywords:** Ownership structure. Empirical research. Brazilian Capital Market.

### 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 a teoria econômica (Demsetz, 1983). A Teoria Clássica da Firma perdeu espaço para teorias que inseriram as relações existentes entre os agentes produtivos. Dentre estas teorias destaca-se a Teoria da Estrutura de Propriedade da Firma, proposta por Jensen e Meckling, (1976), que define pela primeira vez o termo estrutura de propriedade e explica os conflitos existentes entre acionistas e gestores.

No Brasil, o mercado de ações ainda é pouco utilizado como fonte de financiamento empresarial, sendo a dívida a principal fonte de financiamento das empresas. 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 689 companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em janeiro de 2021, das quais 434 negociavam suas ações na Brasil, Bolsa Balcão (B3).

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 e a existência de excesso de direitos de voto tornam o conflito de agência predominante decorrente da relação entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Crisóstomo, Brandão, & López-Iturriaga, 2020). O controle acionário é heterogêneo, sendo encontradas empresas com controle familiar, empresarial, governamental, compartilhado e disperso (Crisóstomo & Brandão, 2019).

Com base teórica consolidada e um ambiente institucional peculiar, passou-se a investigar de forma mais recorrente a estrutura de propriedade das empresas brasileiras. O aumento do número de programas de pós-graduação em Administração e Contabilidade nos últimos anos contribuiu para o crescimento da pesquisa sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. Segundo dados da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (CAPES), em 2000 havia 30 cursos de pós-graduação na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo, dos quais 9 tinham curso de doutorado. Em 2019 este número passou para 191 programas, com 71 cursos de doutorado.

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 para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, embora se verifique o aumento da pesquisa empírica sobre esta temática, observa-se que não há consenso entre os pesquisadores de quais os atributos da estrutura de propriedade são relevantes para a realidade brasileira, qual a metodologia mais adequada de se mensurar estes atributos e quais são seus antecedentes e consequentes.

Um dos caminhos para tentar esclarecer as controvérsias decorrentes de resultados contraditórios é realizar uma revisão sistemática da literatura, delineamento de pesquisa que visa identificar, selecionar, avaliar e sintetizar as evidências relevantes disponíveis (Galvão & Pereira, 2014). Os estudos de revisão de literatura contribuem para: identificar possíveis falhas nos estudos realizados; conhecer os recursos necessários para a construção de um estudo com características específicas e otimizar os recursos disponíveis; desenvolver estudos que cubram brechas na literatura; propor temas, problemas, hipóteses e metodologias inovadoras de pesquisa (Galvão & Ricarte, 2019).

Diante da relevância teórica e prática da estrutura de propriedade para os campos de Finanças Corporativas, Governança Corporativa e Contabilidade Financeira, bem como das características do mercado de capitais brasileiro, esta pesquisa tem por objetivo analisar o estágio atual da pesquisa empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro. Foi realizada uma revisão sistemática de literatura, que abrangeu 179 artigos empíricos publicados em periódicos nacionais e estrangeiros no período 1998-2020. A delimitação temporal foi escolhida devido as discussões em âmbito internacional acerca das características distintas da estrutura de propriedade entre países ter-se iniciado em 1998 (Porta et al., 1998).

Por meio de análise de conteúdo foram identificados os atributos da estrutura de propriedade investigados, a forma de sua mensuração, seus antecedentes e consequentes. Os resultados indicam que a principal forma de mensuração da estrutura de propriedade se dá pelo percentual de ações detido diretamente pelos maiores acionistas. Dentre as características da estrutura de propriedade, a concentração acionária é a dimensão mais estudada, com evidências de relação negativa com a qualidade da governança corporativa e da informação contábil, mas sem resultados conclusivos quanto à sua relação com o desempenho e as decisões financeiras ainda. A participação acionária e o controle acionário são características da estrutura de propriedade menos investigadas, sem evidências conclusivas sobre seus antecedentes e consequentes.

Este trabalho contribui com a literatura sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro, ao analisar os principais estudos empíricos realizados sobre o tema. Esta revisão sistemática da literatura pode ser utilizada como subsídio para pesquisadores que desejam contribuir com novas evidências sobre o tema e para a formulação de políticas para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Metodologicamente, a estrutura de propriedade foi categorizada em três atributos (concentração acionária, participação acionária e controle acionário), o que pode contribuir para a compreensão das dimensões da estrutura de propriedade da firma.

## 2 Fundamentação Teórica

### 2.1 A teoria da Estrutura de Propriedade da Firma

Jensen e Meckling (1976) conceituam a firma como um nexo de contratos, cujo valor residual dos ativos e fluxos de caixa é divisível e pode ser vendido sem permissão dos outros participantes do contrato. A partir desta definição, os autores 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 Teoria da Estrutura de Propriedade da Firma. A estrutura de propriedade, neste contexto, corresponde aos direitos de propriedade mantidos por administradores (insiders) e investidores que não têm função na administração (outsiders), e 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).

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). Entre estes estudos mereceram destaque os percussores Demsetz e Lehn (1985) que abordaram os antecedentes da concentração acionária, e Morck, Shleifer e Vishny (1988) que analisaram a influência da participação acionária de administradores sobre o valor de mercado das firmas no mercado norte-americano.

Estudos empíricos do final da década de 1990 indicaram que 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, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang, 2008). A partir de então 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).

As características do mercado de capitais brasileiro e a importância teórica dada à estrutura de propriedade tem levado pesquisadores a 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 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 Atributos da Estrutura de Propriedade**

Os atributos da estrutura de propriedade foram categorizados em três dimensões: concentração acionária, participação acionária e controle acionário.

**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). Nestas pesquisas investigou-se 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 (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 concentração de direitos de fluxo de caixa é tida como indicador de alinhamento de interesses (Porta et al., 2002), concentração de direitos de voto e excesso de direitos de voto indicam respectivamente, maior possibilidade e incentivo à expropriação da riqueza da empresa pelos controladores (Cueto, 2013).

**Participação acionária** indica o percentual de ações detidas por diferentes grupos de investidores. Os primeiros estudos analisaram a participação acionária dos administradores, que indica o grau de alinhamento de seus interesses com 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 (alinhamento de interesses) (Morck et al., 1988). O entrenchamento 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, embora prejudiquem o desempenho da empresa (Morck et al., 1988).

