

Controle Acionário e Estrutura de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Shareholding Control and Corporate Governance Structure of Brazilian Publicly Held Firms

Isac de Freitas Brandão¹

Laiane de Aguiar Silva¹

Francisco Valdenuso Almeida Silva¹

¹Instituto Federal de Educação Ciência e Tecnologia do Ceará, Departamento de Ensino, Baturité, CE, Brasil.

Resumo

Objetivo: Investigou-se a associação entre controle acionário e características da estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto.

Método/abordagem: A amostra foi composta por 300 empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão em 2020. Realizou-se uma análise de correspondência as associações relevantes entre os tipos de controle acionário e as características da estrutura de governança corporativa.

Contribuições teóricas/práticas/sociais: Observou-se associação do tipo de controle acionário com independência do conselho de administração, sobreposição entre conselho de administração e diretoria executiva, presença de relações familiares e de subordinação entre administradores, avaliação e mandato dos administradores, e instalação dos órgãos de fiscalização e controle. No campo teórico, estes resultados contribuem com a discussão sobre os fatores contingenciais que afetam a governança corporativa das empresas.

Originalidade/relevância: Os achados do trabalho corroboram como a abordagem contingencial da governança corporativa é influenciada por características do ambiente organizacional de cada empresa, dentre as quais o tipo de controle acionário.

Palavras-chave: Controle acionário; Governança corporativa; Abordagem contingencial.

Abstract

Purpose: We investigated the association between shareholding control and characteristics of the corporate governance structure of the Brazilian publicly traded companies.

Design/methodology/approach: The sample was composed of 300 companies listed on the Brasil, Bolsa, Balcão in 2020. Shareholding control was categorized as dispersed, shared, family, entrepreneurial, and governmental. It was realized a correspondence analysis was used to identify the relevant associations between the types of shareholding control and the characteristics of the corporate governance structure.

Research, Practical & Social implications: We observed an association between the type of shareholding control and the independence of the board of directors, overlapping between the board of directors and the executive board, presence of family relations and subordination among directors, evaluation and tenure of directors, and installation of supervisory and control bodies. In the theoretical field, these results contribute to the discussion about the contingent factors that affect corporate governance of companies.

Originality/value: The findings of this paper corroborate how the contingency approach to corporate governance are influenced by characteristics of each firm's organizational environment, among which is the type of shareholding control.

Keywords: Shareholding control; Corporate governance; Contingency approach.

Introdução

Governança corporativa compreende o sistema de relações pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, 2015). Nas empresas com capital aberto, a separação entre propriedade e gestão reforça a importância da governança corporativa como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. Neste contexto, seu objetivo é minimizar os conflitos de agência entre estas partes (Dey, 2008).

Segundo a abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da empresa (Aguilera, Filatotchev, Gospel, & Jackson, 2008; Dedman & Filatotchev, 2008; Huse, 2005). Dentre os fatores organizacionais que podem afetar o sistema de governança de uma empresa está o tipo de controle acionário (Aguilera et al., 2008; Aguilera, Desender, & Castro, 2012). Os conflitos de agência predominantes nas empresas com controle acionário definido são diferentes dos conflitos de agência existentes nas empresas em que não há acionista controlador (Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jianget, 2008). Entre as empresas com controle definido, diferentes tipos de controladores têm questões específicas e diferentes graus de incentivos e habilidades para monitorar diretamente a gestão (Aguilera et al., 2012).

No mercado de capitais brasileiro o controle acionário é heterogêneo, existindo empresas sem acionista controlador e com controle compartilhado, familiar, governamental e empresarial (Crisóstomo & Brandão, 2019). Estudos empíricos têm mostrado relação da presença e da identidade do acionista controlador com o nível de adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras (Crisóstomo & Brandão, 2019; Silveira, Leal, Carvalho, & Barros et al., 2009). Uma análise mais detalhada dos mecanismos de governança corporativa pode contribuir para a compreensão de como a estrutura de governança corporativa destas empresas é moldada de acordo com as peculiaridades de cada tipo de controle acionário. Neste sentido, a presente pesquisa foi desenvolvida a partir do seguinte problema: *qual a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto?*

Neste trabalho investigou-se a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, analisando a associação da identidade do acionista controlador (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental) com características da governança corporativa relativas à estrutura da administração (conselho de administração e diretoria executiva) e do sistema de fiscalização e controle destas empresas (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna).

O trabalho apresenta contribuições teóricas e organizacionais para a literatura sobre governança corporativa. No campo teórico, amplia-se a discussão sobre os fatores contingenciais que afetam a governança corporativa das empresas, especificamente o controle acionário. A literatura clássica em governança corporativa, baseada na teoria da agência, argumenta que a adoção de práticas de governança corporativa, ao mitigar conflitos de interesses entre acionistas e gestores, contribui para a efetividade do sistema empresa. O trabalho mostra que, mesmo analisando a governança corporativa sob a ótica da teoria da agência, os diferentes tipos de controle acionário podem impactar na natureza e na magnitude dos conflitos de agência, refletindo na estrutura de governança corporativa adotada pela empresa.

Na prática, o trabalho indicou que tipo de controle acionário pode ajudar na compreensão das diferenças nas estruturas de governança corporativa encontradas nas empresas brasileiras. Neste sentido, os participantes do mercado de capitais devem considerar o tipo de controle acionário ao avaliar a qualidade da governança corporativa de uma empresa, analisando a efetividade dos mecanismos de governança corporativa dentro do contexto societário específico da empresa.

Fundamentação Teórica

O sistema de governança das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras é composto pela interação entre assembleia geral dos sócios, órgãos de administração e órgãos de fiscalização e controle (Rossetti & Andrade, 2012). Os sócios, minoritários e controladores, compõem a assembleia geral dos sócios, órgão soberano da sociedade. Entre suas funções está a escolha dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal e deliberar sobre a prestação de contas dos administradores (Rossetti & Andrade, 2012).

A administração é formada por diretoria executiva e conselho de administração. 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 de capital aberto, relacionadas, entre outros aspectos, a sua composição, avaliação, mandato e remuneração (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016).

O sistema de fiscalização e controle é composto por órgãos cuja instalação é facultativa, dos quais se destacam o conselho fiscal, o comitê de auditoria e

a auditoria interna (Rossetti & Andrade, 2012). O conselho fiscal é ligado diretamente à assembleia geral dos sócios e tem por função fiscalizar a administração em nome dos acionistas, emitindo pareceres e opiniões sobre os atos da administração e sobre os demonstrativos financeiros (Tinoco, Escuder, & Yoshitake, 2011). O comitê de auditoria é um órgão de assessoramento do conselho de administração cujas principais funções são a supervisão dos controles internos e da gestão, avaliação dos riscos, acompanhamento dos trabalhos da auditoria independente (externa) e supervisão dos trabalhos da auditoria interna (Munhós, 2014). A auditoria interna pode ser ligada ao conselho de administração ou à diretoria executiva e é responsável pelo sistema de controles internos da organização (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016).

Para aprimorar o sistema de governança corporativa das empresas brasileiras profissionais e acadêmicos têm proposto um conjunto de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial e transparência da gestão a serem adotados pelas empresas, denominados práticas de governança corporativa. Para as empresas de capital aberto brasileiras destacam-se as práticas recomendadas no código brasileiro de governança para companhias abertas elaborado pelo Grupo de Trabalho Interagentes (Grupo de Trabalho Interagentes, 2016) e as regras para participação nos segmentos especiais de listagem e índices

de governança corporativa da Brasil, Bolsa, Balcão ([B]³).

Segundo Dedman e Filatotchev (2008), a abordagem clássica da governança corporativa segue os pressupostos da Teoria da Agência, assumindo que o melhor gerenciamento dos conflitos de agência entre acionistas e gestores leva a empresa a operar com maior eficiência e obter desempenho superior. Por outro lado, de acordo com a abordagem contingencial da governança corporativa, o papel da governança corporativa depende dos fatores internos e externos da empresa, que são críticos dentro do contexto organizacional, de mercado, setorial, regulatório ou institucional das empresas. Como a natureza desses fatores depende de sua interação com diversos ambientes organizacionais, em vez de serem universais, as contingências internas e externas provavelmente influenciam a eficácia de práticas de governança específicas (Dedman & Filatotchev, 2008).

