

Monitoramento ou expropriação? as relações entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas brasileiras de capital aberto¹

DOI: 10.4025/enfoque.v43i1.62199

Isac de Freitas Brandão 

Doutor em Administração e Controladoria (Universidade Federal do Ceará – UFC)

Professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará – IFCE

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

Recebido em: 22.01.2022

Aceito em: 17.05.2022

2ª versão aceita em: 05.07.2022

RESUMO

Objetivo: Analisou-se as relações entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas brasileiras de capital aberto, e verificou-se se a relação das características do conselho de administração e diretoria executiva com o valor dessas empresas depende do tipo de controle acionário.

Originalidade/Relevância: Em um mercado caracterizado por empresas com controle acionário definido, o trabalho avança na literatura em Governança Corporativa ao identificar como o tipo de controle acionário está relacionado com as características dos órgãos de administração e como a sobreposição entre propriedade e administração se relaciona com o valor da empresa brasileira.

Método: A amostra foi composta por 741 observações de 281 empresas no período 2018-2020. O controle acionário foi categorizado em disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental. Por meio de análise de componentes principais identificou-se cinco características da administração: remuneração da diretoria executiva, independência dos administradores, avaliação dos administradores, separação entre conselho de administração e diretoria executiva e remuneração do conselho de administração. Através de estimações em *feasible generalized least squares* investigou-se a relação entre controle acionário e características da administração e se o tipo de controle acionário diferencia a relação entre características dos órgãos de administração sobre o valor da empresa.

Resultados: O tipo de controle acionário está relacionado com as características da administração analisadas, exceto o tipo de remuneração do conselho de administração. As cinco características da administração têm relação com o valor das empresas, mas o sinal e a significância destas relações dependem do tipo de controle acionário.

Contribuições teóricas/metodológicas/práticas: Os achados indicam que a sobreposição entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva está presente nas empresas brasileiras com controle definido e, a depender da identidade dos acionistas controladores, pode ser interpretada por investidores externos como mecanismo de monitoramento ou instrumento que facilita a expropriação da riqueza da empresa.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade; Governança corporativa; Conflitos de agência.

Monitoring or expropriation? the relations between ownership control, board of directors and executive management team in brazilian publicly traded companies

ABSTRACT

Objective: This study analyzed the relationships among ownership control, board of directors and executive management team in Brazilian publicly traded firms, and verified whether the relationship of the characteristics of the board of directors and executive management team with the value of these firms depends on the type of ownership control.

¹ Artigo apresentado no XV Congresso AnpCont (2021).

Originality/Relevance: In a market characterized by firms with defined shareholder control, this paper advances the Corporate Governance literature by identifying how the type of ownership control is related to the characteristics of the management bodies and how the overlap between ownership and management is related to the Brazilian firms' value.

Method: The sample was composed of 741 observations from 281 firms over the period 2018-2020. Ownership control was categorized into dispersed, shared, family, corporate and governmental. Through principal component analysis five characteristics of administration were identified: executive management team compensation, independence of administrators, for evaluating of administrators, separation between board of directors and board of directors' compensation. Through feasible generalized least squares estimations, it was investigated the relationship between shareholder control and characteristics of administration and whether the type of ownership control differentiates the relationship between characteristics of administration and firm value.

Results: The type of ownership control is related to the administration characteristics analyzed, except for the type of compensation of the board of directors. All five management characteristics are related to firm value, but the sign and significance of these relationships depend on the type of shareholder control.

Theoretical/methodological/practical contributions: The findings indicate that the overlap between ownership control, board of directors and executive management team is present in Brazilian firms with defined ownership control, and, depending on the identity of controlling shareholders, can be interpreted by outside investors as a monitoring mechanism or an instrument that facilitates the expropriation of the firm's wealth.

Keywords: Ownership structure; Corporate governance; Agency conflicts.

1 INTRODUÇÃO

Governança corporativa corresponde ao conjunto de mecanismos pelo qual os investidores externos (*outsiders*) asseguram o adequado retorno de seus investimentos (Shleifer & Vishny, 1997), protegendo estes investidores contra a expropriação de sua riqueza por *insiders* (Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). Inicialmente aplicada no contexto de empresas com capital pulverizado, predominantes nos Estados Unidos e no Reino Unido, a governança corporativa era voltada para conflitos de agência entre acionistas dispersos e gestores. Com a constatação de que na maior parte dos mercados de capitais as empresas predominantemente apresentam acionista controlador, os estudos sobre governança corporativa se voltaram para conflitos de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999; Young, Peng, Ahlstrom, Bruton & Jiang, 2008).

A eficácia do sistema de governança de uma empresa de capital aberto depende da interação entre propriedade e administração (Rossetti & Andrade, 2012). Em empresas com capital disperso ou pulverizado acionistas têm menor poder e incentivo para monitorar diretamente a gestão (Desender, Aguilera, Crespi, & García-Cestona, 2013), havendo uma separação mais clara entre propriedade e administração (Jensen & Meckling, 1976). Em empresas com acionista controlador, entretanto, normalmente há uma sobreposição entre o acionista controlador e os principais órgãos da administração (Oliveira & Fontes, 2021; Young et al., 2008): o conselho de administração é constituído, em sua maioria, por membros indicados pelo acionista controlador, e há uma tendência de os conselheiros atenderem aos desejos daqueles que os indicaram, incluindo a indicação dos membros da diretoria executiva.

A sobreposição entre controle acionário e administração pode ser benéfica ou prejudicial à governança corporativa da empresa (Brandão, Vasconcelos, Luca, & Crisóstomo, 2019; Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010): por um lado, pode funcionar como um mecanismo de monitoramento, favorecendo o alinhamento de interesses; por outro lado, pode facilitar a expropriação da riqueza da empresa, sendo utilizada pelo acionista controlador para usufruir de benefícios que não são partilhados com os acionistas minoritários. Neste sentido, a presença de acionista controlador pode ser vista como mecanismo de monitoramento, substituto de outras práticas de governança corporativa (Denis & Mcconnell, 2003; Shleifer & Vishny, 1997), ao passo que acionistas controladores podem enfraquecer a estrutura de governança corporativa da empresa para facilitar o usufruto de benefícios privados do controle (Bozec & Bozec, 2007; Renders & Gaeremynck, 2012).

Especificamente no que tange às características dos órgãos de administração, a presença de acionista controlador pode afetar a composição e os mecanismos de incentivo do conselho de administração e da diretoria executiva (Crisóstomo & Brandão, 2019). Detendo maior percentual de direitos de voto, acionistas controladores podem indicar a maior parte dos membros do conselho de administração, influenciando também na indicação dos membros da diretoria executiva (Young et al., 2008). Esta indicação pode afetar a composição dos órgãos de administração, reduzindo a independência do conselho de administração em relação ao acionista controlador e à diretoria executiva (Brandão et al., 2019). A influência dos acionistas controladores sobre conselho de administração e diretoria executiva também pode estar relacionada à ausência de mecanismos de incentivo do conselho de administração e da diretoria executiva (Crisóstomo & Brandão, 2019), seja porque o monitoramento exercido por acionistas controladores substitui estes mecanismos, seja porque a ausência destes mecanismos facilita o usufruto de benefícios privados do controle (Bozec & Bozec, 2007).

No mercado de capitais brasileiro a propriedade das empresas é predominantemente concentrada, observando-se empresas controladas por famílias, governos, grupos corporativos e acordos de acionistas, além de empresas sem acionista controlador (Crisóstomo & Brandão, 2019). A literatura empírica recente, embora com resultados divergentes, tem apontado que a presença e o tipo de acionista controlador são fatores que podem explicar características do conselho de administração e da diretoria executiva das empresas brasileiras, como composição, tipo de remuneração, mandato e presença de avaliação formal (Adam, Tene, Mucci, & Beck, 2020; Andrade, Bressan, & Iquiapaza, 2014; 2017; Correia, Amaral, & Louvet, 2014a; 2014b; Crisóstomo & Brandão, 2019; Ermel & Monte, 2018; Gelman, Castro & Seidler, 2015; Pinto & Leal, 2013; Ribeiro, Colauto, & Clemente, 2016; Silva, Peixoto, & Tizzotti 2021).

Além da inconsistência dos resultados das pesquisas anteriores, pouco se discute sobre as motivações da relação entre controle acionário e características dos órgãos de administração das empresas brasileiras e ainda não se investigou o efeito destas relações sobre o valor da empresa brasileira. Uma vez que diferentes tipos de controladores têm questões específicas e diferentes graus de incentivos e habilidades para monitorar diretamente a gestão (Aguilera, Desender, & Castro, 2012), a percepção de investidores sobre a sobreposição entre controle acionário e administração pode ser variar, de acordo com o tipo de controle acionário e a característica da administração analisada, sendo refletida no preço das ações da empresa: efeito monitoramento ou efeito expropriação.

A literatura recente tem indicado para uma relação positiva entre adoção de práticas de governança corporativa e valor da empresa brasileira (Machado, Prado, Rauber, Carvalho, & Santos, 2020; Nascimento et al., 2018). Desta forma, pelo efeito expropriação é esperado que o valor da empresa esteja positivamente relacionado com a independência dos órgãos de administração e com a presença mecanismos de incentivo dos administradores, uma vez que investidores podem considerar a ausência dessas características como indicativo de maior risco de expropriação da riqueza da empresa. Entretanto, esta relação pode ser inexistente e até negativa, se investidores entenderem que a sobreposição entre controle acionário e administração gera um efeito monitoramento, uma vez que a presença do acionista controlador funcionaria como um mecanismo substituto às práticas de incentivo dos administradores, e que a implementação e manutenção destas práticas geraria custos desnecessários.