Posteriormente passou-se a investigar a participação acionária de outros tipos de investidores, que também pode afetar a tomada de decisão dos administradores. Em especial, investidores institucionais e estrangeiros são vistos como ativistas, e podem usar 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).

**Controle acionário** está relacionado à presença e à identidade dos acionistas que detém 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 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 atingir seus interesses particulares, em detrimento de interesses de minoritários. O controle estatal, por sua vez, parece estar associado à menor eficiência (Sleifer & Vishny, 1997). Outro tipo de controle bastante comum no Brasil é o acordo de acionistas (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).

### 2.3 Mensuração dos Atributos da Estrutura de Propriedade

A investigação dos atributos da estrutura de propriedade das companhias de capital aberto é facilitada pela divulgação de informações exigidas pelos órgãos reguladores dos mercados de capitais. No Brasil, estas companhias 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, substituído a partir de 2010 pelo Formulário de Referência, no website 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 acionistas 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).

### 2.4 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 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 ser influenciadas por atributos da estrutura de propriedade (Cho, 1998; Moh'd, Perry, & Rimbey; Jensen, Solberg, & Zorn, 1992). Um terceiro grupo de consequentes está relacionado aos mecanismos de controle da empresa, relacionados à estrutura de governança corporativa, à informação contábil divulgada e à própria estrutura de propriedade (Dunev & 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 pode 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 deste trabalho empreendeu-se uma revisão sistemática de literatura. Segundo Galvão e Ricarte (2019), os estudos de revisão sistemática da literatura buscam entender e dar sentido a um grande corpus documental, verificando o que funciona e o que não funciona num dado contexto. Para os autores, estes estudos devem apresentar as bases de dados bibliográficos que foram consultadas, as estratégias de busca empregadas em cada base, o processo de seleção dos artigos científicos, os critérios de inclusão e exclusão dos artigos e o processo de análise de cada artigo.

A estratégia empregada foi a 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.

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 coleta de dados ocorreu até 16 de janeiro de 2021.

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 artigos de natureza empírica realizados no mercado de capitais brasileiro, que tenham investigado algum atributo da estrutura de propriedade e cujo tema esteja 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 179 artigos, dos quais 157 foram publicados em periódicos nacionais e 22 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	63	6	69
B1	16	2	18	60	2	62
B2	15	0	15	19	0	19
B3	6	0	6	11	0	11
Não indexado	1	4	4	4	6	10
Total	51	14	65	157	22	179

A análise dos artigos foi realizada com abordagem qualitativa, por meio 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. As unidades 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 Resultados e Discussão

Esta seção inicialmente apresenta uma análise temporal da base de dados utilizada na pesquisa. Em seguida é apresentada a análise dos artigos, dividida em três tópicos: atributos da estrutura de propriedade; mensuração da estrutura de propriedade; e antecedentes e consequentes da estrutura de propriedade. Ressalte-se que, dada a amplitude da amostra, não foram citados todos os artigos analisados. Para as evidências encontradas em mais de quatro artigos, foram escolhidos para citação apenas exemplos, considerando artigos publicados mais recentemente e em periódicos com estrato mais elevado do Qualis Capes.

### 4.1 Evolução da Produção Científica Empírica em Estrutura de Propriedade

Na Tabela 2 é apresentada a composição da base de dados de acordo com o ano de publicação dos artigos. Para fins de análise da evolução temporal, o período de análise foi classificado em três períodos: 1998-2003, 2004-2012 e 2013-2020.

**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
1998	0	0	0	0	0	0	0	0
2000	0	0	0	0	0	0	0	0
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	19	14	1	5	3	0	0	19
Total	166	142	35	60	33	13	15	162



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, sendo investigados a concentração acionária, a participação acionária e a propriedade cruzada (interlock) (Valadares & Leal, 2000; Leal, Silva, & Valadares, 2002). O terceiro artigo investigou o efeito da concentração acionária e do controle acionário sobre a composição do conselho de administração (Dutra & Saito, 2002).

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 de controle acionário (21) e 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 período (2013-2020) observa-se maior número de publicações (127), especialmente no Brasil (116). A produção científica nos últimos oito anos (2013-2020) concentrou-se em investigar consequentes da estrutura de propriedade (120), dos quais em quatro também se investigou seus antecedentes. Em quatro artigos foram investigados unicamente antecedentes da estrutura de propriedade e em outros dois apenas sua descrição. A concentração acionária continuou sendo a dimensão mais pesquisada (96), enquanto o controle acionário foi analisado em 38 artigos, a participação acionária em 27 e outros atributos em 23. O ano de 2015 se destaca como o de maior produção, com 25 artigos publicados no Brasil.

A análise temporal da pesquisa empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro revela crescente número de publicações ao longo do tempo, sobretudo a partir de 2013. Além do maior conhecimento teórico dos pesquisadores, esse crescimento pode decorrer do aumento de programas de pós-graduação em Administração e Contabilidade, e do consequente aumento do número de pesquisas e periódicos. Segundo dados da Capes, o número de programas de pós-graduação *strictu sensu* no Brasil na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo subiu de 21 em 1998 para 122 em 2013. Em 2019, último ano com dados disponíveis até a publicação deste trabalho, havia 191 programas, com 15.601 discentes e 4.244 docentes.

## 4.2 Atributos da Estrutura de Propriedade

Na Tabela 3 se descreve os atributos de estrutura de propriedade identificados, 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.