Huse (2005) cita como exemplos de fatores contingenciais à governança corporativa: diferenças nacionais, geográficas e culturais; setor de atividade e seu ambiente; estrutura de propriedade; tamanho da empresa; ciclo de vida da empresa; e o perfil do diretor-presidente. Neste contexto, o controle acionário pode interferir na definição da estrutura de governança adotada pela empresa (Connelly, Hoskisson, Tihanyi, & Certo, 2010). No mercado de capitais brasileiro Crisóstomo e Brandão (2019) identificaram empresas sem

acionista controlador e com controle familiar, governamental, empresarial e compartilhado.

Nas empresas com *controle disperso* nenhum acionista, isoladamente ou por meio de acordo, detém direito a voto que lhe conceda o controle acionário. Nestas empresas o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas e gestores (Jensen & MacKling, 1976), decorrente do menor incentivo e capacidade dos acionistas para monitorar diretamente a gestão (Desender, Aguilera, Crespi, & García-Cestona). Por este motivo, a independência do conselho de administração é avaliada pela relação entre seus membros e a diretoria executiva (Bebchuck & Hamdani, 2009), e a política de remuneração dos executivos ganha maior importância como mecanismo de alinhamento de interesses (Hassen, Ouskdi, & Omri, 2015).

Nas empresas com acionista controlador, o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores e minoritários (Young et al., 2008). Acionistas controladores podem obter maior monitoramento sobre a gestão, 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, Holtausen, & 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, Vasconcelos, Luca, & Crisóstomo, 2019). Ademais, o conselho fiscal, que obrigatoriamente têm membros indicados por acionistas minoritários, é visto como um instrumento de exercício do direito de fiscalização da administração pelos acionistas minoritários nas empresas com acionista controlador (Lamb, 2014).

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). 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, Castro, & Seidler, 2015). Por outro lado, estes acordos podem mitigar conflitos entre grandes acionistas com a melhoria do sistema de governança da empresa (Attig, Cleary, Ghoul, & Guedhami, 2012). O acordo de acionistas também pode proteger a empresa contra decisões maliciosas de gestores sobre a estratégia da

empresa ou em negociações envolvendo ações da empresa (Carvalho, 2012).

Empresas com *controle familiar* têm questões específicas, relacionadas com a liquidez, crescimento e transição para uma sociedade com capital aberto e com acionistas não pertencentes à família fundadora, assim como questões relacionadas com a gestão interna, como divergências intrafamiliares, disputas pela sucessão e benefícios privados concedidos aos membros da família (Bertrand & Schoar, 2006; Schulze, Lubatkin, Dino, & Buchholtz, 2001). O controle familiar pode ser prejudicial à empresa, dado o possível entrenchamento dos membros da família na gestão da empresa (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Entretanto, a posição da família e o interesse na continuidade do negócio facilita o monitoramento sobre a gestão e pode contribuir para um desempenho operacional superior, além de que a presença de membros da família controladora no conselho de administração potencialmente pode reduzir custos com conselheiros externos (Aguilera et al., 2012).

O *controle empresarial* envolve a propriedade cruzada entre empresas controladoras e controladas (Crisóstomo & Brandão, 2019). Empresas com controle empresarial, tendem a ter pior transparência e estruturas de gestão menos claras, o que possibilita expropriação de acionistas minoritários, em especial através de transações com partes relacionadas (Claessens & Yurtoglu, 2013; Weiss & Hilger, 2012). Por outro lado,

fazer parte de um grupo 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). Semelhante ao controle familiar, a empresa controladora tem incentivo e habilidades para monitorar a gestão da empresa controlada (Desender et al., 2013).

Empresas com *controle governamental* tendem a ser menos eficientes devido aos interesses particulares de seus gestores: políticos que controlam as empresas estatais têm objetivos diferentes do interesse social e poder sobre essas empresas para direcioná-las a perseguir objetivos políticos (Shleifer & Vishny, 1997). Por outro lado, a estrutura de governança dessas empresas tende a ser mais voltada para *stakeholders* do que *shareholders* (Aguilera et al., 2012): conselhos de administração compostos por indicações políticas e representantes dos empregados, com papel mais consultivo do que de monitoramento; objetivos estratégicos mais voltados para o crescimento de longo prazo do que para valorização da riqueza dos acionistas. No Brasil, a literatura anterior apontou 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 (Silva, Peixoto, & Tizziotti, 2021). Entretanto, a Lei n. 13.303/2016, denominada lei de responsabilidade social das estatais, trouxe perspectivas otimistas para

o fortalecimento da governança dessas empresas (Fontes, 2018). Entre as obrigações previstas para empresas com controle governamental instituídas pela Lei 13.303/2016 estão critérios específicos para escolha e avaliação de administradores e instalação dos principais órgãos de fiscalização e controle.

Metodologia

A população da pesquisa são as empresas de capital aberto com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra foi composta por 300 empresas listadas na [B]³ em 2020 que divulgaram todas as informações necessárias à análise, excluindo empresas em recuperação judicial e empresas que cujas ações apresentam índices de liquidez em bolsa mínimo (0,1). Fez-se esta restrição (liquidez em bolsa) para analisar apenas empresas que efetivamente estejam movimentando o mercado de capitais brasileiro, sujeitas a uma relação de agência mais clara entre acionistas minoritários e administradores/controladores. Foi escolhido o ano de 2020 por ser o último exercício social com informações disponíveis no momento da coleta de dados (primeiro semestre de 2021).

Os dados foram coletados de documentos institucionais referentes ao ano de 2020 disponíveis no sítio eletrônico da CVM. O controle acionário foi identificado por meio de análise do item 15 do formulário de referência, seguindo a

metodologia de Crisóstomo e Brandão (2019). No item 15.3 a empresa deve declarar se existe, ou não, acionista que controla a empresa e divulgar seu nome. 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 controle acionário foi classificado em cinco categorias: familiar, quando o acionista controlador é 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.

Para analisar a estrutura de governança corporativa foram coletadas informações do formulário de referência, do informe de governança e do estatuto social das empresas, relativas à composição e práticas dos órgãos de administração (conselho de administração e da diretoria executiva) e instalação de órgãos de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna). Após a coleta, foram categorizadas 11 características da estrutura de governança corporativa, mostradas no Quadro 1.

Item	Características	Descrição	Fonte de dados
Composição da administração	Independência do CA	Presença de membros do CA não indicados pelo controlador e de membros do CA independentes	Item 12.5/6 do FR
	Sobreposição entre DE e CA	Presença de executivos no CA e de dualidade do CEO	Item 12.5/6 do FR
	Relações entre administradores	Relações familiares e de subordinação entre membros do CA e da DE	Item 12. 9/10 do FR
	Diversidade de gênero	Presença de mulheres no CA e na DE	Item 12.5/6 do FR
Práticas da administração	Avaliação dos administradores	Presença de mecanismos de avaliação dos membros do CA e da DE	Itens 2.4 e 3.3 do ICG
	Mandato do CA	Duração do mandato dos membros do CA	Item 12.1 do FR e ES
	Mandato da DE	Duração do mandato dos membros da DE	Item 12.1 do FR e ES
	Remuneração variável	Presença de remuneração variável para membros do CA e da DE	Itens 13.1 e 13.2 do FR
	Remuneração de longo prazo	Presença de remuneração de longo prazo para membros do CA e da DE	Itens 13.1 e 13.2 do FR
Fiscalização e controle	Conselho fiscal	Instalação do conselho fiscal (temporário ou permanente)	Itens 12.1 e 12.5/6 do FR
	Controle interno	Instalação de comitê de auditoria e de auditoria interna ligados ao conselho de administração	Item 12.1 do FR e item 5.4 do ICG

Quadro 1. Características da estrutura de governança corporativa analisadas

CA: conselho de administração. DE: diretoria executiva. FR: formulário de referência. ES: estatuto social. ICG: informe do código de governança.