Considerando os diferentes tipos de controle acionário e as possíveis motivações de acionistas controladores ao definir as características dos órgãos de administração das empresas brasileiras de capital aberto, esta pesquisa foi desenvolvida a partir das seguintes questões: *Qual a relação entre o tipo controle acionário e as características do conselho de administração e da diretoria executiva das empresas brasileiras de capital aberto? Qual é a relevância do tipo de controle acionário para a relação entre características do conselho de administração e da diretoria executiva das empresas brasileiras de capital aberto?* O objetivo do trabalho é analisar as relações entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas brasileiras de capital aberto, e verificar se a relação das características do conselho de administração e diretoria executiva com o valor dessas empresas depende do tipo de controle acionário.

A partir de 741 observações de 281 empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B³) no período 2018 a 2020, identificou-se por meio de análise de conteúdo o tipo de controle acionário da

empresa (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental) e através de análise de componentes principais cinco fatores que representam características da administração (remuneração da diretoria executiva, independência dos administradores, separação entre conselho de administração e diretoria executiva, avaliação dos administradores e remuneração do conselho de administração). Em seguida foram processadas estimações com modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS) para verificar a relação entre o tipo de controle acionário e as cinco características da administração e a relação entre estas características e o valor da empresa de acordo com o tipo de controle acionário.

Os resultados indicam que o tipo de controle acionário está relacionado com a independência dos administradores, a separação entre conselho de administração e diretoria executiva, o tipo de remuneração da diretoria executiva e a presença de mecanismos de avaliação dos administradores, mas não influencia o tipo de remuneração do conselho de administração. Todas as características da administração analisadas têm relação com o valor das empresas, mas o sinal e a significância destas relações dependem do tipo de controle acionário da empresa.

Este trabalho agrega à literatura em governança corporativa aplicada a mercados emergentes, caracterizados pela existência de blocos controladores e conflitos de agência entre acionistas controladores e minoritários (Claessens & Yurtoglu, 2013), ao verificar de que forma o tipo controle acionário está relacionado com a composição e os mecanismos de incentivos dos órgãos de administração, e identificar o efeito destas relações sobre o valor das empresas brasileiras. As evidências encontradas indicam que a sobreposição entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva está presente nas empresas brasileiras e, a depender do tipo de controle acionário e da característica da administração analisada, esta sobreposição está sendo interpretada por investidores externos como mecanismo de monitoramento ou instrumento que facilita a expropriação da riqueza da empresa por parte dos acionistas controladores. Na prática, os resultados podem ajudar na compreensão nas práticas de governança corporativa relativas ao conselho de administração e à diretoria executiva que são mais eficazes para cada empresa, de acordo com o tipo de controle acionário.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A administração das sociedades anônimas de capital aberto é formada pela diretoria executiva e pelo conselho de administração (Rossetti & Andrade, 2012). Conceitualmente, a diretoria executiva é responsável por decisões de gestão (planejamento e implementação), enquanto o conselho de administração é responsável por decisões de controle (ratificação e monitoramento das decisões de gestão), além de contratar, demitir e compensar membros da diretoria executiva (Fama & Jensen, 1983). Há um conjunto de características da diretoria executiva e do conselho de administração relevantes para a eficácia do sistema de governança da empresa, relacionadas a sua estrutura, composição, práticas e incentivos (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). Entretanto, o tipo de controle acionário pode ser um fator determinante para as características e os papéis destes órgãos no sistema de governança da empresa (Crisóstomo & Brandão, 2019).

Nas empresas sem acionista controlador, acionistas têm menor incentivo e capacidade para monitorar diretamente a gestão (Desender et al., 2013) e o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas e gestores (Jensen & Mackling, 1976). Nestas empresas a independência do conselho de administração é avaliada pela relação entre seus membros e a diretoria executiva (Bebchuk & Hamdani, 2009). A política de remuneração dos executivos, por sua vez, ganha maior importância como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas dispersos e gestores (Hassen, El Ouakdi, & Omri, 2015).

Nas empresas com acionista controlador, o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores e minoritários (Young et al., 2008). Na prática, o acionista controlador é o principal tomador de decisão destas empresas, se sobrepondo à administração (Jiang & Kim, 2020). Acionistas controladores podem obter maior monitoramento da gestão por meio da concentração de direitos de voto (Renders & Gaeremynck, 2012), o que pode substituir outros mecanismos de governança, como um conselho de administração independente da diretoria executiva (Crisóstomo, Brandão & López-Iturriaga, 2020) e uma política de remuneração gerencial

que alinhe os interesses de gestores e acionistas (Core, Holthausen & Larcker, 1999). Por outro lado, acionistas controladores podem usar o seu poder sobre a gestão para usufruir de benefícios privados do controle (Young et al., 2008). Diante da sobreposição entre acionistas controladores e diretoria executiva, a independência do conselho de administração deve ser medida pela participação de conselheiros indicados por acionistas minoritários, ou que não possuam nenhuma relação com a empresa (Brandão et al., 2019).

No mercado de capitais brasileiro, além do controle disperso, as empresas apresentam controle compartilhado, familiar, empresarial e governamental (Crisóstomo & Brandão, 2019). O controle compartilhado ocorre quando dois ou mais investidores sem relações familiares ou comerciais compartilham o controle acionário por meio de acordo formal (Crisóstomo & Brandão, 2019). Dada a maior dispersão do controle, acordos de acionistas podem proteger a empresa contra decisões maliciosas de gestores sobre a estratégia da empresa ou em negociações envolvendo ações da empresa (Carvalho, 2012). Por outro lado, um acordo de acionistas pode ser um instrumento para fazer valer um pequeno grupo de grandes *blockholders* e facilitar o uso de benefícios privados de controle para esse grupo (Bianchi, Bianco, & Enriques, 2001), como a inclusão de cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros ao acordo de acionistas (Gelman et al., 2015).

Nas empresas com controle familiar, a família controladora tem incentivos e habilidades para monitorar diretamente a gestão, monitoramento que vai além do exercido pelo conselho de administração (Desender et al., 2013). A estrutura de governança das empresas familiares pode incluir práticas para facilitar o relacionamento entre a família e o negócio, como o conselho de família e a carta de família (Umans, Lybaert, Steijvers, & Voordeckers, 2020). Outra característica predominante nas empresas com controle familiar é a presença de membros da família controladora nos órgãos da administração (Moura, Bianchet, Mazzioni, & Macêdo, 2018; Salvato & Moraes, 2010). Quando presentes no conselho de administração, membros da família reduzem custos com conselheiros externos (Aguilera, Desender, & Castro, 2012). Por outro lado, o controle familiar também pode ser prejudicial à empresa, dado o possível entrenchamento dos membros da família na gestão da empresa (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). A distância entre os acionistas controladores e a administração é mínima, pois muitas vezes os proprietários são os próprios gestores (Aguilera et al., 2012).

O controle empresarial envolve a propriedade cruzada entre empresas controladoras e controladas (Crisóstomo & Brandão, 2019). Semelhante ao controle familiar, a empresa controladora tem incentivo e habilidades para monitorar a gestão da empresa controlada (Desender et al., 2013). Por outro lado, estruturas de gestão menos claras oferecem a possibilidade de pior governança corporativa, incluindo a expropriação dos direitos de acionistas minoritários (Claessens & Yurtoglu, 2013). É comum ver executivos da empresa controladora no conselho de administração da empresa controlada, e administradores de empresas pertencentes a grupos empresariais são mais propensos a representar objetivos de grupos empresariais controladores do que a perseguir os objetivos das empresas individuais e seus acionistas externos (Ararat, Claessens, & Yurtoglu, 2021).

A administração de empresas com controle governamental tende a ser mais voltada para *stakeholders* do que *shareholders*, com conselhos de administração compostos por indicações políticas e representantes dos empregados, com papel mais consultivo do que de monitoramento (Aguilera et al., 2012). Caso a posição de controle societário seja exercida por ente governamental por muito tempo, entretanto, pode haver conflitos de interesses com acionistas privados, que normalmente têm o retorno financeiro como objetivo principal (Fontes & Alves, 2018). Ademais, Shleifer e Vishny (1997), alertaram que empresas com controle governamental podem ser menos eficientes devido aos interesses particulares de seus gestores: políticos que controlam as empresas estatais têm, na melhor das hipóteses, preocupação indireta com os lucros e têm objetivos diferentes do interesse social; no entanto, eles têm poder sobre essas empresas para direcioná-las a perseguir objetivos políticos.

Estudos recentes realizados com empresas brasileiras têm apontado que o tipo de controle acionário está relacionado às características do conselho de administração e da diretoria executiva, com destaque para composição e remuneração. No que tange à composição, Correia et al. (2014a) verificaram que a sobreposição entre os cargos de diretor presidente e presidente do conselho de administração é mais comum nas empresas com controle governamental e institucional. Andrade et

al. (2014; 2017) identificaram que a existência de acordo de acionistas reduz a relação entre o percentual de conselheiros externos e o valor da empresa, quando comparadas com empresas sem acordos de acionistas. Ribeiro et al. (2016) identificaram que a formação de *board interlocking* está associada à formação de grupos econômicos e ao controle governamental. Crisóstomo e Brandão (2019) identificaram que a independência do conselho de administração é menor nas empresas com controle familiar, ao passo que o conselho de administração de empresas com controle disperso é mais independente. Adam et al. (2020) observaram que em empresas familiares com maior excesso de direitos de voto há maior número de membros do conselho de administração pertencentes à família controladora, ao passo que nas empresas com controle compartilhado entre mais de uma família, o número de membros do conselho de administração pertencentes às famílias controladoras é menor. Utilizando a concentração acionária como proxy para controle acionário definido, Crisóstomo et al. (2020) observaram que há uma relação negativa entre concentração acionária e independência do conselho de administração. Silva et al. (2021) verificaram que conselhos de administração de sociedades de economia mista são menos independentes, maiores, com maior presença do CEO entre seus membros e sem instalação do comitê de auditoria.