**Tabela 3**

Atributos da estrutura de propriedade analisados

Concentração acionária (142)	Participação acionária (35)	Controle acionário (60)	Outros (33)
Direitos de voto (112)	Investidor institucional (13)	Família (40)	Existência de acordo de acionistas (15)
Direitos de fluxo de caixa (71)	Estrangeiro (7)	Governo (40)	Estrutura piramidal (9)
Excesso de direitos de voto (40)	Fundos de pensão (7)	Estrangeiro (29)	Emissão de ações preferenciais (8)
Ações preferenciais (4)	Governo (7)	Empresa (16)	<i>Interlocks</i> (3)
	Administradores (6)	Investidor institucional (14)	
	Família (6)	Sem acionista controlador (13)	
	Empresa (5)	Compartilhado (9)	
	Minoritários (5)	Privado (6)	
	Instituições financeiras (3)	Fundos de pensão (5)	
	Outros (3)	Instituições financeiras (4)	
		Outros (9)	

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. Observou-se equívoco em alguns artigos em que a concentração de direitos de fluxos de caixa foi utilizada como proxy para conflitos de agência do tipo principal-principal. A literatura teórica indica 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 investigado em 2004 (Silveira, Lanzana, Barros, & Famá, 2004; Silva, 2004). Em 33 artigos houve análise conjunta com a concentração de direitos de voto, como em Pinheiro, Neves, Souza e Casablanca (2019) e Okimura, Silveira e Rocha (2007). 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 (Grando, Brunozi, Machado, & Zanini, 2016; Crisóstomo & Brandão, 2019).

Em quatro artigos foi medida a concentração acionária de acionistas preferencialistas (Aldrigui & Mazzer, 2007; Bortolon & Leal, 2014; Corrêa, Silva, Pinheiro, & Melo, 2015; Pinheiro et al., 2019). 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, como em Andrade, Bressan e Iquiapaza (2014), Bortolon, (2013) e Vesco e Beuren (2015). 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, em 2000. Entretanto, após este artigo, esta dimensão só veio aparecer na produção científica empírica em 2007. Participações acionárias de investidores institucionais (incluindo fundos de pensão) e estrangeiros são as mais estudadas, como em Sonza e Granzoto, (2018), Bortolon, Silva e Barros (2019) e Santos, Vasconcelos e Luca (2015). Estes grupos são considerados 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 evidência de ativismo (Brandão, Mota, Vasconcelos, & Luca, 2014; Sonza & Granzoto, 2018).

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. Dentre os sete trabalhos em que se investigou a participação governamental, destacam-se dois em que se analisou especificamente este atributo, como forma de se mensurar as conexões políticas (Brey et al., 2014; Koprowski, Krein, Barichello, Mazzioni, & Magro, 2019). A participação familiar, vista como uma característica do mercado de capitais brasileiro (Aldrigui, 2014), também foi pouco investigada, sendo abordada em apenas seis artigos, como em Pinto e Leal (2013) e Sternberg, Leal e Bortolon (2011).

A participação acionária de administradores, incluindo membros do conselho de administração e da diretoria executiva, foi objeto de apenas seis artigos, como Pinto e Leal (2013) e Vesco e Beuren (2015). Uma justificativa para este “desinteresse” é a 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 tipos de participação acionária investigados incluem a participação empresarial, bancária, minoritária e de outros acionistas, como em Valadares e Leal (2000) e Vesco e Beuren (2015). O poder de contestação, medido pela participação de acionistas minoritários, ainda é pouco estudado no mercado de capitais brasileiro (Crisóstomo et al., 2020).

Atributos relacionados ao controle acionário são investigados desde o trabalho de Dutra e Saito (2002). Embora esta dimensão esteja presente em 60 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 sete artigos foram analisadas apenas as características das empresas familiares, como Pamplona, Ames e Silva (2020) e Grillo, Reina, Bortolon e Sarlo (2017). Em outros dois artigos foram analisadas apenas as características de empresas estatais (Mamede, Nakamura, Nakamura, Jones, & Jardim, 2017; Silva, Peixoto, Barboza & Tizziotti, 2020).

Outro tipo de controle acionário 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). Dentre estas pesquisas destacam-se duas em que se analisou o controle estrangeiro como uma forma de internacionalização das empresas brasileiras (Brandão et al., 2014; Santos et al. 2015).

Em 16 artigos foi investigado o controle exercido por outras empresas. Dentre estas pesquisas destacam-se Crisóstomo, López-Iturriaga e González (2014) e Crisóstomo e Brandão (2018), em que o controle empresarial foi o principal construto analisado. 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) inexistem conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários. Por outro lado, potencializa-se conflitos entre acionistas e gestores, abordado por Jensen e Meckling (1976). Dos treze artigos que investigaram o “controle disperso”, onze foram publicados após 2012, o que pode estar associado ao crescimento desta configuração societária no mercado brasileiro (Crisóstomo & Brandão, 2019).

Pouco se investigou sobre o controle compartilhado entre dois ou mais acionistas, como em Silveira, Leal, Silva e Barros (2010) e Crisóstomo e Brandão (2019). A pouca evidência existente, entretanto, aponta que esta forma de controle acionário é muito presente nas empresas brasileiras (Crisóstomo & Brandão, 2019), devendo ser objeto de estudo mais aprofundado.

O controle exercido por investidores institucionais, fundos de pensão e instituições financeiras também foi pouco explorado, como em Caixe e Krauter (2013) e Nogueira e Castro (2020). A pouca pesquisa empírica sobre este tipo de controle acionário pode ser justificada 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 (Black, Carvalho, & Gorga, 2010; Rocha & Silveira, 2015) e em um outro artigo o atributo investigado foi a alteração do acionista controlador (Carmona, 2004).

### 4.3 Mensuração da Estrutura de Propriedade

A forma de mensuração dos atributos de estrutura de propriedade é apresentada na Tabela 4. A primeira coluna indica a operacionalização dos atributos, enquanto a segunda coluna refere-se aos critérios utilizados para a identificação dos acionistas.

**Tabela 4**

Mensuração da estrutura de propriedade

Operacionalização	Análise da propriedade
Maiores acionistas (119)	Direta (162)
Acionistas controladores (39)	Indireta (30)
Acionistas relevantes (18)	Tipo de ação (8)
Tipo de ação (8)	Origem do capital (5)
Free float (6)	
Origem do capital (5)	

Seguindo os primeiros estudos realizados (Demsetz & Lehn, 1985; Mork et al., 1988), a estrutura de propriedade é operacionalizada predominantemente por meio da análise dos maiores acionistas. Nestes estudos se calcula a concentração acionária pelo percentual de cada tipo de ação detida pelos maiores acionistas. A quantidade de acionistas considerados no cálculo, entretanto, não é um consenso: pode variar do maior aos cinco maiores acionistas. Em alguns artigos 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, como em Pinto e Leal (2013), e variáveis dicotômicas indicativas de concentrações acionárias elevadas, como em Costa e Martins (2019). As dimensões participação acionária e controle acionário, em menor quantidade, também foram analisadas a partir da identidade dos maiores acionistas, como em Silveira et al. (2010) e Pinto e leal (2013).