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

A associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa foi analisada por meio de análise de correspondência. Inicialmente foi processado o teste qui-quadrado para proporções a partir das tabelas de contingência entre o tipo de controle acionário e as 11 características da estrutura de governança corporativa categorizadas, a fim de se verificar a adequabilidade da análise de correspondência (HAIR JR et al., 2009). Para as associações cujo teste qui-quadrado apresentou significância estatística a nível de 5% foi processada a

análise de correspondência pelo comando ANACOR do software SPSS 20®.

Como o propósito da análise é verificar associações entre linhas e colunas, foram construídos mapas perceptuais com os valores de similaridades simétricas resultantes das duas dimensões com maior inércia da análise de correspondência. Para cada associação foram construídos dois mapas perceptuais, utilizando valores de similaridades calculados a partir da distância qui-quadrado.

drado (ponderada a partir da representatividade de cada categoria) e da distância euclidiana (que não utiliza ponderações). A utilização adicional da distância euclidiana deve-se à presença de categorias com baixa representatividade em algumas categorias, o que prejudica a construção de mapas perceptuais construídos a partir da distância qui-quadrado (Hair, Black, Babin, Anderson, & Tatham,, 2009).

Resultados e Discussão

Na Tabela 1 é apresentada a análise descritiva do tipo de controle acionário. O controle familiar é o mais recorrente, ao passo que se observou reduzido número de empresas com controle governamental. Cabe destacar que 7 empresas amostradas (2,3%) têm como acionista controlador investidores institucionais (fundos de investimento sem acionista controlador definido e fundos de pensão), que foram categorizadas como controle empresarial.

A apresentação dos resultados da análise de correspondência foi estruturada de acordo com o item da estrutura de governança corporativa analisado (Quadro 1): composição da administração; práticas da administração; e fiscalização e controle. Para cada item inicialmente é mostrada a tabela de contingência de associação entre controle acionário (coluna) e cada característica analisada (linha), destacando a frequência absoluta (N) e percentual (%) da coluna (Tabelas 2, 3 e 4). Em seguida, são mostrados os mapas perceptuais construídos com distância qui-quadrado e distância euclidiana das associações que apresentaram significância estatística a 5% nos testes qui-quadrado para proporções (Figuras 1, 2 e 3). Ressalte-se que devido ao baixo número de empresas com controle governamental este tipo de controle acionário apresentou valores atípicos quando utilizada a distância qui-quadrado.

	N	%
Disperso	48	16,0
Compartilhado	62	20,6
Familiar	111	37,0
Empresarial	54	18,0
Governamental	25	8,3

Tabela 1. Controle acionário

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Controle acionário e composição da administração

Na Tabela 2 são apresentadas as tabelas de contingência da associação entre controle acionário e características

da composição da administração. Das quatro características analisadas, os testes qui-quadrado indicaram que três têm associação com o tipo de controle acionário: independência do conselho de administração, relação entre órgãos

de administração e relação entre administradores. Para estas características foi processada a análise de correspondência, cujos mapas perceptuais resultantes estão reproduzidos na Figura 1.

Não foi encontrada associação entre controle acionário e diversidade de gênero.

Composição da administração		Controle acionário										Total	
		DISP		COMP		FAM		EMP		GOV			
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Independência do CA (X²: 84,26***)	MIN	4	8,3	3	4,8	19	17,1	10	19,2	8	32,0	44	14,7
	IND	1	2,1	24	38,7	34	30,6	14	26,9	0	0,0	73	24,3
	MIN&IND	42	87,5	30	48,4	30	27,0	20	38,5	17	68,0	139	46,3
	SIND	1	2,1	5	8,1	28	25,2	10	19,2	0	0,0	44	14,7
Relação entre CA e DE (X²: 40,36***)	EXEC	12	25,0	23	37,1	47	42,3	31	59,6	21	84,0	134	44,7
	SEXEC	34	70,8	38	61,3	50	45,0	19	36,5	4	16,0	145	48,3
	DUALCEO	2	4,2	1	1,6	14	12,6	4	7,7	0	0,0	21	7,0
Relações entre administradores (X²: 117,58***)	RFAM	7	14,6	11	17,7	34	30,6	7	13,5	0	0,0	59	19,7
	RSUB	9	18,8	14	22,6	16	14,4	30	57,7	13	52,0	82	27,3
	RFAM&SUB	3	6,3	29	46,8	46	41,4	9	17,3	0	0,0	87	29,0
	SRELAC	29	60,4	8	12,9	15	13,5	8	15,4	12	48,0	72	24,0
Diversidade de gênero (X²: 17,37)	DIVERCA	20	41,7	13	21,0	27	24,3	18	34,6	10	40,0	88	29,3
	DIVERDE	7	14,6	9	14,5	12	10,8	6	11,5	5	20,0	39	13,0
	DIVERCA&DE	10	20,8	18	29,0	24	21,6	12	23,1	7	28,0	71	23,7
	SDIVER	11	22,9	22	35,5	48	43,2	18	34,6	3	12,0	102	34,0

Tabela 2. Controle acionário e composição da administração (tabelas de contingência)

Notas: conselho de administração (CA); diretoria executiva (DE); controle disperso (DISP); controle compartilhado (COMP); controle familiar (FAM); controle empresarial (EMP); controle governamental (GOV); presença de membros do CA não indicados pelo controlador (MIN); presença de membros do CA independentes (IND); presença de membros do CA não indicados pelo controlador e independentes (MIN&IND); ausência de membros do CA não indicados pelo controlador e independentes (SIND); presença de executivos no CA sem dualidade do CEO (EXEC); ausência de executivos no CA (SEXEC); diretor-presidente ocupa o cargo de presidente do CA (DUALCEO); presença de relações familiares entre membros do CA e/ou DE (RFAM); presença de relações de subordinação entre membros do CA e/ou DE (RSUB); presença de relações familiares e de subordinação entre membros do CA e/ou da DE (RFAM&SUB); ausência de relações familiares e de subordinação entre membros do CA e/ou da DE (SRELAC); diversidade de gênero no CA (DIVERCA); diversidade de gênero na DE (DIVERDE); diversidade de gênero no CA e na DE (DIVERCA&DE); e ausência de diversidade de gênero no CA e na DE (SDIVER); Qui-quadrado (X^2) com p-valor < 0,000 (***).

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

A independência do conselho de administração foi mensurada pela presença de conselheiros não indicados pelo acionista controlador e de conse-

lheiros independentes. A tabela de contingência (Tabela 2) indica que nas empresas com controle disperso e governamental predominam conselhos de

administração com membros independentes e indicados por acionistas minoritários. Quanto ao controle compartilhado, aproximadamente 88% das empresas têm conselheiros independentes, mas em apenas 48% há membros indicados por acionistas minoritários. Em empresas com controle familiar e empresarial, não há característica predominante quanto à independência do conselho de administração, mas há maior percentual de conselhos de administração sem de conselheiros independentes e indicados por minoritários.

A análise dos mapas perceptuais (Figura 1) corrobora a análise descritiva, indicando: associação da presença de conselheiros independentes e indicados por minoritários (IND&MIN) com o controle disperso (DISP); associação da presença de conselheiros independentes (IND) com o controle compartilhado (COMP); e associação da ausência de conselheiros independentes e indicados por minoritários com o controle (SIND) com o controle familiar (FAM) e o controle empresarial (EMP). O Controle governamental (GOV), embora tenha mostrado proximidade com a indicação de conselheiros por acionistas minoritários (MIN), não ficou clara no mapa perceptual esta associação.