Com relação à remuneração, Pinto e Leal (2013) encontraram evidência de que a remuneração do conselho de administração e da diretoria executiva são maiores nas empresas com controle disperso, e que nas empresas com controle governamental a remuneração da diretoria executiva é menor. Correia et al. (2014b) identificaram que nas empresas com controle governamental e empresarial há menor incidência de participação nos lucros como forma de remuneração. Ermel e Monte (2018) encontraram evidência de que a remuneração dos executivos é maior em empresas com controle disperso e menor em empresas com controle familiar e governamental, mas que para nenhum tipo de controle acionário a remuneração dos executivos está relacionada com o retorno sobre os ativos da empresa. Indiretamente, outros trabalhos analisaram a concentração acionária como medida de controle acionário: Anjos, Tavares, Monte e Lustosa (2015) observaram que a concentração de controle está negativamente relacionada com a remuneração da diretoria executiva; Freitas, Pereira, Vasconcelos e Luca (2020) encontraram evidência de que a concentração acionária está negativamente relacionada com o montante de remuneração dos executivos; e Iglesias, Silva, Jesuka e Peixoto (2022) verificaram que a sensibilidade da remuneração dos executivos ao valor das empresas brasileiras é maior quando há menor concentração de propriedade.

Além da composição e da remuneração, outras características do conselho de administração e da diretoria foram investigadas. Gelman et al. (2015) identificaram que a vinculação de votos de conselheiros a acordo de acionistas, característica de empresas com controle compartilhado, tem relação negativa com o valor da empresa. No trabalho de Crisóstomo e Brandão (2019) foi analisada a relação entre controle acionário e mecanismos de incentivo de membros da diretoria executiva (mandato, avaliação e remuneração), e os achados indicam que estas práticas são mais adotadas por empresas com controle disperso e têm menor nível de adoção em empresas com controle governamental. Silva, Silva, Avelino e Bressan (2020) observaram que o *turnover* do CEO, que indica maior monitoramento sobre os executivos, é menor nas empresas com controle familiar. Vieira e Martins (2020), por sua vez, observaram que a sensibilidade de *turnover* do CEO ao desempenho é menor nas empresas com maior concentração de propriedade.

A primeira hipótese da pesquisa trata da relação entre o tipo de controle acionário e as características da administração das empresas brasileiras de capital aberto. As características históricas do mercado de capitais brasileiro – fraca proteção legal e baixo *enforcement* (Porta et al., 2000), predominância de empresas com controle definido e a existência de desvios entre direitos de voto e direitos de fluxo de caixa (Aldrichi & Mazzer, 2007) – sugerem que a presença e a identidade dos acionistas controladores estão relacionadas às características dos órgãos de administração das empresas brasileiras. A pesquisa empírica anterior, entretanto, tem encontrado evidências inconsistentes, e por vezes conflitantes (Adam et al., 2020; Andrade et al., 2014; 2017; Correia et al., 2014a; 2014b; Crisóstomo & Brandão, 2019; Ermel & Monte, 2018; Gelman et al., 2015; Pinto & Leal, 2013; Ribeiro et al., 2016; Silva et al., 2021).

Argumenta-se nesta pesquisa que o tipo de controle acionário é um fator que diferencia a composição do conselho de administração e da diretoria executiva e a presença de mecanismos de incentivo destes órgãos. Espera-se que nas empresas com controle definido (compartilhado, familiar,

empresarial e governamental) haja sobreposição entre acionista controlador, conselho de administração e diretoria executiva, o que não deve ser observado nas empresas com controle disperso. Entre as empresas com controle definido, por sua vez, as questões específicas e os diferentes graus de incentivos e habilidades para monitorar a gestão dos tipos de acionista controlador devem afetar as características dos órgãos de administração.

Hipótese 1: O tipo de controle acionário está relacionado com as características do conselho de administração e da diretoria executiva das empresas brasileiras

A segunda hipótese de pesquisa aborda a relação entre as características da administração e o valor das empresas brasileiras de capital aberto de acordo com o tipo de controle acionário. A literatura aponta que diferentes tipos de investidores podem interferir de forma diferente na definição da estrutura de governança adotada pela empresa, motivados por dois interesses principais: monitoramento da gestão e/ou benefícios privados de controle (Connelly et al., 2010). Por um lado, acionistas controladores podem utilizar sua posição acionária para monitorar diretamente a gestão da empresa, sendo a concentração acionária um substituto de outros mecanismos de incentivo gerencial (Bozec & Bozec, 2007). Por outro lado, acionistas controladores podem utilizar sua posição de controle para obtenção de benefícios privados, restringindo mecanismos de governança corporativa que protegem os direitos dos minoritários (Renders & Gaeremynck, 2012).

Argumenta-se neste trabalho que, a depender do tipo de controle acionário da empresa (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental), os investidores no mercado de ações têm percepções diferentes acerca da sobreposição entre propriedade e administração (monitoramento ou expropriação). Pelo efeito monitoramento, a composição e os mecanismos de incentivo dos órgãos de administração não seriam relevantes para os investidores, não estando relacionados ou até apresentando relação negativa com valor da empresa. Pelo efeito expropriação, a independência e a presença de mecanismos de incentivo dos órgãos de administração estariam relacionadas positivamente ao valor da empresa, uma vez que investidores interpretariam a ausência destas práticas como maior risco de expropriação de sua riqueza por parte de gestores e acionistas controladores. Deste modo, hipotetiza-se que o tipo de controle acionário diferenciaria a relação da composição e dos mecanismos de incentivo dos órgãos de administração com o valor das empresas, decorrente do efeito monitoramento ou do efeito expropriação.

Hipótese 2: A relação de características do conselho de administração e da diretoria executiva com o valor das empresas brasileiras depende do tipo de controle acionário

3 METODOLOGIA

3.1 População e amostra

A população da pesquisa compreende as empresas de capital aberto brasileiras com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra foi composta por empresas listadas na B³ que possuem ações negociadas na B³ e cujas informações necessárias para a análise de dados estão disponíveis. A fim de se analisar o valor da empresa a partir de seu preço da ação, restringiu-se a empresas com liquidez mínima em bolsa (0,01). Dada a necessidade de coleta manual de dados, optou-se por analisar os três últimos exercícios sociais com dados completos disponíveis no período da coleta. A amostra final, neste contexto, compreende um painel desbalanceado de 741 observações de 281 empresas no período de 2018 a 2020.

3.2 Dados e variáveis

As características da administração e o tipo de controle acionário foram coletados a partir de informações extraídas da primeira versão do formulário de referência. A escolha por dados do início de cada ano deveu-se ao objetivo de verificar a relação entre características da administração e valor da empresa, calculado com base em dados do final de cada ano. Com isso, reduziu-se possíveis problemas de endogeneidade decorrente de causalidade reversa.

Para identificar as características da administração, no primeiro momento foram coletadas informações dos itens 12 (assembleia geral e administração) e 13 (Remuneração dos administradores) do formulário de referência, disponíveis no *website* da CVM. Conforme indicado na Tabela 1, foram analisadas 12 práticas relativas à composição (6) e a mecanismos de incentivo (6) do conselho de administração e da diretoria executiva. A composição foi analisada a partir do percentual de conselheiros minoritários, independentes e externos, da dualidade de CEO e da presença de relações familiares e de subordinação entre membros dos órgãos de administração. Os mecanismos de incentivo analisados foram a presença de avaliação formal (incentivo implícito) e a presença de remuneração variável e de longo prazo (incentivo explícito).

Tabela 1

Práticas da administração analisadas.

Item	Prática	Descrição	Fonte de dados
Composição	Conselheiros minoritários	Percentual de membros efetivos do CA não indicados pelo acionista controlador	Itens 12.5 e 12.6 do FR
	Conselheiros independentes	Percentual de membros efetivos do CA independentes	
	Conselheiros externos	Percentual de membros efetivos do CA que não têm outra função na administração da empresa	
	Dualidade do CEO	Sobreposição entre as funções de diretor presidente e presidente de conselho de administração	Item 12.10 do FR
	Relações de subordinação	Presença de relações de subordinação entre administradores (membros da DE e do CA)	
	Relações familiares	Presença de relações familiares entre administradores (membros da DE e do CA)	Item 12.9 do FR
Incentivo	Avaliação da DE	Presença de mecanismos de avaliação dos membros da DE	Item 12.1 do FR
	Avaliação do CA	Presença de mecanismos de avaliação dos membros do CA	
	Remuneração variável da DE	Variável binária indicativa de remuneração variável para membros da DE	Itens 13.1 e 13.2 do FR
	Remuneração de longo prazo da DE	Variável binária indicativa de remuneração de longo prazo para membros da DE	
	Remuneração variável do CA	Variável binária indicativa de remuneração variável para membros do CA	
	Remuneração de longo prazo do CA	Variável binária indicativa de remuneração de longo prazo para membros do CA	

CA: conselho de administração. **DE:** diretoria executiva. **FR:** formulário de referência.