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 39 pesquisas estas informações foram utilizadas para mensurar a concentração acionária dos controladores (23), a participação acionária (4) e a identidade do acionista controlador (24). Os trabalhos de Silveira et al. (2004), Nakayama e Salotti (2014) e Crisóstomo e Brandão (2019) são exemplos de artigos em que a estrutura de propriedade foi mensurada a partir da identificação do acionista controlador. 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. Os trabalhos de Crisóstomo et al. (2014) e Minardi, Ferrari e Tavares (2013) são exemplos de artigos em que a estrutura de propriedade a partir da participação acionária de todos os acionistas relevantes.

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, como analisado por Andrade et al. (2014) e Grando et al. (2016), 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, como em Caixe, Matias e Oliveira (2013) e Ganz, Haveroth e Rodrigues (2019). E a origem do capital, divulgada no formulário cadastral, indica se o controle acionário é público, privado ou estrangeiro, como foi utilizado por Punsuvo, Kayo e Barros (2007) e Silva e Martins (2018).

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, presentes em apenas 30 artigos, como Crisóstomo e Brandão (2019) e Pellicani e Kalatzis (2019). Ressalte-se que 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 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 manual de dados e pelo 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 5 e 6 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 relação destes construtos com atributos da estrutura de propriedade.

**Tabela 5**

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
Contabilidade financeira (1)	Partes relacionadas	1	0
	Gestão tributária	1	1
Outros (10)	Características da empresa	10	9

Das três dimensões da estrutura de propriedade, em nenhum trabalho foram investigados os antecedentes do controle acionário. Neste sentido, infere-se que o controle acionário é estudado como exógeno, determinante do comportamento de gestores e outros stakeholders corporativos no âmbito do mercado de capitais brasileiro, sem, contudo, ser influenciado 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 (Bortolon, 2013) e da existência de acordo de acionistas (Carvalho, 2012; Silva, Bueno, Lana, Koetz, & Marcon, 2015), não enquadradas em nenhuma das dimensões da estrutura de propriedade.

Tabela 6

## Consequentes da estrutura de propriedade

	Construtos analisados	Artigos analisados	Evidências encontradas
Finanças Corporativas (80)	Desempenho de mercado	33	26
	Desempenho financeiro	24	19
	Estrutura de capital	19	13
	Dividendos	11	11
	Valores mobiliários	9	6
	Investimento	4	4
	Conflitos de agência	1	1
Governança corporativa (50)	Qualidade da governança corporativa	12	10
	Remuneração dos administradores	11	9
	Conselho de administração	9	6
	Estrutura de propriedade	9	7
	Remuneração da auditoria independente	4	3
	Responsabilidade social	3	1
	Turnover dos executivos	2	2
	Partes relacionadas	1	0
Conselho fiscal	1	1	
Contabilidade Financeira (35)	<i>Disclosure</i>	17	6
	Qualidade da informação contábil	17	16
	Gestão tributária	1	1

Na área de Finanças Corporativas, variáveis de desempenho foram divididas em duas categorias: desempenho financeiro e desempenho de mercado. O desempenho financeiro está relacionado a indicadores oriundos das demonstrações financeiras, como ROA, ROE, 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, market-to-book e beta dos retornos de mercado (risco).

Na mesma linha dos artigos internacionais (Verco & Beuren, 2012), a inter-relação entre estrutura de propriedade e desempenho (de mercado e financeiro) é a questão mais investigada no Brasil. Em especial, a relação entre atributos de concentração acionária e indicadores de desempenho é analisada em 25 artigos. Os resultados, entretanto, são controversos, sendo documentada relação positiva, negativa, quadrática e inexistente (Caixe et al., 2013; Cunha & Bortolon, 2016; López-Iturriaga & Crisóstomo, 2010; Okimura et al., 2007; Peixoto & Buccini, 2013; Silveira, Barros, & Famá, 2008; Vesco & Beuren, 2015). 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.

A inter-relação entre desempenho e atributos de participação acionária ainda é pouco investigada, com destaque para a participação de investidores institucionais e acordo de acionistas. Entretanto, os resultados ainda são inconclusivos (Gelman, Castro, & Seidler, 2015; Punsuvo, Kayo, & Barros, 2007; Sonza & Granzotto, 2018). Da mesma forma, há pouca evidência da influência do tipo de controle acionário sobre indicadores de desempenho, com destaque para o controle familiar, estrangeiro e governamental (Caixe & Krauter, 2013; Coutinho, Amaral, & Bertucci, 2006; Peixoto & Buccini, 2013). Além de possíveis problemas de endogeneidade, faz-se necessária maior evidência empírica destas relações, no intuito de se compreender como os diferentes tipos de acionistas, na posição de controle ou de acionista minoritário relevante, pode estar interferindo no desempenho financeiro e de mercado das empresas brasileiras de capital aberto.

Aspectos relacionados às decisões financeiras foram segregadas em quatro categorias: decisões de investimento, relacionado aos níveis de investimento da empresa em ativos de longo prazo; decisões de financiamento por dívida (estrutura de capital), relacionado à estrutura de capital, tipo de dívida e custo de capital de terceiros; decisões de financiamento via mercado de capitais (valores mobiliários), relacionadas a fechamento de capital, saída da bolsa de valores, emissão e unificação de ações; e distribuição de dividendos

(dividendos). De forma geral, as poucas evidências e os resultados muitas vezes divergentes não permitem estabelecer relações de causa e efeito conclusivas entre estrutura de propriedade e decisões financeiras.

Decisões financeiras relativas à estrutura de capital foram as mais investigadas, tanto como antecedente como quanto consequente. 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 (Carvalho, 2012). Como consequente, a participação acionária de fundos de pensão apresentou-se positivamente relacionada com o endividamento (Soares, & Kloeckner, 2008), e a identidade do acionista controlador também se mostrou relevante para o endividamento e a duração da dívida (Mamede et al., 2017; Wildner & Petry, 2020). A investigação do endividamento como um consequente do nível de concentração acionária não apresentou resultados consistentes (Crisóstomo & Pinheiro, 2015; Mamede, Jardim, Nakamura, Jones, & Nakamura, 2019; Silva, 2004; Soares, & Kloeckner, 2008; Vieira, Velasquez, Losekann, & Ceretta, 2011).