A sobreposição entre os órgãos de administração foi medida pela participação de diretores executivos no conselho de administração. A tabela de contingência (Tabela 2) indicou que empresas com controle disperso e compartilhado prezam por maior independência entre os órgãos da administração, com conselhos de administração em sua maioria compostos somente por membros não pertencentes à diretoria executiva. Por outro lado, em empresas com controle familiar, empresarial e governamental é mais comum a presença de executivos no conselho de administração. A dualidade do CEO é pouco comum nas empresas amostradas, sendo mais presente nas empresas com controle familiar.

Os mapas perceptuais (Figura 2) indicam que a separação total entre diretoria executiva e conselho de administração (SEXEC) está associada ao controle disperso (DISP) e compartilhado (COMP), confirmando os resultados da análise descritiva. Nos outros três tipos de controle, verificou-se associação da presença de executivos no conselho de administração (EXEC) com o controle governamental (GOV) e empresarial (EMP) e da dualidade do CEO (DUALCEO) com o controle familiar (FAM).

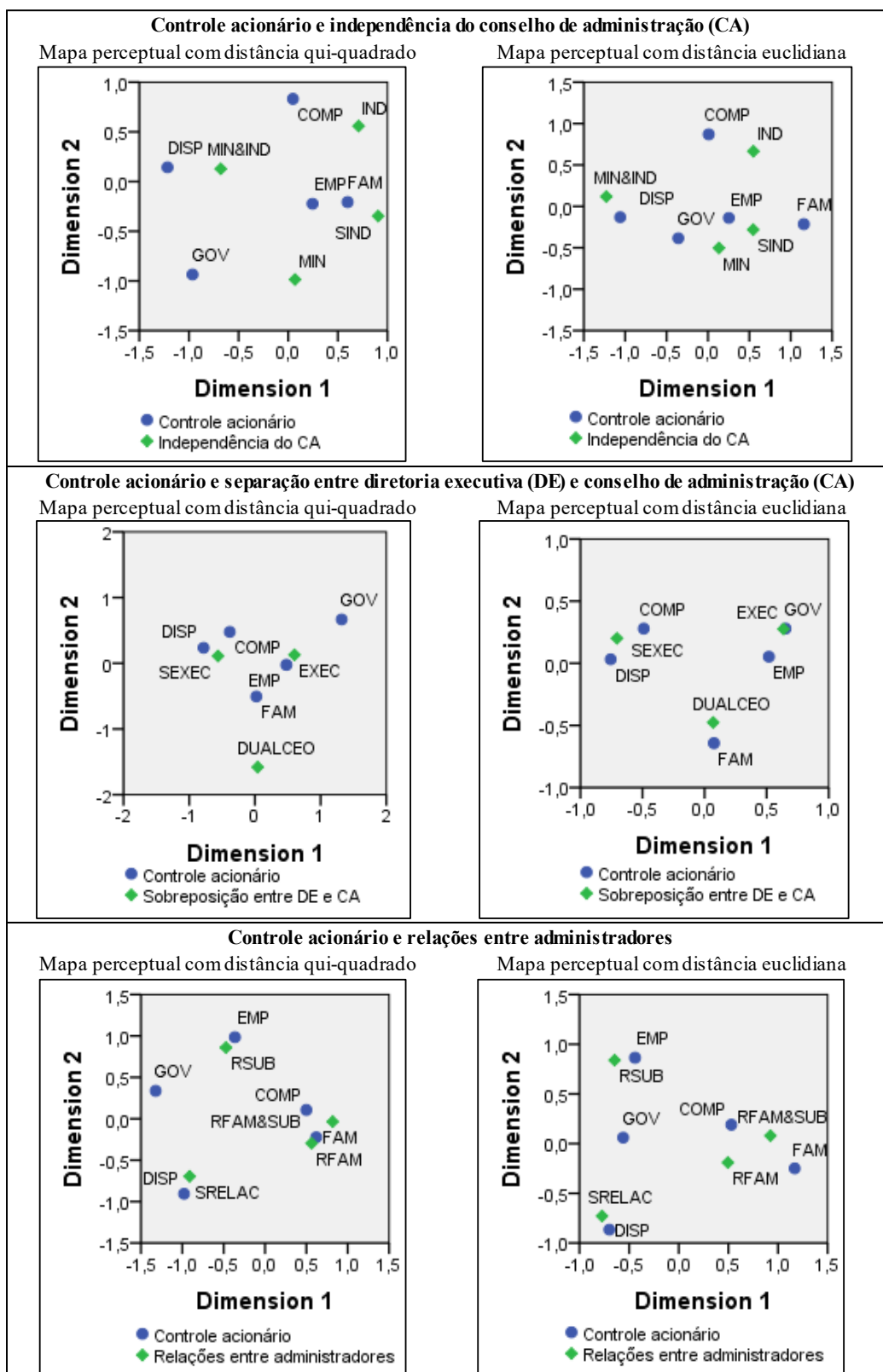


Figura 1. Controle acionário e composição da administração (mapas perceptuais)

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Relações entre administradores foram analisadas pela presença de relações familiares e de subordinação entre membros do conselho de administração e da diretoria executiva. Pela tabela de contingência (Tabela 2) observa-se que a maior parte das empresas com controle disperso não apresenta relações familiares ou de subordinação. Nas empresas com controle empresarial e governamental predominam relações de subordinação, em que um administrador da controladora assume um cargo na diretoria executiva ou no conselho de administração da controlada. Nas empresas com controle familiar, por sua vez, predominam relações familiares, em que dois ou mais membros da mesma família assumem posições nos órgãos de administração da empresa ou de outras empresas do mesmo grupo econômico. Quando o controle é compartilhado observa-se que não há um tipo de relação predominante, sendo elevado o percentual de empresas com ambos os tipos de relações (familiar e de subordinação).

Os mapas perceptuais (Figura 1) confirmam que a ausência de relações familiares e de subordinação (SRELAC) está associada ao controle disperso (DISP) e que a presença de relações de subordinação (RSUB) está associada ao controle empresarial (EMP). A presença de relações familiares, isoladamente (RFAM) ou com relações de subordinação (RFAM&SUB), está associada ao controle compartilhado (COMP) e fa-

miliar (FAM). Embora a tabela de contingência tenha mostrado a maior parte das empresas com controle governamental (GOV) apresenta relações de subordinação (RSUB), os mapas perceptuais não confirmam esta associação, provavelmente devido ao grande número destas empresas que não tem nenhum tipo de relação entre seus administradores (SREL).

A diversidade de gênero foi identificada pela presença de mulheres nos órgãos de administração. A tabela de contingência (Tabela 2) indica que a participação feminina é mais comum no conselho de administração do que na diretoria executiva em todos os tipos de controle acionário investigados. A ausência de significância estatística no teste de diferença de proporções (X^2) confirma que o tipo de controle acionário não está associado à diversidade de gênero nos órgãos de administração. Ademais, observou-se que aproximadamente um terço das empresas analisadas (102) são administradas somente por homens, indicando a necessidade de as empresas avançarem no que tange à igualdade de gênero nos cargos de alta administração.

Controle acionário e práticas da administração

As tabelas de contingência da associação entre controle acionário e práticas da administração (avaliação, mandato e remuneração) são mostradas na Tabela 3. Testes qui-quadrado indica-

ram que há associação significativa entre controle acionário e práticas relativas à avaliação e ao mandato dos administradores. Para estas práticas foi processada a análise de correspondência, cujos mapas perceptuais estão dispostos na Figura 2. Por outro lado, não se verificou associação do controle acionário com o tipo de remuneração dos administradores (variável e de longo prazo).

A avaliação dos administradores foi medida pela presença de mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e da diretoria executiva. Sete empresas avaliam apenas o conselho de administração, e foram agrupadas com as empresas que avaliam os dois órgãos da administração. A análise da tabela de contingência (Tabela 3) indica que a maior parte das empresas com controle disperso e governamental possui mecanismos formais dos dois órgãos de administração (conselho de administração e diretoria executiva). Para os demais tipos de controle (compartilhado, familiar e empresarial) não se observou uma característica predominante quanto à avaliação do conselho de administração e da diretoria executiva, mas merece destaque o elevado percentual de empresas com controle familiar que não avaliam formalmente nenhum dos dois órgãos (29%).