Após a coleta de dados sobre as práticas da administração realizou-se análise de componentes principais, a fim de identificar as principais características que diferenciam a composição e os mecanismos de incentivo dos órgãos de administração. As características da administração foram mensuradas a partir dos fatores resultantes da análise de componentes principais realizada.

O controle acionário foi categorizado por meio de análise e conteúdo, a partir de dados extraídos do item 15 (controle e grupo econômico) do formulário de referência, disponível no *website* da CVM, seguindo a metodologia de Crisóstomo e Brandão (2019). No item 15.3 a empresa deve declarar se existe, ou não, um acionista que controla a empresa e divulgar seus(s) nome(s). Os itens 15.1 e 15.2 referem-se à estrutura piramidal de propriedade da empresa, que permite confirmar as informações prestadas no item 15.3.

Após a identificação do acionista controlador, o tipo de controle acionário foi classificado em cinco grupos: familiar, quando o acionista controlador é uma pessoa física ou grupo de pessoas

físicas pertencentes à mesma família; governamental, quando o acionista controlador é um ente estatal; empresarial, quando a empresa faz parte de grupo econômico, e o acionista controlador é uma empresa; compartilhado, quando há mais de um acionista controlador, e estes não pertencem ao mesmo grupo econômico ou à mesma família; e disperso, quando não há acionista controlador (Crisóstomo & Brandão, 2019). Cabe destacar que em 11 observações foi identificado como acionista controlador investidor institucional (fundos de investimento sem acionista controlador definido e fundos de pensão), que foram categorizadas como controle empresarial.

Dados financeiros e de mercado foram extraídos da base de dados Economática®. O valor de da empresa foi mensurado pelo índice *market-to-book* (MB), calculado pela razão entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido em t . Optou-se por esta métrica para verificar a percepção dos investidores no mercado de ações quanto ao valor da empresa, e também para incluir na amostra empresas do setor financeiro. Outras variáveis financeiras foram utilizadas nas estimações como variáveis de controle: o tamanho da empresa, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa no período t ; e o retorno sobre o patrimônio líquido, calculado pela razão entre o resultado líquido em t e o patrimônio líquido em $t - 1$. As estimações também foram controladas por efeitos fixos do setor e do ano da observação.

3.3 Modelos empíricos e procedimentos estatísticos

A relação entre tipo de controle acionário e características da administração foi analisada por meio de estimações segundo o modelo da equação (1), em que: ADM são as características da administração da empresa i no período t ; PROP são as variáveis indicativas do tipo de controle da empresa i no período t ; TAM é o tamanho da empresa t ao final do período $t - 1$; ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa i no período $t - 1$; SETOR é o setor de atividade da empresa i ; ANO é o ano da observação; e ε é o termo de erro.

$$ADM_{i,t} = PROP_{i,t} + TAM_{i,t-1} + ROE_{i,t-1} + SETOR_{i,t} + ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

Para analisar a relação entre características da administração e valor da empresa, a amostra foi dividida em cinco subamostras, de acordo com o tipo de controle acionário da empresa. Para cada subamostra foram processadas estimações segundo o modelo da equação (2), em que: VALOR é o valor da empresa i no período t ; ADM são as características da administração da empresa i no período t ; TAM é o tamanho da empresa t ao final do período t ; ROE é o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa i no período t ; SETOR é o setor de atividade da empresa i ; ANO é o ano da observação; e ε é o termo de erro.

$$VALOR_{i,t} = ADM_{i,t} + TAM_{i,t} + ROE_{i,t} + SETOR_{i,t} + ANO_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Todas as estimações foram processadas por meio de análise de regressão com utilização da modelagem *feasible generalized least squares* (FGLS), que corrige problemas de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (Wooldridge, 2002). Optou-se por uma modelagem de efeitos aleatórios porque as variáveis explicativas de interesse (tipo de controle acionário e características da administração) apresentam baixa variação temporal, tornando os estimadores de efeitos fixos imprecisos (Fávero, 2013). Possíveis problemas com *outliers* das variáveis financeiras (TAM, ROE e MB) foram mitigados através da exclusão de observações cujo valor exceda quatro desvios padrões da média (Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham, 2009). Testes de correlação e do fator de inflação da variância (VIF) indicaram ausência de problemas de multicolinearidade ou colinearidade, em todas as estimações, considerando como limites correlações superiores a 0,6 (em módulo) e VIFs superiores a 10 (Hair et al, 2009).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Análise de componentes principais

A análise de componentes principais foi processada com os dados referentes a 12 práticas do conselho de administração e da diretoria executiva, discretizadas pela rotina CATPCA do software

STATA 12 ®. A amostra mostrou-se adequada para a realização da análise de componentes principais (Hair et al., 2009): medida de adequação da amostra de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) de 0,641; teste de esfericidade de Bartlett significativa a 1%; e matriz de anti-imagem com valores de adequação da amostra superiores a 0,5.

Para a identificação do número de fatores (componentes principais) a serem extraídos, foi calculado o autovalor de cada fator, que corresponde a quanto o fator explica da variância total dos dados. Pelo critério da raiz latente, foram considerados como significantes apenas os fatores com autovalor superior a uma unidade, ou seja, que explicam a variância de pelo menos uma variável (Hair et al., 2009). Das 12 práticas analisadas foram extraídos cinco fatores, que explicam 63,3% da variância das variáveis originais.

Para mensurar e nomear as características da administração resultantes da análise de componentes principais foi analisada a solução rotacionada pelo método varimax, que resulta em fatores ortogonais, mais adequados para posterior inclusão em análises de regressão (Hair et al., 2009). Na Tabela 2 são apresentados os escores médios e as cargas fatoriais das práticas da administração analisadas. A identificação das práticas que compuseram cada fator foi realizada por meio de sua significância prática, ou seja, cuja carga fatorial é superior a 0,5 ou inferior a -0,5 (Hair et al., 2009).

Tabela 2

Práticas e fatores das características da administração.

Práticas da administração	Escore médio	Cargas fatoriais				
		Fator 1	Fator 2	Fator 3	Fator 4	Fator 5
Remuneração de longo prazo da DE	0,590	0,83	0,10	0,10	0,17	0,01
Remuneração variável da DE	0,740	0,67	0,08	0,08	0,09	0,12
Conselheiros minoritários	0,300	0,09	0,82	-0,07	0,07	-0,26
Relações de subordinação	0,580	0,43	-0,58	0,09	-0,20	-0,08
Relações familiares	0,500	-0,15	-0,56	-0,24	0,23	0,04
Conselheiros independentes	0,303	0,34	0,52	0,20	0,35	0,25
Avaliação do CA	0,440	0,05	0,13	0,85	-0,03	0,01
Avaliação da DE	0,590	0,12	-0,05	0,78	0,24	0,06
Dualidade do CEO	0,070	-0,03	0,07	-0,09	-0,80	0,12
Percentual de conselheiros externos	0,880	0,19	0,17	0,07	0,72	-0,02
Remuneração variável do CA	0,170	0,04	-0,09	0,09	0,00	0,86
Remuneração de longo prazo do CA	0,160	0,47	0,07	0,01	0,02	0,60

CA: conselho de administração. DE: diretoria executiva.

O primeiro fator, nomeado de remuneração da diretoria executiva, compreende duas práticas relativas ao tipo de remuneração concedida aos membros da diretoria executiva: de longo prazo e/ou variável. O segundo fator, nomeado de independência dos administradores, agrega quatro práticas relativas à composição do conselho de administração e da diretoria executiva: percentual de conselheiros minoritários e independentes e relações familiares e de subordinação entre administradores. Ressalte-se que o sinal negativo das cargas fatoriais das relações de subordinação e familiares significa que este fator está relacionado à ausência destas relações, indicando maior independência dos órgãos da administração. O terceiro fator foi nomeado de avaliação dos administradores, e inclui a presença de mecanismos formais de avaliação de membros do conselho de administração e da diretoria executiva. O quarto fator, denominado de separação entre órgão da administração, é composto por duas práticas relativas à separação entre conselho de administração e diretoria executiva: ausência de dualidade do CEO (pelo sinal negativo da carga fatorial) e percentual de conselheiros externos. O quinto e último fator corresponde à remuneração do conselho de administração, e aborda o tipo de remuneração concedida aos membros deste órgão: variável e /ou de longo prazo. Observa-se que, dos cinco fatores resultantes, dois estão relacionados à composição (independência dos administradores e separação entre conselho de administração e diretoria executiva) e três estão relacionados a mecanismos de incentivo (remuneração da diretoria executiva, avaliação dos administradores e remuneração do conselho de administração).

4.2 Estatística descritiva

Na Tabela 3 é mostrada a estatística descritiva das características da administração, mensuradas de duas formas: a partir dos escores fatoriais padronizados em escala de 0 a 1, resultantes da análise de componentes principais; e por escalas múltiplas, calculadas a partir da média aritmética simples das práticas que compõe cada característica da administração. A separação entre órgãos de administração é característica mais presente e mais homogênea nas empresas analisadas, que pode ser observado pela maior média e pelo menor desvio-padrão. Por outro lado, a utilização de remuneração variável e de longo prazo como forma de incentivo financeiro para o conselho de administração é a característica menos adotada e com maior heterogeneidade da amostra. Para testar as hipóteses de pesquisa foi considerada a mensuração das características da administração por meio dos escores fatoriais. As escalas múltiplas foram consideradas apenas nas estimativas utilizadas no teste de robustez apresentado na Tabela 10.