O financiamento via mercado de capitais não afeta a estrutura de propriedade (Punsuvo et al., 2007), mas a maior concentração acionária está relacionada com a emissão privada de ações (Rego & Ness, 2007) e o processo de saída do mercado de bolsa valores (Bortolon & Silva, 2015a; 2015b; Saito & Padilha, 2015; Moreira, Oliveira, Pexoto, & Pereira, 2017). Outro achado a ser destacado, em Hoffman, Bortoluzzo, & Machado (2011), 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 participação acionária. Também é possível 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 acionária (Punsuvo et al., 2007; Silveira et al., 2008), mas verificou-se que maiores índices de payout estão associados a estruturas piramidais de propriedade (Bortolon, 2013). Como consequente, não se chegou a resultados conclusivos acerca da influência de atributos de concentração acionária e participação acionária sobre a distribuição de dividendos, o que enseja mais investigação empírica (Forti, Peixoto, & Alves, 2015; Hahn, Nossa, Teixeira, & Nossa, 2010; Holanda & Coelho, 2012; Iquiapaza, Lamounier, & Amaral, 2008; Silva, 2004). O controle acionário, por outro lado, não apresentou relevância para as decisões relacionadas a dividendos (Crisóstomo & Brandão, 2018; Silva, 2004).

As pesquisas em que se investigou a relação entre investimento e estrutura de propriedade são poucas, e os objetos de estudo diferem umas das outras, o que indica que esta relação ainda carece de maior evidência empírica. Os achados indicam que a concentração de propriedade pode afetar o nível de investimento das empresas (Pellicani & Kalatzis, 2019), e o tipo de controle acionário pode estar relacionado ao nível de restrições financeiras e de investimentos em pesquisa e desenvolvimento (Crisóstomo et al., 2014; Góis, Parente, & Ponte, 2015). Aquisições estão negativamente associadas à presença de blockholders minoritários e ao controle familiar e governamental (Nogueira & Castro, 2015). Não foi encontrada evidência empírica de que o nível de investimento afete atributos da estrutura de propriedade (Bortolon, 2013; Silveira et al., 2008).

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 (Pinheiro et al., 2019).

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 e os níveis de concentração de direitos de voto e de excesso de direitos de voto é o resultado predominante nos artigos (Crisóstomo et al.,

2020; Punsuvo et al., 2007; Silveira, Perobelli, & Barros, 2008; Silveira, Leal, Barros, & Silva, 2009). Seja pelo efeito expropriação ou substituição, a concentração acionária está associada à qualidade inferior do sistema de governança da empresa brasileira (Crisóstomo et al., 2020). A relação da participação acionária e do controle acionário com a qualidade da governança corporativa, embora apresente relações significantes, não tem resultados consistentes (Crisóstomo & Brandão, 2019; Punsuvo et al., 2007; Santos et al., 2015; Silveira et al., 2009; Silveira et al., 2010).

Características específicas dos órgãos de governança corporativa também são afetada por atributos da estrutura de propriedade. Achados recorrentes indicam o efeito negativo da concentração acionária sobre a independência do conselho de administração (Crisóstomo et al., 2020; Moura & Beuren, 2011), a remuneração dos administradores (Freitas, Pereira, Vasconcelos, & Luca, 2020; Pinto & Leal, 2013) e a remuneração da auditoria independente (Freitas, Rodrigues, & Anjos, 2019; Mascena, Barakat, & Fischmann, 2016; Simão, Callado & Pinto, 2019). Por outro lado, observa-se efeito positivo da concentração acionária sobre o turnover do CEO (Silva & Moraes, 2004; Vieira & Martins, 2018). 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 (Dani, Beck, Santos, & Lavarda, 2013; Ribeiro, Colauto, & Clemente, 2016). Quanto ao conselho fiscal, verificou-se que sua instalação está relacionada à presença de acordo de acionistas (Bortolon, Silva, & Barros, 2019).

Ainda pouco se investigou a relação entre estrutura de propriedade e responsabilidade social corporativa. 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 (Crisóstomo & Oliveira, 2016). As demais pesquisas não apresentaram resultados significantes (Nunes, Teixeira, Noss, & Galdi, 2010; Romano, Ermel & Mol, 2016).

Observou-se também relação entre os atributos da estrutura de propriedade. Acordos de acionistas são mais comuns em empresas com menor concentração acionária (Carvalho, 2012; Silva, Bueno, Lana, Koetz, & Marcon, 2015), e a existência de estrutura piramidal está relacionada ao excesso de direitos de voto (Bortolon, 2013). Administradores, quando detém ações da empresa, apresentam maior percentual de ações ordinárias do que ações preferenciais (Rapaport, & Sheng, 2010). o que pode elevar problemas de agência com acionistas. A concentração acionária normalmente está associada ao tipo de acionista controlador, embora os resultados sejam conflitantes (Crisóstomo & Brandão, 2019; Rapaport, & Sheng, 2010; Silveira et al., 2008). Ademais, não foram encontradas evidências da relação entre transações com partes relacionadas e estrutura de propriedade (Souza, Knupp, & Borba, 2013).

Na área de Contabilidade Financeira foram identificadas variáveis referentes a nível de disclosure (como disclosure voluntário e de informações socioambientais), atributos da qualidade da informação contábil (como relevância, informatividade, gerenciamento de resultados e conservadorismo) e gestão tributária.

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 (Coelho, Holanda, & Moura, 2017; Prazeres, Soeiro, Araújo, & Freitas, 2017; Sarlo, Lopes, & Dalmácio, 2010; Torres, Bruni, Castro, & Martinez, 2010). A participação acionária e o controle acionário também apresentaram relação com a qualidade da informação contábil, mas os resultados são inconclusivos (Grillo et al., 2017; Holanda & Coelho, 2016; Passos e Coelho, 2019; Prazeres et al., 2017; Sarlo, Rodrigues, & Almeida, 2010; Silva, Peixoto, Barboza, & Tizziotti, 2020).