Os mapas perceptuais (Figura 2) revelam que a presença de mecanismos de avaliação dos dois órgãos que compõe a administração (AVALCA&DE)

está associada ao controle governamental (GOV). A avaliação apenas da diretoria executiva está associada ao controle disperso (DISP), compartilhado (COMP) e empresarial (EMP). Já a ausência de mecanismos formais de avaliação dos dois órgãos (SAVAL) está associada ao controle familiar (FAM).

O prazo de mandato dos administradores (conselho de administração e diretoria executiva) predominante na amostra é de dois anos, conforme pode ser observado na tabela de contingência (Tabela 3). Entretanto, empresas com controle familiar e empresarial tendem a ter mandatos de administradores com prazo diferente: mais de um terço das em empresas com controle familiar apresentam mandato do conselho de administração e da diretoria executiva de apenas um ano, e metade das empresas com controle empresarial apresenta mandato da diretoria executiva de três anos.

Corroborando a tabela de contingência, os mapas perceptuais (Figura 2) indicam que mandatos de dois anos para conselho de administração e diretoria executiva estão associados ao controle disperso (DISP), compartilhado (COMP) e governamental (GOV). Mandatos de três anos para ambos os órgãos estão associados ao controle empresarial (EMP) e mandatos de um ano estão associados ao controle familiar (FAM). Análises de correspondência adicionais, cujos resultados não reportados, mostraram que o prazo de mandato da diretoria executiva está positivamente associado com o prazo de mandato do

conselho de administração, o que indica que as empresas tendem a uniformizar

o prazo de mandato dos seus administradores e explica a semelhança nos resultados da análise de correspondência.

Práticas da administração		Controle acionário								Total			
		DISP		COMP		FAM		EMP				GOV	
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Avaliação dos administradores (X²: 34,75***)	AVALDE	19	39,6	24	38,7	39	35,1	24	46,2	0	0,0	106	35,3
	AVALCA&DE	26	54,2	30	48,4	42	37,8	25	48,1	22	88,0	145	48,3
	SAVAL	3	6,3	8	12,9	30	27,0	5	9,6	3	12,0	49	16,3
Mandato do CA (X²: 31,69***)	1 ano	9	18,8	12	19,4	37	33,3	10	19,2	1	4,0	69	23,0
	2 anos	38	79,2	43	69,4	55	49,5	33	63,5	24	96,0	193	64,3
	3 anos	1	2,1	7	11,3	19	17,1	11	21,2	0	0,0	38	12,7
Mandato da DE (X²: 50,62***)	1 ano	6	12,5	14	22,6	43	38,7	10	19,2	3	12,0	76	25,3
	2 anos	33	68,8	33	53,2	39	35,1	18	34,6	22	88,0	145	48,3
	3 anos	9	18,8	15	24,2	29	26,1	26	50,0	0	0,0	79	26,3
Remuneração variável (X²: 10,22)	REMVDE	23	47,9	36	58,1	55	49,5	28	53,8	18	72,0	160	53,3
	REMVCA&DE	10	20,8	11	17,7	16	14,4	11	21,2	0	0,0	48	16,0
	SREMV	15	31,3	15	24,2	40	36,0	15	28,8	7	28,0	92	30,7
Remuneração de longo prazo (X²: 18,88*)	REMLPCA	3	6,3	7	11,3	3	2,7	3	5,8	0	0,0	16	5,3
	REMLPDE	10	20,8	21	33,9	32	28,8	19	36,5	11	44,0	93	31,0
	REMLPCA&DE	12	25,0	12	19,4	15	13,5	11	21,2	2	8,0	52	17,3
	SREMLP	23	47,9	22	35,5	61	55,0	21	40,4	12	48,0	139	46,3

Tabela 3. Controle acionário e práticas da administração (tabelas de contingência)

Notas: conselho de administração (CA); diretoria executiva (DE); controle disperso (DISP); controle compartilhado (COMP); controle familiar (FAM); controle empresarial (EMP); controle governamental (GOV); avaliação da DE (AVALDE); avaliação do CA e da DE (AVALCA&DE); ausência de avaliação do CA e da DE (SAVAL); membros do CA e da DE com mandato de um ano (1 ano), dois anos (2 anos) ou três anos (3 anos); remuneração variável para DE (REMVDE); remuneração variável para CA e DE (REMVCA&DE); ausência de remuneração variável para CA e DE (Sem REMVAR); remuneração de longo prazo para CA (REMLPCA); remuneração de longo prazo para DE (REMLPDE); remuneração de longo prazo para CA e DE (REMLPCA&DE); ausência de remuneração de longo prazo para CA e DE (SREMLP); Qui-quadrado (X^2) com p-valor < 0,01 (*) e < 0,000 (**).

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

As outras práticas da administração referem-se ao tipo de remuneração: variável e de longo prazo. Uma empresa fornece remuneração variável apenas para membros do conselho de administração, e foi agrupada junto

com empresas que fornecem remuneração variável para os dois órgãos da administração. A tabela de contingência (Tabela 3) indica predominância de remuneração variável apenas para a diretoria executiva, independentemente do tipo de controle acionário.