Tabela 3

Estatística descritiva das características da administração.

Características da administração	Escores fatoriais		Escalas múltiplas	
	Média	Desvio-padrão	Média	Desvio-padrão
Remuneração da diretoria executiva (REMDE)	0,513	0,228	0,665	0,397
Independência dos administradores (INDEP)	0,369	0,228	0,381	0,255
Avaliação dos administradores (AVAL)	0,520	0,271	0,514	0,417
Separação entre órgãos da administração (SEPCADE)	0,750	0,161	0,905	0,167
Remuneração do conselho de administração (REMCA)	0,290	0,218	0,167	0,299

Na Tabela 4 é mostrada a frequência absoluta e percentual do tipo de controle acionário. Observa-se que o controle familiar, conforme a literatura tem apontado, é o principal tipo de controle presente no mercado de capitais brasileiro (Aldrighi & Mazzer, 2007; Crisóstomo & Brandão, 2019; Peixoto & Buccini, 2013). Entretanto, o número de empresas com outros tipos de controle é maior do que apontado em estudos anteriores. Entre estes outros tipos de controle acionário, destaca-se: o grande número de empresas com controle disperso e compartilhado, indicando um processo de dispersão da propriedade das empresas brasileiras; e o baixo número de empresas com controle governamental, o que pode ser resultado das privatizações que ocorreram nas últimas décadas.

Tabela 4

Tipo de controle acionário.

Controle acionário	Observações	Percentual (%)
Disperso (DISP)	116	15,65
Compartilhado (COMP)	169	22,81
Familiar (FAM)	244	32,93
Empresarial (EMP)	144	19,43
Governamental (GOV)	68	9,18
Total	741	100,00

Na Tabela 5 é apresentada a estatística descritiva das variáveis financeiras utilizadas no estudo. Observa-se que o valor de mercado das empresas analisadas, segundo a percepção de investidores no mercado de ações, é elevado, aproximadamente 2,7 vezes maior do que o valor contábil. O retorno contábil, por sua vez, é de aproximadamente 7,6%, mas com elevada variabilidade entre as empresas.

Tabela 5

Estatística descritiva das variáveis financeiras.

Variáveis financeiras	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Market-to-book (MB)	2,661	2,750	0,143	25,105
Tamanho (TAM)	15,463	1,912	9,590	21,471
Retorno sobre patrimônio líquido (ROE)	0,076	0,292	-2,479	2,072

Na Tabela 6 é apresentada a matriz de correlação entre as variáveis métricas utilizadas nas estimações. Observa-se que, dentre as características da administração, a remuneração da diretoria executiva, a avaliação dos administradores e a separação entre os órgãos da administração estão positiva e significativamente correlacionadas com o valor da empresa. Entre as variáveis indicativas das características da administração a correlação é nula, uma vez que os fatores resultantes da análise de componentes principais são ortogonais entre si.

Tabela 6

Matriz de correlação entre as variáveis métricas.

	MB	TAM	ROE	REMDE	INDEP	AVAL	SEPCADE
TAM	0,014						
ROE	-0,088 **	0,134 ***					
REMDE	0,117 ***	0,415 ***	0,071 *				
INDEP	-0,030	-0,012	-0,063 *	0,000			
AVAL	0,167 ***	0,265 ***	0,016	0,000	0,000		
SEPCADE	0,104 ***	0,082 **	-0,064 *	0,000	0,000	0,000	
REMCA	-0,028	0,063 *	0,059	0,000	0,000	0,000	0,000

Coefficiente de correlação de Pearson entre as variáveis métricas do estudo. **Variáveis financeiras:** Market-to-book (MB); Tamanho (TAM); Retorno sobre patrimônio líquido (ROE). **Características da administração mensuradas por escores fatoriais:** Remuneração da diretoria executiva (REMDE); Independência dos administradores (INDEP); Avaliação dos administradores (AVAL); Separação entre órgãos da administração (SEPCADE); Remuneração do conselho de administração (REMCA). **Significância estatística:** p-valor menor do que 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

4.3 Controle acionário e características da administração

A primeira hipótese de pesquisa aborda a relação entre controle acionário e características da administração. Para testar esta hipótese foram processados testes de análise da variância (Tabela 7) e análise de regressão (Tabela 8).

Na Tabela 7 são apresentados os escores fatoriais médios das características da administração de acordo com o tipo de controle acionário. Os testes de análise da variância indicam que apenas para a remuneração do conselho de administração não há associação com o tipo de controle acionário. A utilização de remuneração variável e de longo prazo para membros da diretoria executiva é maior nas empresas com controle disperso e empresarial. O nível de independência dos administradores é maior nas empresas com controle disperso, e menor nas empresas com controle compartilhado e familiar. Mecanismos de avaliação de administradores estão mais presentes nas empresas com controle governamental, e menos presentes nas empresas com controle familiar. A separação entre os órgãos da administração, por sua vez, é maior nas empresas com controle disperso e compartilhado.

Tabela 7

Características da administração por tipo de controle acionário.

Características da administração	Controle acionário					Análise da variância (F)
	DISP	COMP	FAM	EMP	GOV	
REMDE	0,5685	0,5097	0,4715	0,5621	0,4710	6,15 ***
INDEP	0,7476	0,2723	0,2626	0,3183	0,4506	240,52 ***
AVAL	0,5107	0,5829	0,4369	0,5350	0,6479	12,65 ***
SEPCADE	0,8047	0,7936	0,7351	0,6900	0,7306	13,02 ***
REMCA	0,2809	0,3052	0,3014	0,2535	0,3031	1,50

Escores médios das características da administração de acordo com o tipo de controle acionário da empresa. **Características da administração mensuradas por escores fatoriais:** Remuneração da diretoria executiva (REMDE); Independência dos administradores (INDEP); Avaliação dos administradores (AVAL); Separação entre órgãos da administração (SEPCADE); Remuneração do conselho de administração (REMCA). **Tipo de controle acionário:** Disperso (DISP); Compartilhado (COMP); Familiar (FAM); Empresarial (EMP); Governamental (GOV). **Significância estatística:** p-valor menor do que 1% (***).

Na Tabela 8 são mostrados os resultados das estimações em que se analisou a relação entre controle acionário e características da administração. Os achados suportam a hipótese de que o

tipo de controle acionário está relacionado com as características do conselho de administração e da diretoria executiva das empresas brasileiras de capital aberto. Das cinco características analisadas, apenas a remuneração do conselho de administração não apresentou relação estatisticamente significativa com o tipo de controle acionário, corroborando a análise da variância (Tabela 7).

Tabela 8

Controle acionário e características da administração

Variáveis explicativas	Variável dependente:				
	REMDE	INDEP	AVAL	SEPCADE	REMCA
PAINEL A – CONTROLE DISPERSO (DISP)					
DISP	0,075 *** (0,020)	0,453 *** (0,016)	0,000 (0,027)	0,062 *** (0,016)	0,004 (0,022)
L.TAM	0,055 *** (0,004)	0,009 *** (0,003)	0,030 *** (0,005)	0,008 ** (0,003)	0,010 ** (0,004)
L.ROE	0,019 (0,022)	-0,002 (0,017)	0,020 (0,029)	0,009 (0,017)	0,054 ** (0,024)
X ²	291,76 ***	968,38 ***	106,92 ***	95,18 ***	71,95 ***
PAINEL B – CONTROLE COMPARTILHADO (COMP)					
COMP	-0,027 (0,018)	-0,118 *** (0,020)	0,072 *** (0,023)	0,049 *** (0,014)	0,018 (0,019)
L.TAM	0,054 *** (0,004)	0,006 (0,004)	0,029 *** (0,005)	0,007 ** (0,003)	0,010 ** (0,004)
L.ROE	0,008 (0,022)	-0,068 *** (0,024)	0,018 (0,029)	-0,002 (0,017)	0,053 ** (0,024)
X ²	276,44 ***	113,28 ***	117,88 ***	92,49 ***	72,95 ***
PAINEL C – CONTROLE FAMILIAR (FAM)					
FAM	-0,017 (0,017)	-0,178 *** (0,017)	-0,111 *** (0,021)	-0,039 *** (0,013)	-0,004 (0,018)
L.TAM	0,054 *** (0,004)	0,000 (0,004)	0,027 *** (0,005)	0,006 ** (0,003)	0,010 ** (0,004)
L.ROE	0,010 (0,022)	-0,049 ** (0,023)	0,034 (0,029)	0,004 (0,017)	0,054 ** (0,024)
X ²	274,75 ***	190,24 ***	138,67 ***	88,60 ***	71,97 ***
PAINEL D – CONTROLE EMPRESARIAL (EMP)					
EMP	0,052 ** (0,020)	-0,081 *** (0,023)	0,017 (0,027)	-0,063 *** (0,016)	-0,035 (0,022)
L.TAM	0,054 *** (0,004)	0,004 (0,005)	0,030 *** (0,005)	0,008 ** (0,003)	0,011 ** (0,004)
L.ROE	0,007 (0,022)	-0,071 *** (0,025)	0,020 (0,029)	0,000 (0,017)	0,054 ** (0,024)
X ²	282,22 ***	87,19 ***	107,38 ***	96,03 ***	74,73 ***
PAINEL E – CONTROLE GOVERNAMENTAL (GOV)					
GOV	-0,112 *** (0,027)	0,106 *** (0,030)	0,104 *** (0,035)	-0,006 (0,021)	0,022 (0,029)
L.TAM	0,056 *** (0,004)	0,002 (0,005)	0,028 *** (0,005)	0,008 ** (0,003)	0,010 ** (0,004)
L.ROE	0,007 (0,022)	-0,071 *** (0,025)	0,021 (0,029)	-0,001 (0,017)	0,054 ** (0,024)
X ²	297,33 ***	86,77 ***	117,14 ***	78,76 ***	72,56 ***