O disclosure sofre influência da natureza e do tipo de controle acionário, mas os resultados ainda são inconclusivos (Murcia, Souza, & Santos, 2010; Almeida, Santos, Cabral, Santos, & Pessoa, 2016). A participação de estrangeiros está relacionada à adoção de hedge accounting (Toigo, Brizolla, & Fernandes, 2015) e a participação de investidores institucionais, está relacionada ao maior nível de disclosure (Moura, Zanchi, Mazzioni, Macêdo, & Krueger, 2017). A concentração acionária, por sua vez, não parece afetar o nível de disclosure das empresas brasileiras (Almeida et al., 2016; Doná, Marques, Moribe, Hercos, J. B. (2015);



Murcia et al., 2010; Rufino & Monte, 2014). 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.

Características da gestão tributária da empresa foram investigados em apenas dois artigos, como antecedente e consequente da estrutura de propriedade. Por um lado, 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 (Bortolon, 2013). Por outro lado, a concentração de controle foi identificada como um atributo que reduz o nível de agressividade fiscal (Martinez & Fonseca, 2020).

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 (Okimura et al., 2007; Rogers, Dami, Ribeiro, & Sousa, 2008; Silveira et al., 2008). O tamanho da empresa também apresentou relação com concentração acionária, acordo de acionistas e participação acionária de administradores, além de a estrutura piramidal estar associada a empresa de maior porte (Bortolon, 2013; Carvalho, 2012; Okimura et al., 2007; Rapaport & Sheng, 2010). A tangibilidade dos ativos está relacionada com o excesso de direitos de voto (Silveira et al., 2008), enquanto a taxa de câmbio favorece a participação de acionistas estrangeiros (Soares, & Marcon, 2019).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta revisão sistemática da literatura analisou-se o estágio atual da pesquisa empírica sobre estrutura de propriedade no mercado de capitais brasileiro, por meio de análise de conteúdo em 179 artigos publicados em periódicos nacionais e estrangeiros entre 1998 e 2020. Observou-se crescente número 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 interlocks 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) 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 forma de mensuração 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 de 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. Por não haver estudos anteriores similares, 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 de literatura 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.
- Aldrichi, 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.
- Almeida, T. A., Santos, L. M. F., Cabral, A. C. A., Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2016). Estrutura de propriedade e disclosure econômico e socioambiental nas maiores empresas do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(4).
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2014). Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), 555-595.
- Bardin, L. (1977). *Análise de conteúdo*. Lisboa, Portugal, 1977.
- 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*. New York: Macmillan.
- Black, B. S., Carvalho, A. G., & Gorga, E. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11(1), 21-38.
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 2-18.
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 89-108.
- Bortolon, P. M., & Silva, A., Jr. (2015). Deslistagem de companhias brasileiras listadas na bolsa de valores: evidências empíricas sobre a Governança Corporativa. *Brazilian Business Review*, 12(edição especial), 97-124.
- Bortolon, P. M., & Silva, A., Jr. (2015). Fatores Determinantes para o Fechamento do Capital de Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 140-153.
- Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. C. (2019). Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(2), 261-279.
- Brandão, I. F., Mota, A. F., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. (2014). Internacionalização e governança nas maiores companhias abertas do Brasil. *Revista Gestão Organizacional*, 7(3), 19-32.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., & Bandeira-de-Mello, R. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15, 98-124.

- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153.
- Caixe, D. F., Matias, A. B., & Oliveira, S. V. W. B. D. (2013). Free float e valor de mercado corporativo: Um estudo do período de 2001 a 2010. *Organizações & Sociedade*, 20(67), 733-751.
- Carmona, C. D. M. (2004). Rotatividade dos executivos e governança corporativa no Brasil. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 3(1), 1-13.
- 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.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coelho, A. C. D., Holanda, A. P., & Moura, E. A. (2017). Efeitos entrenchamento e alinhamento e informatividade dos lucros contábeis: estudo comparativo. *Revista de Ciências da Administração*, 19(48), 108-121.
- 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.
- Corrêa, E. L., Silva, W. A. C., Pinheiro, J. L., & Melo, A. A. O. (2015). Ownership structure and value creation in Brazilian companies. *Tourism & Management Studies*, 11(2), 130-137.
- Costa, Y. C. L., & Martins, O. S. (2019). CEO duality and corporate performance: evidence in the Brazilian capital market. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 12(3), 403-417.
- Coutinho, E. S., Amaral, H. F., & Bertucci, L. A. (2006). O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 41(2), 197-207.
- Crisóstomo, V. L., & Brandão, I. F. (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, J. W. (2018). Nonfinancial Firms as Large Shareholder Use Dividend Policy for Management Monitoring in Brazil. *Future Studies Research Journal: Trends and Strategies*, 10(1), 109-131.
- Crisóstomo, V. L., & Oliveira, M. R. (2016). Uma análise dos determinantes da responsabilidade social das empresas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 13(4), 75.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. (2015). Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da Empresa Brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30.
- 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), 1-15.
- Crisóstomo, V. L., López-Iturriaga, F. J., & González, E. V. (2014). Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. *Emerging Markets Review*, 18, 62-77.
- Cueto, D. C. (2013). Substitutability and complementarity of corporate governance mechanisms in Latin America. *International Review of Economics & Finance*, 25, 310-325.
- Cunha, C. M., & Bortolon, P. M. (2016). The role of ownership concentration and debt in downturns: Evidence from Brazilian firms during the 2008–9 financial crisis. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(11), 2610-2623.
- Dahlquist, M., & Robertsson, G. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of Financial Economics*, 59(3), 413-440.
- Dani, A. C., Beck, F., Santos, P. S. A., & Lavarda, C. E. F. (2013). Análise da estrutura de propriedade das empresas listadas no ISE por meio da aplicação de Redes Sociais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(3), 240-258.
- 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.
- Doná, A. L., Marques, K. C. M., Moribe, A.M., & Hercos, J. B., Jr. (2015). Fatores determinantes do conteúdo divulgado não relacionados à administração de empresas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 11(4), 82-106.
- 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.
- Dutra, M. G. L., & Saito, R. (2002). Conselhos de administração: análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(2), 9-27.
- 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.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180.
- Freitas, A. R. F., Rodrigues, R. N., & Anjos, L. C. M. D. (2019). Fatores de Governança Corporativa e de Estrutura de Propriedade e suas Influências nos Honorários da Auditoria Independente. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(39), 3-23.
- Freitas, M. R. D. O., Pereira G., Vasconcelos A. C. D., & Luca M. M. M. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322-335.
- Galvão, M. C. B., & Ricarte, I. L. M. (2019). Revisão sistemática da literatura: conceituação, produção e publicação. *Logeion: Filosofia da informação*, 6(1), 57-73.
- Galvão, T. F., & Pereira, M. G. (2014). Revisões sistemáticas da literatura: passos para sua elaboração. *Epidemiologia e Serviços de Saúde*, 23, 183-184.
- Ganz, A. C. S., Haveroth, J., & Rodrigues, M. M., Jr. (2019). Risco idiossincrático e estrutura de propriedade: a possibilidade de diversificação explicada pela concentração de propriedade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 117-136.
- Gelman, M., Castro, L. R. K. D., & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345-358.
- Góis, A. D., Parente, P. H. N., & Ponte, V. M. R. (2015). Estrutura de propriedade e investimentos em P&D: uma análise nas companhias abertas do Brasil. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 12(1), 2-14.
- Grando, T., Brunozi, A. C., Jr., Machado, D. G., & Zanini, F. (2016). Empresas Dual Class: Um estudo do impacto no valor das empresas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 67-86.
- Grillo, F. F., Reina, D., Bortolon, P. M., & Sarlo, A., Neto. (2017). Influência da presença familiar no controle, gestão e conselho de administração sobre a relevância e a tempestividade das informações contábeis. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 85-105.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48.
- Hart, O. (1989). An Economist's Perspective on the Theory of the Firm. *Columbia Law Review*, 89(7), 1757-1774.
- Hoffmann, R., Bortoluzzo, A. B., & Machado, S. J. (2013). Impacto da estrutura de propriedade e do nível de governança corporativa no ajuste parcial de preços em um IPO. *Revista de Economia e Administração*, 12(1), 56-74.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. (2014). Estrutura de propriedade em firmas brasileiras: trajetória entre 1998-2012. *Revista de Finanças Aplicadas*, 3(1), 1-39.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. (2016). Gerenciamento de Resultados e Estrutura de Propriedade: Evidências no Brasil. *Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 6(2), 17-35.
- Iquiapaza, R., Lamounier, W., & Amaral, H. (2008). Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 1-14.