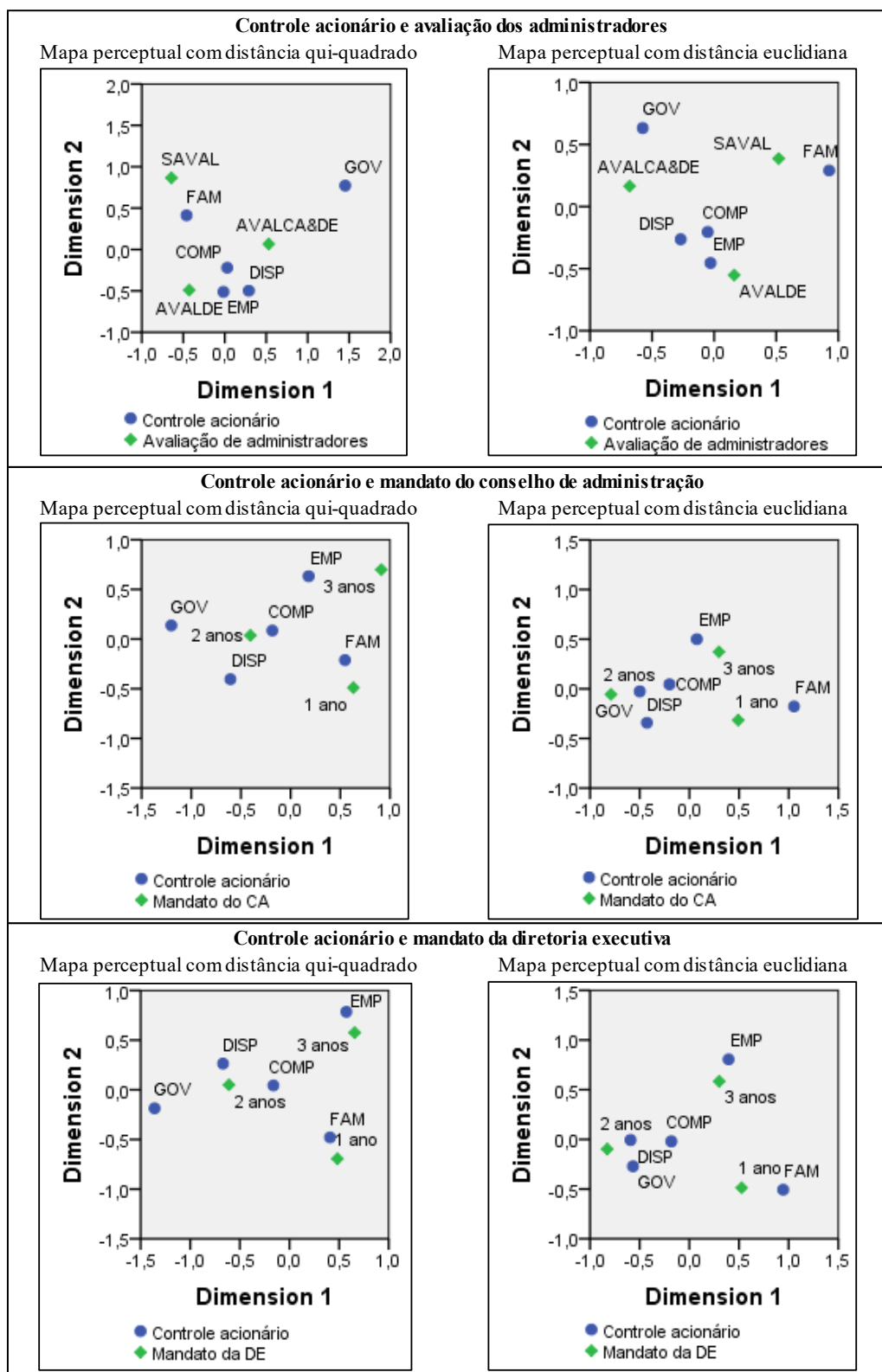


Figura 2: Controle acionário e práticas da administração (mapas perceptuais)
Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Além disso, a remuneração de longo prazo, cujo principal componente são as opções de ações, é menos utilizada, mas também é mais comum para a diretoria executiva. O conselho de administração, por sua vez, tem predominantemente remuneração fixa (sem remuneração variável e de longo prazo). A ausência de significância estatística no teste de diferença de proporções (X^2) indica que o tipo de controle acionário não está associado ao tipo de remuneração percebido por conselheiros e diretores executivos. Análises de correspondência adicionais, cujos resultados não reportados, revelam associação entre os tipos de remuneração investigados, indicando que as empresas que adotam remuneração variável para seus administradores tendem a adotar também remuneração de longo prazo.

Controle acionário e sistema de fiscalização e controle

Na Tabela 4 são apresentadas as tabelas de contingência entre controle acionário e instalação de órgãos de fiscalização e controle. Para os dois tipos de órgãos analisados (conselho fiscal e órgãos de controle interno) foi verificada associação com o tipo de controle acionário, de acordo com os testes qui-quadrado. Na Figura 3 são reportados os mapas perceptuais da análise de correspondência referentes a estas associações.

A instalação do conselho fiscal foi categorizada de acordo com o tipo de instalação deste órgão: se instalado permanentemente, temporariamente no

exercício social de 2020 ou não instalado no exercício social de 2020. A tabela de contingência (Tabela 4) mostra que quase a totalidade das empresas com controle governamental tem o conselho fiscal instalado permanentemente. Por outro lado, este órgão não é instalado na maior parte das empresas com controle compartilhado. Para os demais tipos de controle acionário (disperso, empresarial e familiar), o conselho fiscal foi instalado temporariamente ou não foi instalado no ano de 2020.

A análise dos mapas perceptuais (Figura 3) revelou que todos os tipos de controle acionário estão associados com a instalação do conselho fiscal. A instalação permanente deste órgão (CFPERM) está associada ao controle governamental (GOV). Sua instalação em caráter temporário no exercício social de 2020 (CFTEMP) está associada ao controle familiar (FAM) e empresarial (EMP). Já a não instalação do conselho fiscal em 2020 (SCF) está associada ao controle disperso (DISP) e compartilhado (COMP).

Também foi investigada no âmbito do conselho de administração a instalação de dois órgãos responsáveis pelo controle interno da empresa: comitê de auditoria e auditoria interna. Observa-se na tabela de contingência (Tabela 4) que a maior parte das empresas com controle disperso e governamental tem ambos os órgãos instalados. Por outro lado, aproximadamente metade das empresas com controle familiar não apresentam estes órgãos. Embora tenha se observado que aproximadamente

um terço das empresas com controle compartilhado e empresarial também não tenham comitê de auditoria e audi-

toria interna, a maior parte destas empresas tem ao menos um destes órgãos instalados, com destaque para o comitê de auditoria.

Fiscalização e controle		Controle acionário								Total			
		DISP		COMP		FAM		EMP				GOV	
		N	%	N	%	N	%	N	%	N	%	N	%
Conselho fiscal (X²: 96,28***)	CFTEMP	17	35,4	22	35,5	54	48,6	23	44,2	1	4,0	117	39,0
	CFPERM	10	20,8	8	12,9	11	9,9	13	25,0	24	96,0	66	22,0
	SCF	21	43,8	32	51,6	46	41,4	18	34,6	0	0,0	117	39,0
Controle interno (X²: 43,98***)	CAU	12	25,0	9	14,5	12	10,8	8	15,4	2	8,0	43	14,3
	AI	1	2,1	5	8,1	6	5,4	7	13,5	2	8,0	21	7,0
	CAU&AI	26	54,2	26	41,9	37	33,3	21	40,4	21	84,0	131	43,7
	SCI	9	18,8	22	35,5	56	50,5	18	34,6	0	0,0	105	35,0

Tabela 4. Controle acionário e sistema de fiscalização e controle (tabelas de contingência)

Notas: conselho fiscal (CF); comitê de auditoria (CAU); auditoria interna (AI); controle disperso (DISP); controle compartilhado (COMP); controle familiar (FAM); controle empresarial (EMP); controle governamental (GOV); CF instalado temporariamente (CFTEMP); CF instalado permanentemente (CFPERM); CF não instalado (SCF); instalação de CAU ligado ao conselho de administração (CAU); instalação AI ligada ao conselho de administração (AI); instalação de CAU e AI ao conselho de administração (CAU*AI); ausência de CUA e AI ligados ao conselho de administração (SCI); Qui-quadrado (X²) com p-valor < 0,000 (***).

Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Os mapas perceptuais (Figura 3) mostraram associação da instalação concomitante do comitê de auditoria e da auditoria interna (CAU&AI) com o controle governamental (GOV). A presença apenas do comitê de auditoria (CAU) é associada ao controle disperso

(DISP), enquanto a presença apenas da auditoria interna (AI) é associada ao controle compartilhado (COMP) e empresarial (EMP). A ausência dos dois órgãos de controle interno (SCI) está associada ao controle familiar (FAM).