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*. Amostra: 741 observações de 281 empresas listadas na B³ no período 2018 a 2020. **Variáveis dependentes (características da administração mensuradas por escores fatoriais):** Remuneração da diretoria executiva (REMDE); Independência dos administradores (INDEP); Avaliação dos administradores (AVAL); Separação entre órgãos da administração (SEPCADE); Remuneração do conselho de administração (REMCA). **Variáveis explicativas de interesse referentes ao tipo de controle acionário:** PAINEL A – Disperso (DISP); PAINEL B – Compartilhado (COMP); PAINEL C – Familiar (FAM); PAINEL D – Empresarial (EMP); PAINEL E – Governamental (GOV). **Variáveis de controle:** Tamanho no ano anterior (L. TAM); Retorno sobre patrimônio líquido no ano anterior (L.ROE); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **Fator de inflação da variância médio das variáveis explicativas (VIF):** 1,16 (PAINEL A); 1,16 (PAINEL B); 1,17 (PAINEL C); 1,18 (PAINEL D); 1,17 (PAINEL E). **Significância estatística:** p-valor menor do que 10% (*), 5% (**) e 1% (***).

O controle disperso está relacionado com a diversificação da remuneração da diretoria executiva, a maior independência dos administradores e a separação entre os órgãos de administração. Crisóstomo e Brandão (2019) já haviam encontrado evidências de que nestas empresas a composição do conselho de administração está mais em consonância com as boas práticas de governança corporativa (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). A ausência de acionista controlador deve contribuir para que haja menor sobreposição entre propriedade, conselho de administração e diretoria executiva. Os conflitos de agência centram-se na relação entre gestores e acionistas, o que reforça a importância de um conselho de administração independente da diretoria executiva (Bebchuk & Hamdani, 2009). A baixa concentração de direitos de voto, por sua vez, dificulta a nomeação de conselheiros e executivos ligados a

acionistas, ocasionando baixa incidência de relações familiares e de subordinação. Ademais, por conta da dificuldade de acionistas dispersos em monitorar diretamente as ações dos gestores (Desender et al., 2013), a remuneração executiva pode ser utilizada como mecanismo de alinhamento de interesses (Hassen et al., 2015).

O controle compartilhado está relacionado à presença de mecanismos de avaliação dos administradores e à separação entre conselho de administração e diretoria executiva, mas também está relacionado à menor independência dos administradores. Estudos anteriores já haviam identificado a menor independência dos administradores nas empresas com controle compartilhado, em especial do conselho de administração (Dutra & Saito, 2002; Gelman et al., 2015). A maior dispersão do controle acionário nas empresas com controle compartilhado em comparação a outros tipos de acionista controlador (Crisóstomo & Brandão, 2019) faz com que acionistas participantes do bloco de controle busquem estratégias para reduzir o risco de ações oportunistas dos gestores (Carvalho, 2012), o que ajuda a explicar a presença de mecanismos de avaliação dos administradores e a separação entre conselho de administração e diretoria executiva.

O controle familiar está relacionado à menor independência dos administradores, à ausência de mecanismos de avaliação dos administradores e à sobreposição entre conselho de administração e diretoria executiva. Uma das principais características destas empresas é sobreposição entre controle acionário e os órgãos de administração (Crisóstomo & Brandão, 2019; Salvato & Moraes, 2010), corroborando os achados da pesquisa. Esta sobreposição pode ajudar a explicar a menor incidência de mecanismos de avaliação dos administradores, sob o ponto de vista dos acionistas controladores: como os controladores estão diretamente envolvidos no processo de tomada de decisão da empresa, não seria necessário dispendir recursos com mecanismos de incentivo gerencial (Aguilera et al., 2012).

O controle empresarial está relacionado à diversificação da remuneração da diretoria executiva, à menor independência dos administradores e à sobreposição entre conselho de administração e diretoria executiva. De forma semelhante ao controle familiar, observa-se que há sobreposição entre propriedade, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas participantes de grupos econômicos. Desender et al. (2013) já argumentavam que a empresa controladora tem incentivo e habilidades para monitorar a gestão da empresa controlada. Entretanto, diferentemente da empresa com controle familiar, observa-se que o sistema de incentivo é mais completo: a política de remuneração dos executivos inclui remuneração variável e de longo prazo, e os mecanismos de avaliação dos administradores, embora não tenha apresentado relação significativa com o controle empresarial, é mais comum nestas empresas do que nas empresas com controle familiar.

O controle governamental está relacionado à menor utilização de remuneração variável e de longo prazo para executivos, à maior independência dos administradores e à presença de mecanismos de avaliação dos administradores. Gelman et al. (2015) já haviam identificado que nestas empresas há menor utilização de participação nos lucros como forma de remuneração. Entretanto, havia o argumento de que empresas com controle governamental apresentam menor independência dos órgãos de administração, com indicações políticas e representantes dos empregados (Aguilera et al., 2012). Os resultados desta pesquisa, em especial quanto à independência e à presença de avaliação formal dos administradores em empresas com controle governamental, podem ser consequência da lei das sociedades de economia mista (Lei nº. 13.303/2016) que prevê critérios específicos para escolha e avaliação de administradores e instalação dos principais órgãos de fiscalização e controle das empresas com controle governamental.

4.4 Características da administração e valor da empresa por tipo de controle acionário

A segunda hipótese de pesquisa trata da relação entre características da administração e valor da empresa, considerando o tipo de controle acionário da empresa. Para testar esta hipótese foram processadas estimações em que a variável dependente é o índice *Market-to-book*, proxy para valor da empresa, e as variáveis independentes de interesse são as características da administração, mensuradas por escores fatoriais (Tabela 9) e por escalas múltiplas (Tabela 10). As estimações foram processadas considerando a amostra total e cinco subamostras, determinadas pelo tipo de controle

acionário da empresa. Para análise dos resultados só foram consideradas com significância práticas relações que apresentaram significância estatística para as duas *proxies* de características da administração (escores fatoriais e escalas múltiplas).

Tabela 9
Características da administração e valor da empresa por tipo de controle acionário (escores fatoriais).

Variáveis explicativas	Variável dependente: Market-to-book (MB)					
	Amostra total	DISP	COMP	FAM	EMP	GOV
REMDE	1,405 *** (0,472)	-1,230 (1,168)	3,287 *** (1,108)	1,241 * (0,727)	0,285 (1,125)	3,476 ** (1,752)
INDEP	-0,153 (0,417)	-2,765 * (1,472)	3,118 ** (1,579)	2,182 ** (0,889)	-1,301 (1,709)	0,205 (2,767)
AVAL	1,498 *** (0,364)	2,194 *** (0,821)	1,431 * (0,829)	1,114 * (0,946)	0,023 (0,600)	1,384 (1,078)
SEPCADE	1,538 ** (0,598)	-2,376 (2,316)	3,991 ** (1,873)	2,353 *** (0,736)	1,041 (1,309)	3,863 (6,708)
REMCA	-0,042 (0,440)	1,133 (1,039)	-2,091 ** (0,953)	0,388 (0,740)	1,952 * (1,008)	-2,168 * (1,241)
TAM	-0,123 ** (0,061)	0,100 (0,165)	-0,370 *** (0,137)	0,197 * (0,104)	0,014 (0,147)	-0,984 *** (0,207)
ROE	-0,806 ** (0,328)	-0,444 (0,795)	-0,239 (0,670)	1,159 * (0,594)	-4,384 *** (0,596)	-0,557 (0,932)
X ²	170,00 ***	53,64 ***	86,70 ***	118,30 ***	150,41 ***	42,00 ***
VIF	1,20	1,45	1,38	1,30	1,68	1,88
Empresas	281	46	69	98	57	24
Observações	741	116	169	244	144	68

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*. **Amostras:** empresas listadas na B³ no período de 2018 a 2020 com controle disperso (DISP), compartilhado (COMP), familiar (FAM), empresarial (EMP) e governamental (GOV). **Variável dependente:** *Market-to-book* (MB). **Variáveis explicativas de interesse (características da administração mensuradas por escores fatoriais):** Remuneração da diretoria executiva (REMDE); Independência dos administradores (INDEP); Avaliação dos administradores (AVAL); Separação entre órgãos da administração (SEPCADE); Remuneração do conselho de administração (REMCA). **Variáveis de controle:** Tamanho (TAM); Retorno sobre patrimônio líquido (ROE); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **VIF:** Fator de inflação da variância médio das variáveis explicativas. **Significância estatística:** p-valor menor do que 10% (*) e 1% (**).

Tabela 10
Características da administração e valor da empresa por tipo de controle acionário (escalas múltiplas).