- 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.
- Koprowski, S., Krein, V., Barichello, R., Mazzioni, S., & Magro, C. B. D. (2019). Influência das conexões políticas e da evidência socioambiental no custo de capital. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 17(2), 98-128.
- 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.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- López-Iturriaga, F. J., & Crisóstomo, V. L. (2010). Do leverage, dividend payout, and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 46(3), 80-94.
- Mamede, S. D. P. N., Jardim, J. R. D. P. S., Nakamura, W. T., Jones, G. D. C., & Nakamura, E. A. M. V. (2019). Does the capital concentration level influence the Brazilian companies' capital structure? *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 12(4), 785-802.
- Mamede, S. D. P. N., Nakamura, W. T., Nakamura, E. A. M. V., Jones, G. D. C., & Jardim, J. R. D. P. S. (2017). Empresas brasileiras estatais e não estatais: uma análise das relações de endividamento. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 4-22.
- Martinez, A. L., & Fonseca, N. M. (2020). A influência da estrutura de controle na agressividade tributária corporativa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 39(2), 153-163.
- Mascena, K. M. C., Barakat, S. R., & Fischmann, A. A. (2016). Relação entre características do conselho de administração e monitoramento. *Revista de Administração FACES Journal*, 15(4), 127-143.
- Minardi, A. M. A. F., Ferrari, G. L., & Tavares, P. C. A. (2013). Performances of Brazilian IPOs backed by private equity. *Journal of Business Research*, 66(3), 448-455.
- 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.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Moreira, K. D. S., Oliveira, J. R., Pexoto, F., & Pereira, V. S. (2017). Ownership structure and internationalization: agency problems and delisting in Brazil. *Revista de Administração Mackenzie*, 18(4), 164-189.
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Ciencias da Administração*, 13(29), 11-37.
- Moura, G. D., Zanchi, M. M., Mazzioni, S., Macêdo, F., & Krueger, S. D. (2017). Determinantes da Qualidade da Informação Contábil em Grandes Companhias Abertas Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 11(3), 329-346.
- Murcia, F. D., Souza, F. C. D., & Santos, A. D. (2010). Social and environmental reporting in Brazil. *Revista de Economia e Administração*, 9(4), 469-492.
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores determinantes do nível de divulgação de informações sobre combinações de negócios com a entrada em vigor do pronunciamento técnico CPC 15. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 267-280.
- Nogueira, N. V., & Castro, L. R. K. (2020). Effects of ownership structure on the mergers and acquisitions decisions in Brazilian firms. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 55(2), 227-245.
- Nunes, J. G., Teixeira, A. J., Nossa, V., & Galdi, F. C. (2010). Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. *Revista Base (Administração E Contabilidade) da UNISINOS*, 7(4), 328-340.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 119-135.
- Pamplona, E., Ames, A. C., & Silva, T. P. (2020). Estrutura de capital e financial distress em empresas familiares e não familiares brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 17-32.
- Passos, L. C., & Coelho, A. C. D. (2019). Conservadorismo condicional em função de demanda e sinalização informacional no mercado brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 15(1), 1-20.

- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482.
- Pinheiro, L. E. T., Neves, P. A., Souza, R. M., & Casabianca, M. L. (2019). Conflito entre acionistas, governança corporativa e valor da empresa: uma análise em empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 16(41), 3-22.
- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 304-324.
- 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.
- Prazeres, R. V. D., Soeiro, T. M., Araújo, J. G. N., & Freitas, M. A. L. (2017). An Analysis of the Influence of Controlling Shareholder Identity over Earnings Informativeness on Brazilian Capital Market. *Enfoque Reflexão Contábil*, 36(3), 1-14.
- Punsvuo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. D. C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63-72.
- Rapaport, M., & Sheng, H. H. (2010). Ownership structure and firm value in Brazil. *Academia - Revista Latinoamericana de Administración*, 45, 76-95.
- Rego, R. B., & Ness Jr, W. L. (2007). A preferência por subscrições privadas de ações no Brasil. *Rde Administração de Empresas*, 6(2), 1-29.
- Ribeiro, F., Colauto, R. D., & Clemente, A. (2016). Determinantes da formação de board interlocking no mercado de capitais brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10(4), 398-415.
- Rocha, M. A. M. D., & Silveira, J. M. F. J. D. (2015). Propriedade e controle dos setores privatizados no Brasil: uma avaliação da reestruturação societária pós-privatização. *Revista de Economia Contemporânea*, 19(1), 49-73.
- Rogers, P., Dami, A. T., Ribeiro, K. C. D. S., & Sousa, A. F. (2008). Corporate governance and ownership structure in Brazil: causes and consequences. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 5(2), 36-54.
- Romano, P. R., Ermel, M. D. A., & Mol, A. L. R. (2016). Características das empresas brasileiras pertencentes ao Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA no período de 2010 a 2013 e seu retorno anormal. *Revista Universo Contábil*, 12(2), 6-20.
- Rufino, M. A., & Monte, P. A. (2014). Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(3), 59-75.
- Saito, R., & Padilha, M. T. C. (2015). Por que as empresas fecham o capital no Brasil? *Revista Brasileira de Finanças*, 13(2), 200-250.
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300-319.
- Sarlo, A., Neto, Rodrigues, A., & Almeida, J. E. F. D. (2010). Concentração de votos e acordo de acionistas: influências sobre o conservadorismo. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(54), 6-22.
- 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.
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 348-361.
- Silva, A. L. P., Bueno, G., Lana, J., Koetz, C. M., & Marcon, R. (2015). Uns mais iguais que outros: A relação entre concentração de propriedade e os acordos de acionistas. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(3), 85-104.
- Silva, D. M., & Martins, V. A. (2018). Políticas contábeis recomendadas nas normas e escolhas contábeis predominantes em companhias abertas e fechadas no Brasil. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(3), 372-390.
- Silva, N. D., Peixoto, F. M., Barboza, F., & Tizziotti, C. P. P. (2020). Robbing Peter to Pay Paul: Earnings Management Practices in Brazilian SOEs. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(3), 327-344.
- Silva, W. M., & Moraes, W. F. A. (2004). Estrutura de governança, performance e turnover de executivos: um estudo com indústrias brasileiras. *Revista Alcance*, 11(1), 31-48.

- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- Silveira, A. D. M., Lanzana, A. P., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 362-372.
- Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Silva, A. L. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(2), 191-202
- Silveira, A. D. M. D., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. D. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788.
- Silveira, A. M., Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. C., & Silva, A. L. C. (2009). Evolução e determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias no Brasil. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 44(3), 173-189.
- Simão, B. C., Callado, A. L. C., & Pinheiro, R. B. (2019). O Impacto da Estrutura de Propriedade Sobre os Honorários de Auditoria: Evidências de Empresas Brasileiras. *Pensar Contábil*, 21(76), 59-69.
- Soares, J. M. I., & Marcon, R. (2019). Mecanismos internos de governança e a participação acionária de estrangeiros: uma análise das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais: Internext*, 14(3), 251-264.
- Soares, R. O., & Kloeckner, G. D. O. (2008). Endividamento em firmas com alta propensão à expropriação: o caso de firmas com um controlador. *Revista de Administração de Empresas*, 48(4), 79-93.
- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors?. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 53(2), 190-201.
- Souza, M. M., Knupp, P. S., & Borba, J. A. (2013). Características associadas às transações com partes relacionadas nas empresas de capital aberto brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(3), 124-137.
- Sternberg, L., Leal, R. P., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213-228.
- Toigo, L. A., Brizolla, M. M., & Fernandes, F. C. (2015). Características Determinantes das Companhias do Novo Mercado que Adotam o Hedge Accounting. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 10(2), 6-22.
- Torres, D., Bruni, A. L., Castro, M. Á. R., & Martinez, A. L. (2010). Estrutura de propriedade e controle, governança corporativa e o alisamento de resultados no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(13), 11-34.
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and control structure of Brazilian companies. *Revista ABANTE*, 3(1), 29-56.
- Vesco, D. G. D., & Beuren, I. M. (2015). Influência da estrutura de propriedade e dos interlocks entre proprietários no desempenho das empresas. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(3), 49-79.
- 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.
- Vieira, C. A. M., & Martins, O. S. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 181-201.
- Vieira, K. M., Velasquez, M. D. P., Losekann, V. L., & Ceretta, P. S. (2011). A influência da governança corporativa no desempenho e na estrutura de capital das empresas listadas na Bovespa. *Revista Universo Contábil*, 7(1), 49-67.
- Wildner, R., Oro, I. M., & Petry, D. R. (2020). Influência da propriedade familiar na estrutura e custo de capital das empresas brasileiras. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19(1), 1-17.
- 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.

## DADOS DOS AUTORES

### Isac de Freitas Brandão

Doutor em Administração e Controladoria pela UFC

Professor do IFCE

Endereço: Rua Pescador Chico Bindá, 283 – Vicente Pinzon

CEP: 60181-160 – Fortaleza/CE – Brasil.

E-mail: isac.freitas@ifce.edu.br

Telefone: (88) 99901-6178

### Contribuição dos Autores:

Contribuição	Isac de Freitas Brandão
1. Concepção do assunto e tema da pesquisa	√
2. Definição do problema de pesquisa	√
3. Desenvolvimento das hipóteses e constructos da pesquisa (trabalhos teórico-empíricos)	
4. Desenvolvimento das proposições teóricas (trabalhos teóricos os ensaios teóricos)	√
5. Desenvolvimento da plataforma teórica	√
6. Delineamento dos procedimentos metodológicos	√
7. Processo de coleta de dados	√
8. Análises estatísticas	
9. Análises e interpretações dos dados coletados	√
10. Considerações finais ou conclusões da pesquisa	√
11. Revisão crítica do manuscrito	√
12. Redação do manuscrito	√