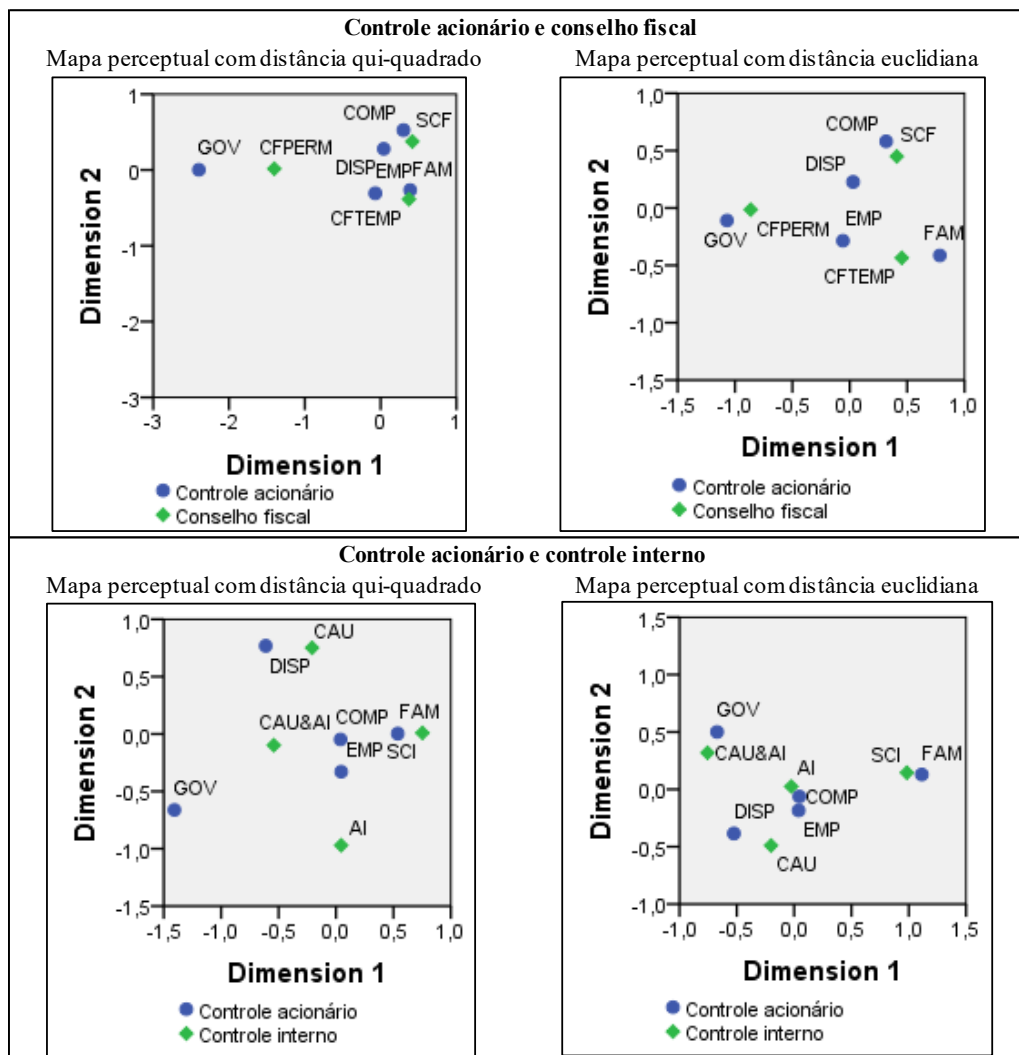


Figura 3. Controle acionário e sistema de fiscalização e controle (mapas perceptuais)
Fonte: Dados da pesquisa, 2023.

Discussão de resultados

O trabalho investigou a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto. O tipo de controle acionário foi categorizado em disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental. Foram analisadas características referentes a composição, avaliação, mandato e remuneração dos órgãos de administração (conselho de administração e diretoria

executiva) e instalação de órgãos de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna). Os resultados indicam que, das onze características analisadas apenas três não estão associadas ao controle acionário: diversidade de gênero, remuneração variável e remuneração de longo prazo.

Empresas com *controle disperso* são caracterizadas pela ausência de acionista controlador, o que torna mais clara a separação entre propriedade e administração (Crisóstomo & Brandão,

2019). Os resultados indicam que nestas empresas há menor participação direta dos acionistas na administração, com maior independência e ausência de executivos no conselho de administração e ausência de relações familiares e de subordinação nos órgãos de administração.

A literatura aponta que há maior necessidade de um sistema de monitoramento e controle gerencial nas empresas sem acionista controlador, devido à dificuldade de monitoramento direto dos acionistas sobre os atos dos gestores (Aguilera et al., 2012; Desender et al., 2013). Neste sentido, observou-se que empresas com controle disperso tendem a avaliar os órgãos de administração, sobretudo a diretoria executiva, responsável pelas decisões de gestão. Ademais, o conselho de administração destas empresas dispõe de órgãos responsáveis pelo controle interno, em especial o comitê de auditoria. A independência do conselho de administração nas empresas com controle disperso e a estrutura de controle interno que assessoria este órgão no monitoramento dos atos de gestão podem funcionar como mecanismos de governança corporativa substitutos às funções do conselho fiscal, cuja instalação é pouco observada nestas empresas.

No *controle compartilhado* dois ou mais acionistas sem relação familiar e não pertencentes ao mesmo grupo econômico assumem a posição de controle acionário. Embora haja risco de usufruto de benefícios privados de controle

em detrimento dos acionistas minoritários, a literatura tem apontado que o controle compartilhado é benéfico para a governança corporativa da empresa (Cristóstomo & Brandão, 2019; Silveira et al., 2009). De fato, os resultados indicam que o compartilhamento do controle favorece a função de monitoramento: independência do conselho de administração, separação entre as decisões de controle e de gestão, avaliação dos executivos e instalação de órgãos de controle interno.

Outra característica observada nas empresas com controle compartilhado foi a participação direta dos acionistas que participam do grupo de controle na administração da empresa, por meio de relações familiares e de subordinação, diferentemente do que ocorre nas empresas com controle disperso. O conselho fiscal, instrumento de fiscalização que acionistas minoritários dispõe para monitorar a administração (Lamb, 2014), é pouco presente nas empresas com controle compartilhado, o que pode ser prejudicial à governança destas empresas.

Empresas com *controle familiar* formam o grupo com maior representatividade na amostra. Uma das principais características destas empresas é sobreposição entre controle acionário e os órgãos de administração (Salvato & Moores, 2010). Corroborando este argumento, as empresas com controle familiar estudadas apresentam menor independência do conselho de administração, maior participação de executivos

no conselho de administração e presença de relações familiares nos órgãos de administração.

A presença de membros da família controladora nos órgãos de administração pode ajudar a explicar a ausência de mecanismos formais de avaliação e de órgãos de fiscalização e controle, sob o ponto de vista dos acionistas controladores de empresas com controle familiar: como os controladores estão diretamente envolvidos no processo de tomada de decisão da empresa, não seria necessário dispendir recursos com outros mecanismos de monitoramento gerencial (Aguilera et al., 2012). Entretanto, esta falta de mecanismos formais de monitoramento aliada à sobreposição entre controle acionário e administração eleva a possibilidade de usufruto de benefícios privados do controle, o que pode prejudicar a reputação das empresas familiares perante investidores. Ademais, o mandato mais curto dos administradores observado nas empresas com controle familiar não deve prejudicar projetos de longo prazo, dada a presença de membros da família controladora nos órgãos de administração.

Empresas controladas por outras empresas ou administradoras de recursos de terceiros (fundos de investimento sem acionista controlador definido e fundos de pensão) foram categorizadas como de *controle empresarial*. Os resultados indicam que as características da estrutura de governança destas empresas se assemelham à de empresas familiares, com participação direta do

acionista controlador no processo de tomada de decisão: conselhos de administração menos independentes, participação de executivos no conselho de administração e presença de relações de subordinação nos órgãos de administração (provavelmente administradores da empresa controladora). Esta sobreposição entre controle e administração pode facilitar o uso dos recursos da empresa controlada para beneficiar a empresa controladora, sobretudo com transações com partes relacionadas (Claessens & Yurtoglu, 2013; Weiss & Hilger, 2012).

A estrutura de monitoramento gerencial das empresas com controle empresarial, por outro lado, é mais completa do que nas empresas com controle familiar, com mecanismos de avaliação dos administradores (em especial dos diretores executivos) e instalação de órgãos de controle interno no âmbito do conselho de administração. Outra especificidade das empresas com controle empresarial é o mandato dos administradores maior do que nas demais empresas amostradas, que pode ser benéfica ou prejudicial para a empresa: por um lado, contribui para uma visão gerencial de longo prazo; por outro lado, pode favorecer o entrenchamento dos administradores.

Sociedades de economia mista, que apresentam *controle governamental*, estão pouco presentes no mercado de ações brasileiro. Entretanto, os resultados indicam que sua estrutura de governança corporativa difere das demais

empresas com controle majoritário (familiar e empresarial). O conselho de administração é mais independente, com membros não indicados pelo controlador e independentes. Por sua vez, o sistema de fiscalização e controle é mais completo, com avaliação formal dos órgãos de administração, instalação permanente do conselho fiscal e presença de comitê de auditoria e auditoria interna ligados ao conselho de administração. Uma possível explicação para estas características específicas das empresas com controle governamental são as exigências impostas pela lei das sociedades de economia mista (Lei nº. 13.303/2016), que se tornou obrigatória a partir de 2018.