Variáveis explicativas	Variável dependente: Market-to-book (MB)					
	Amostra:					
	Amostra total	DISP	COMP	FAM	EMP	GOV
REMDE	0,904 *** (0,280)	-1,284 * (0,770)	2,492 *** (0,653)	0,664 (0,427)	0,294 (0,636)	1,167 (0,928)
INDEP	-0,171 (0,382)	-2,037 * (1,173)	1,942 (1,187)	1,465 * (0,766)	-1,163 (1,535)	-1,555 (1,847)
AVAL	0,831 *** (0,241)	1,672 *** (0,503)	0,333 (0,534)	0,616 (0,388)	0,214 (0,598)	1,062 (0,672)
SEPCADE	0,956 (0,581)	-2,171 (2,126)	1,025 (1,897)	1,179 * (0,679)	0,529 (1,276)	21,221 * (11,103)
REMCA	-0,296 (0,333)	0,829 (0,789)	-1,921 *** (0,698)	0,007 (0,574)	1,060 (0,694)	-1,976 * (1,053)
TAM	-0,119 ** (0,060)	0,131 (0,166)	-0,314 ** (0,130)	0,201 * (0,104)	-0,005 (0,143)	-0,819 *** (0,184)
ROE	-0,833 ** (0,327)	-0,523 (0,820)	-0,402 (0,660)	1,055 * (0,602)	-4,345 *** (0,598)	-0,186 (0,962)
X ²	186,46 ***	103,83 ***	100,49 ***	114,61 ***	143,37 ***	70,81 ***
VIF	1,21	1,44	1,39	1,30	1,66	1,74
Empresas	281	46	69	98	57	24
Observações	741	116	169	244	144	68

Análise de regressão com modelagem *Feasible Generalized Least Squares*. **Amostras:** empresas com controle disperso (DISP), compartilhado (COMP), familiar (FAM), empresarial (EMP) e governamental (GOV). **Variável dependente:** *Market-to-book* (MB). **Variáveis explicativas de interesse (características da administração mensuradas por escalas múltiplas):** Remuneração da diretoria executiva (REMDE); Independência dos administradores (INDEP); Avaliação dos administradores (AVAL); Separação entre órgãos da administração (SEPCADE); Remuneração do conselho de administração (REMCA). **Variáveis de controle:** Tamanho (TAM); Retorno sobre patrimônio líquido (ROE); variáveis binárias indicativas do setor de atividade (SETOR) e do ano da observação (ANO), cujos coeficientes não foram reportados. **VIF:** Fator de inflação da variância médio das variáveis explicativas. **Significância estatística:** p-valor menor do que 10% (*) e 1% (**).

Os resultados das estimações corroboram a hipótese levantada, de que a relação das características do conselho de administração e da diretoria executiva com o valor da empresa depende do tipo de controle acionário. Considerando a amostra total, apenas a remuneração da

diretoria executiva e a avaliação dos administradores apresentam relação com o valor da empresa – positiva. Mas quando se analisam as subamostras, observa-se que as cinco características da administração têm relação com o valor da empresa, e este efeito depende do tipo de controle acionário.

Nas empresas com controle disperso a independência dos administradores apresenta relação negativa com o valor da empresa, enquanto a avaliação dos administradores tem relação positiva. A independência dos administradores em relação aos acionistas reduz o poder de monitoramento dos acionistas sobre os gestores, o que pode aumentar o poder gerencial e o risco de decisões gerenciais em desacordo com os objetivos dos acionistas, favorecendo o entrincheiramento gerencial (Morck et al., 1988). A avaliação sistemática dos administradores, por outro lado, é uma medida de incentivo implícito que pode contribuir para otimizar o desempenho de conselheiros e diretores (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). Em empresas cujo principal conflito de agência se dá na relação entre acionistas dispersos e diretores executivos, esperava-se que a separação entre conselho de administração e diretoria executiva e o tipo de remuneração concedido aos executivos contribuam para o alinhamento de interesses (Bebchuk & Hamdani, 2009; Hassen et al., 2015). Entretanto, os resultados sugerem que no mercado de capitais brasileiros estas práticas não são vistas por investidores como elementos que agregam valor às empresas com controle disperso.

Nas empresas com controle compartilhado a remuneração dos executivos está positivamente relacionada com o valor da empresa, ao passo que a remuneração do conselho de administração tem relação negativa. Nesta configuração acionária observa-se maior dispersão do controle (Carvalho, 2012), e atrelar parte da remuneração dos executivos a objetivos de curto e longo prazo pode ser utilizada como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas controladores e executivos (Hassen et al., 2015). O conselho de administração, por sua vez, tem funções de controle (Fama & Jensen, 1983), motivo pelo qual a remuneração atrelada a resultados não é recomendada para integrantes deste órgão (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). Não se pode afirmar que a menor independência dos órgãos de administração das empresas com controle compartilhado (Tabela 8) é vista por investidores no mercado de ações brasileiro como indicativo de maior risco de expropriação, uma vez que há evidência inconsistente de que esta característica tenha relação com o valor da empresa. Dada a maior dispersão do controle das empresas com controle compartilhado (Crisóstomo & Brandão, 2019), a sobreposição entre acionista controlador e conselho de administração pode estar sendo interpretada como um mecanismo de monitoramento das ações dos diretores executivos.

Nas empresas com controle familiar observa-se que a sobreposição existente entre propriedade e administração é vista por investidores como um indicativo de maior risco de expropriação de sua riqueza. Os resultados apontam que a independência dos administradores e a separação entre os órgãos de administração são características positivamente relacionadas com o valor da empresa. O risco de expropriação de acionistas minoritários torna-se maior em empresas familiares, uma vez que os membros da família podem estar interessados em manter benefícios privados de controle (Ali & Lesage, 2013). A menor independência dos órgãos de administração em relação à família controladora e a presença de executivos no conselho de administração indicam a sobreposição entre propriedade e administração (Tabela 8). Neste contexto, gestores podem alocar recursos de forma a atender às preferências pessoais da família controladora, e não numa perspectiva de maximização de valor (Gadhoun, 2006). Observa-se também que as características relativas a mecanismos de incentivo (remuneração e avaliação dos administradores) não apresentam relação com o valor das empresas com controle familiar, o que sugere que investidores considerem tais mecanismos desnecessários em empresas cujo acionista controlador detém o controle sobre os órgãos de administração.

Nas empresas controladas por grupos empresariais os resultados não permitem afirmar que as características dos órgãos de administração afetam o valor da empresa. Embora se tenha observado que há sobreposição entre acionista controlador e os órgãos da administração destas empresas (Tabela 8), não há evidência de que os investidores vejam a participação da empresa controladora na administração da empresa controlada como uma característica negativa, o que pode indicar um efeito monitoramento (Bozec & Bozec, 2007). Fazer parte de um grupo econômico pode beneficiar empresas controladas, particularmente em mercados emergentes, uma vez que o uso de

mercados internos de fatores pode superar mercados externos ausentes ou incompletos (Claessens & Yurtoglu, 2013). A presença de representantes da empresa controladora o conselho de administração e na diretoria executiva da empresa controlada, neste sentido, pode contribuir para o alinhamento de interesses entre controlada e controladora.

Nas empresas com controle governamental, o valor da empresa apresenta relação negativa com a remuneração variável e de longo prazo concedida a conselheiros. Conforme mencionado, a remuneração atrelada a resultados não é recomendada membros do conselho de administração (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016). A ausência de remuneração de diretores executivos atrelada aos resultados e ao valor das empresas, característica das empresas com controle governamental, não afeta o valor destas empresas, o que sugere que a presença de ente governamental como acionista controlador substitui a remuneração dos executivos como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e gestores (Core et al., 1999). Outro ponto a destacar é a ausência de relação significativa do valor das empresas com controle governamental com a independência e a avaliação dos órgãos de administração. Embora as empresas com controle governamental tenham alto índice de adesão a estas práticas (Tabela 7), não há indícios de que os investidores estejam considerando que esta adesão torne a governança corporativa destas empresas mais eficaz.

Em síntese, os testes realizados indicam que as características da administração das empresas brasileiras estão relacionadas com o tipo de controle acionário, e que a relação entre estas características e o valor de mercado das empresas depende do tipo de controle acionário. A sobreposição entre controle acionário e características da administração é verificada nas empresas com controle definido, em especial familiar e empresarial, em que se observa menor independência do conselho de administração e da diretoria executiva e sobreposição entre estes órgãos. Mecanismos de incentivo, por sua vez, são menos adotados por empresas com controle familiar (avaliação dos administradores) e governamental (remuneração variável e de longo prazo da diretoria executiva). A análise da relação entre valor da empresa e características da administração sugere que apenas nas empresas com controle familiar os investidores estão considerando como indícios de expropriação a menor independência e a sobreposição do conselho de administração e da diretoria executiva. Os resultados para os demais tipos de controle acionário sugerem a prevalência do efeito monitoramento.

5 CONCLUSÃO

O objetivo deste trabalho foi analisar as relações entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas brasileiras de capital aberto, e o efeito destas relações sobre o valor da empresa. Os resultados dão suporte às duas hipóteses de pesquisa, de que o tipo de controle acionário afeta as características da administração e que a relação destas características com o valor da empresa depende do tipo de controle acionário.

O trabalho contribui com a literatura em governança corporativa, em especial aplicada a mercados de capitais em que predominam empresas com controle acionário definido. Os resultados mostraram que existe nestas empresas sobreposição entre propriedade e administração, mas que esta sobreposição não é vista pelos investidores apenas como indicativo de maior risco de expropriação. A depender do tipo de controle acionário, a independência dos administradores em relação aos acionistas, a separação entre conselho de administração e diretoria executiva, a presença de avaliação formal e o tipo de remuneração concedido aos administradores podem elevar ou destruir o valor da empresa, sugerindo que podem funcionar como mecanismos de monitoramento ou facilitar a expropriação da riqueza da empresa por parte dos acionistas controladores. Estes achados ressaltam a importância de se analisar a identidade do acionista controlador para compreender os conflitos de agência existentes nas empresas e o papel dos órgãos da administração para a governança corporativa.

Na prática, o trabalho trouxe novas evidências de que as empresas participantes do mercado de capitais brasileiro têm controle acionário heterogêneo. Embora o controle familiar ainda seja o que apresenta maior participação no mercado, observou-se relevante número de empresas com controle disperso, compartilhado, empresarial e governamental. Os resultados indicam que determinadas

características do conselho de administração e da diretoria executiva podem agregar valor em umas empresas e em outras não, e que o controle acionário pode ajudar a explicar estas diferenças. Neste sentido, para otimizar o sistema de governança das empresas brasileiras de capital aberto e, consequentemente, gerar maior segurança para investidores no mercado de ações brasileiro, faz-se necessário o estudo mais aprofundado das questões específicas de cada tipo de controle acionário a fim de se propor uma estrutura de governança mais apropriada a cada contexto societário.

Dois resultados específicos do trabalho merecem destaque. Em primeiro lugar, a independência dos administradores está relacionada negativamente com o valor das empresas com controle disperso, indicando que pode elevar o risco de expropriação. Para que esta característica possa ser vista como mecanismo eficaz de governança corporativa em empresas cujo conflito de agência se centra na relação entre acionistas e executivos faz-se necessário o fortalecimento de mecanismos externos de controle das ações dos executivos, tornando o ambiente legal e regulatório do mercado de ações brasileiro mais seguro para investidores que desejam investir em empresas sem controle definido.

Em segundo lugar, observou-se que separação entre propriedade e administração é característica ausente nas empresas com controle familiar, o que pode estar contribuindo para a destruição do valor destas empresas. Neste sentido, deve-se incentivar a adoção destes mecanismos nas empresas com controle familiar, ou buscar outros mecanismos de monitoramento que possam melhorar a visão que os investidores no mercado de ações têm acerca da estrutura da governança corporativa das empresas com controle familiar.

Por fim, a abrangência da pesquisa trouxe implicações positivas e negativas para este trabalho. Por um lado, pode-se ter uma visão panorâmica do controle acionário das empresas brasileiras de capital aberto e de sua relação com o conselho de administração e a diretoria executiva destas empresas. Por outro lado, não se pode detalhar questões mais específicas de cada tipo de controle acionário e nem outras características dos órgãos de administração relevantes para a governança corporativa das empresas brasileiras. Espera-se, portanto, que futuras pesquisas possam analisar contextos societários específicos, como as empresas com controle disperso, compartilhado e empresarial, menos abordados na literatura, bem como o efeito do tipo de controle acionário sobre a adoção e eficácia de outros mecanismos de governança corporativa não abordados neste trabalho.

REFERÊNCIAS:

- Adam, C., Tene, J. K., Mucci, D. M., & Beck, F. (2020). Conflitos de agência em empresas familiares de capital aberto e a composição do Conselho de Administração. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(45), 19-32. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n45p19>
- Aguilera, R. V., Desender, K., Castro, L. R. K. (2012). A Bundle Perspective to Comparative Corporate Governance. In: Clarke, T., & Branson, D. (editors). *Sage Handbook of corporate governance*. New York: Sage Publications.
- 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. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>
- Ali, C. B., & Lesage, C. (2013). Audit pricing and nature of controlling shareholders: Evidence from France. *China Journal of Accounting Research*, 6(1), 21-34. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2012.08.002>
- 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. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v12n4.2014.24499>
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2017). Dual class shares, board of directors' effectiveness and firm's market value: an empirical study. *Journal of Management & Governance*, 21(4), 1053-1092. <https://doi.org/10.1007/s10997-017-9375-7>
- Anjos, L. C. M. dos, Tavares, M. F. N., Monte, P. A. do, & Lustosa, P. R. B. (2015). Relações entre controle acionário e remuneração de executivos. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 34(1), 45-56. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i1.22493>

- Ararat, M., Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2021). Corporate governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Emerging Markets Review*, 48, 100767. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100767>
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 1263-1317. <https://www.jstor.org/stable/40380267>
- Bianchi, M., Bianco, M., & Enriques, L. (2001). Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. In: Barca, F., & Becht, M. *The control of corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 154-186. <https://doi.org/10.1093/0199257531.003.0006>
- Bozec, Y., & Bozec, R. (2007). Ownership concentration and corporate governance practices: substitution or expropriation effects? *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 24(3), 182-195.
- Brandão, I. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. De, & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- Carvalho, A. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.03.002>
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2010.00929.x>
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00058-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00058-0)
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Determinantes da eficiência de conselhos de administração de empresas negociadas na BM&Fbovespa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 8(21), 46-57. <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v8i21.63219>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2014). Remuneração, composição do conselho de administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 7(1), 2-37.
- 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. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36. <https://doi.org/10.2307/4126762>
- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & García-Cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842. <https://doi.org/10.1002/smj.2046>
- 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. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000200003>
- Ermel, M., & Do Monte, P. A. (2018). Controle Acionário, Remuneração De Executivos E Desempenho Empresarial: Evidências Para O Mercado Brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 16(3), 455-491. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n3.2018.55898>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325. <http://www.jstor.org/stable/725104>
- Fávero, L. P. L. (2013). Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, 10(1), 131-156. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.1.6>
- Fontes, J. R. Filho, & Alves, C. F. (2018). Mecanismos de controle na governança corporativa das empresas estatais: uma comparação entre Brasil e Portugal. *Cadernos Ebape.Br*, 16(1), 2-13. <https://doi.org/10.1590/1679-395172454>

- Freitas, M. R. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. M. De (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos. *Revista de Administração de Empresas*, 60, 322-335. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Gadhoun, Y. (2006). Power of ultimate controlling owners: A survey of Canadian landscape. *Journal of Management & Governance*, 10(2), 179-204. <https://doi.org/10.1007/s10997-006-0004-0>
- 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. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Grupo de Trabalho Interagentes (2016). *Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas*. São Paulo: IBGC. https://www.anbima.com.br/data/files/F8/D2/98/00/02D885104D66888568A80AC2/Codigo-Brasileiro-de-Governanca-Corporativa_1_.pdf
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2005). *Análise multivariada de dados*. 6 ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hassen, R. B., El Ouakdi, J., & Omri, A. (2015). Executive compensation and ownership structure. *Journal of Applied Business Research*, 31(2), 593-608. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i2.9156>
- Hoff, J., & Vicente, E. F. R. (2016). O Gerenciamento de Resultados e a Remuneração Variável dos Executivos das Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(2), 64-81. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i2.17027>
- Iglesias, T. M., Silva, T. D., Jesuka, D., & Peixoto, F. M. (2022). Reflexos da governança corporativa sobre a pay-performance sensitivity: uma nova perspectiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 23(1). <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eRAMF220088>
- 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. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jiang, F., & Kim, K. A. (2020). Corporate governance in China: A survey. *Review of Finance*, 24(4), 733-772. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa012>
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lei nº. 13.303, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília, DF: 30 de junho de 2016. Recuperado de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm
- Machado, L. K. C., Prado, J. W. do, Rauber, L. L., Carvalho, E. G., & Santos, A. C. dos. (2020). A influência da governança corporativa no desempenho financeiro, na oportunidade de crescimento e no valor de mercado das firmas: uma análise com modelagem de equações estruturais. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 39(2), 27-41. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v39i2.45852>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Moura, G. D. de, Bianchet, T. D. S. A., Mazzioni, S., & Macêdo, F. F. R. R. (2018). Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no gerenciamento de resultados. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(2), 107-126. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i2.37824>
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, (11)1, 166-185. <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/366>
- Oliveira, F. B., & Fontes, J. R. Filho. (2021). Mudanças nas configurações de governança corporativa e relações de agência: uma análise longitudinal em empresa de capital fechado. *Cadernos EBAPE. BR*, 19, 510-523. <https://doi.org/10.1590/1679-395120200107>
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-59. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>

- Pinto, M. B., & Leal, R. P. C. (2013). Ownership concentration, top management and board compensation. *Revista de Administração Contemporânea*, 17(3), 304-324. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552013000300004>
- Renders, A., & Gaeremynck, A. (2012). Corporate governance, principal-principal agency conflicts, and firm value in European listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 20(2), 125-143. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00900.x>
- 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. <https://doi.org/10.17524/repec.v10i4.1403>
- Rossetti, J. P., & Andrade, A. (2012). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 6 ed. São Paulo: Atlas.
- Salvato, C., & Moores, K. (2010). Research on accounting in family firms: past accomplishments and future challenges. *Family Business Review*, 23(3), 193-215. <https://doi.org/10.1177/0894486510375069>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, B. S. da, Silva, D. G., Avelino, B. C., & Bressan, V. G. F. (2020). Governança corporativa: uma análise da relação entre o turnover da administração e o desempenho. *ForScience*, 8(2). <https://doi.org/10.29069/forscience.2020v8n2.e772>
- Silva, N. D., Peixoto, F. M., & Tizziotti, C. P. P. (2021). Características do conselho de administração e earnings management no Brasil: as estatais são diferentes? *Revista Gest@o.org*, 19(1), 52-71. <https://doi.org/10.51359/1679-1827.2021.239657>
- Umans, I., Lybaert, N., Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2020). Succession planning in family firms: family governance practices, board of directors, and emotions. *Small Business Economics*, 54(1), 189-207. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0078-5>
- 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. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2019v15n34p181>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Massachusetts – EUA: MIT Press.
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>

Endereço do Autor:

Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará – Campus Baturité
 Av. Ouvidor Vitório Soares Barbosa, 160
 Sanharão, Baturité – Ceará - Brasil
 62760-000