O que não difere as empresas com controle governamental das empresas com controle familiar e empresarial é a sobreposição entre controle acionário e administração: presença de relações de subordinação na metade das empresas, provavelmente integrantes do governo que assumem cargo no conselho de administração e na diretoria executiva; e presença de executivos no conselho de administração, o que prejudica a função monitoramento do conselho de administração. Estas características facilitam o uso da empresa para fins políticos (Shleifer & Vishny, 1997).

Conclusão

O presente estudo investigou a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto.

À luz da abordagem contingencial da governança corporativa, os resultados indicam que a definição sobre quais mecanismos de governança corporativa são implementados na empresa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa. Cada tipo de controle acionário estudado (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental) apresenta questões específicas para a governança corporativa da empresa, e os resultados sugerem que a estrutura dos órgãos de administração (conselho de administração e diretoria executiva) e de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna) está associada a estas questões.

A literatura empírica tem focado nas características das empresas familiares, historicamente predominantes no mercado de ações brasileiro. Entretanto, os resultados indicam que outros tipos de controle acionário vêm ganhando espaço neste mercado e que a estrutura de governança apresenta diferenças associadas ao tipo de controle acionário. Observou-se associação do tipo de controle acionário com independência do conselho de administração, sobreposição entre conselho de administração e diretoria executiva, presença de relações familiares e de subordinação entre administradores, avaliação e mandato dos administradores, e instalação dos órgãos de fiscalização e controle.

A associação entre controle acionário e estrutura de propriedade, evidenciada nos resultados deste trabalho,

também traz implicações práticas para os participantes do mercado de capitais brasileiro. Investidores devem considerar as peculiaridades do contexto societário, dentre as quais o controle acionário, ao analisar a estrutura de governança corporativa das empresas objeto de seus investimentos. A proposição de códigos de boa governança, da mesma forma, deve considerar as peculiaridades dos diferentes tipos de controle acionário e práticas de governança corporativa mais apropriadas ao ambiente organizacional de cada empresa, a exemplo do que o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa já buscou fazer ao propor práticas de governança para empresas familiares e sociedades de economia mista. As empresas, por sua vez, devem divulgar quais as características organizacionais que levaram à estrutura de governança corporativa escolhida, o que deve contribuir para a transparência a avaliação desta estrutura por parte dos demais participantes do mercado de capitais.

Finalmente, cabe destacar que este trabalho apresentou a limitação de analisar apenas a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa e suas possíveis motivações a partir do arcabouço teórico da teoria da agência. Estudos futuros podem utilizar métodos mais apropriados para avaliar relações de causalidade entre controle acionário e governança corporativa (como análise de regressão), bem como investigar os efeitos das associações aqui encontradas sobre *outputs* corporativos, como o desempenho contábil

e o valor de mercado. Para avançar na análise da abordagem contingencial da governança corporativa, pode-se investigar o efeito de outros atributos corporativos sobre a estrutura da governança corporativa, bem como buscar outras teorias organizacionais que ajudam a compreender esta abordagem, como a visão baseada em recursos e a teoria dos custos de transação.

Referências

- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. *Organization science*, 19(3), 475-492. <https://doi.org/10.1287/orsc.1070.0322>
- Aguilera, R. V., Desender, K. A., & Castro, L. R. K. (2012). A bundle perspective to comparative corporate governance. In: Clarke, T., & Branson, D. (editors). *The SAGE handbook of corporate governance*. New York: Sage Publications, 379-405.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment-cash flow sensitivity. *Journal of Banking and Finance*, 36(4), 1164-1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Bebchuk, L. A., & Hamdani, A. (2009). The elusive quest for global governance standards. *University of Pennsylvania Law Review*, 157(5), 1263-1317. <http://www.jstor.org/stable/40380267>

- Bertrand, M., & Schoar, A. (2006). The role of family in family firms. *Journal of Economic Perspectives*, 20(2), 73-96. <https://doi.org/10.1257/jep.20.2.73>
- 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.
- Brandão, I. D. F., Vasconcelos, A. C. D., Luca, M. M. M. D., & Crisóstomo, V. L. (2019). Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 28-41. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806610>
- 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. Presidência da República. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/l13303.htm
- 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)
- 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>
- Crisostomo, 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>
- Dedman, E., & Filatotchev, I. (2008). Corporate governance research: A contingency framework. *International Journal of Managerial Finance*, 4(4), 248-258. <https://doi.org/10.1108/17439130810902>

778

Dey, A. (2008). Corporate governance and agency conflicts. *Journal of accounting research*, 46(5), 1143-1181. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x>

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325. <https://www.jstor.org/stable/725104>

Fontes, J. R., Filho. (2018). A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente a Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). *Revista do Serviço Público*, 69, 209-238. <https://doi.org/10.21874/rsp.v69i0.3276>

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. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020150309>

Grupo de Trabalho Interagentes. (2016). *Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas*. São Paulo: IBGC.

Hair, JH. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *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 (JABR)*, 31(2), 593-608. <https://doi.org/10.19030/jabr.v31i2.9156>

Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, S65-S79. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8551.2005.00448>

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 5 ed. São Paulo: IBGC.

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)

Lamb, R. (2014). O conselho fiscal agrega valor para o acionista? In: fontes, J. R.; Leal, R. P. C. *Governança corporativa e criação de valor*. São Paulo: Saint Paul, 191-202.

Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1/2), 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)

Munhós, J. L. (2014). Comitê de auditoria: um instrumento para redução de assimetria entre os sócios administradores e os sócios não administradores. In: fontes, J. R.; Leal, R. P. C. *Governança corporativa e criação de valor*. São Paulo: Saint Paul, 152-162.

Rossetti, J. P.; Andrade, A. (2012). Go-

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/10.1177/0894486510375>

Schulze, W. S., Lubatkin, M. H., Dino, R. N., & Buchholtz, A. K. (2001). Agency relationships in family firms: Theory and evidence. *Organization science*, 12(2), 99-116.
<https://doi.org/10.1287/orsc.12.2.99.10114>

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? *GESTÃO. Org*, 19(1), 52-71.
<https://doi.org/10.51359/1679-1827.2021.239657>

Silveira, A. D. M., Leal, R. P., Carvalhal, A., & Barros, L. A. B. D. C. (2009). Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil.

Revista de Administração da Universidade de São Paulo, 44(3), 173-189.
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.995764>

Tinoco, J. E. P., Escuder, S. A. L., & Yoshitake, M. (2011). O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 175-202.
<https://doi.org/10.5007/2175-8069.2011v8n16p175>

Weiss, C., & Hilger, S. (2012). Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance?. *Journal of Management & Governance*, 16(4), 727-752.
<https://doi.org/10.1007/s10997-011-9170-9>

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>

Agradecimentos:

Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Ceará (IFCE)
A Fundação Cearense de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico (FUNCAP)

Isac de Freitas Brandão (isac.freitas@ifce.edu.br)* trabalhou na definição do problema e da metodologia de pesquisa, na construção da revisão de literatura, na análise e discussão dos resultados e na redação/revisão do manuscrito.

Laiane de Aguiar Silva (layaneaguiar22@gmail.com) trabalhou na definição da metodologia da pesquisa, e na coleta, análise e discussão dos resultados.

Francisco Valdenuso Almeida Silva (afranciscovaldenuso@gmail.com) trabalhou na coleta, análise e discussão dos resultados.

*Autor-correspondente.

Data de Submissão: 18/01/2022. Data de Aprovação: 15/02/2023.

Editor-Chefe: André Luiz Maranhão de Souza-Leão.

Editor Adjunto: Bruno Melo Moura.

Editores da submissão: Denis Silva da Silveira e Jairo Simião Dornelas.

Esta obra está licenciada sob uma Licença Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY NC 4.0). Esta licença permite que outros distribuam, remixem, adaptem e criem a partir do trabalho, para fins não comerciais, desde que lhe atribuam o devido crédito pela criação original. Texto da licença: https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/deed.pt_BR.