

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Marcia Ferraz Meneghel

**O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO  
DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS  
*CORPORATIONS* LISTADAS NA B3**

Santa Maria, RS  
2022

Marcia Ferraz Meneghel

**O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO  
DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS *CORPORATIONS*  
LISTADAS NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS), como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Patrícia Maria Bortolon

Santa Maria, RS  
2022

MENEGHEL, MARCIA FERRAZ

O impacto da estrutura de propriedade e controle no desempenho e governança corporativa das corporations listadas na B3 / MARCIA FERRAZ MENEGHEL.- 2022.

92 p.; 30 cm

Orientador: Patricia Maria Bortolon

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2022

1. Corporation 2. Desempenho 3. Estrutura de propriedade e controle 4. Governança Corporativa I. Maria Bortolon, Patricia II. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Patta CRB 10/1728.

Declaro, MARCIA FERRAZ MENEGHEL, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

**Marcia Ferraz Meneghel**

**O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO  
DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS *CORPORATIONS*  
LISTADAS NA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Aprovada em 30 de setembro de 2022.

---

**Patrícia Maria Bortolon, Dra. (UFSM)**  
**(Presidente/Orientadora)**

---

**Igor Bernardi Souza, Dr. (UFSM)**  
**(Membro Interno)**

---

**Vagner Antônio Marques, Dr. (UFES)**  
**(Membro Externo)**

Santa Maria, RS  
2022

## AGRADECIMENTOS

A concretização dessa etapa só se fez possível devido ao apoio e auxílio de inúmeras pessoas. Primeiramente agradeço a Deus por ter me proporcionado chegar até aqui com saúde, e comprometimento com meus objetivos, apesar das inúmeras dificuldades encontradas durante o trajeto e por conduzir a minha vida pautada em valores como a integridade, respeito, responsabilidade e equilíbrio.

À minha família pelo suporte nos momentos difíceis e pelas lições de persistência que norteiam a minha vida. Agradeço aos meus amigos pela amizade, compreensão nos momentos de ausência e por acrescentarem tantas alegrias em minha vida. Aos meus colegas de trabalho e profissão por agregar conhecimento e por contribuírem diretamente na realização do mestrado.

Aos meus colegas de Pós-Graduação pela união, companheirismo e amizade que fizeram desse caminho árduo, mais leve. Por compartilhar momentos de dúvidas, tristezas, incertezas, mas principalmente de aprendizados, alegrias e realizações. Agradeço aos professores desta Instituição de ensino e do PPGCC que compartilharam os seus conhecimentos, para que pudéssemos desenvolver nossas competências durante esse período.

À minha orientadora professora Dra. Patrícia Bortolon, por ter me orientado e auxiliado na pesquisa, pela troca de experiências e *expertise* na área. Um agradecimento especial ao professor Dr. Vinicius Zonatto (UFES) e à minha colega e amiga Ana Mariella, que são pessoas nobres e admiráveis e que me dedicaram todo o apoio e incentivo para continuar. Agradeço ao professor Dr. Vagner Marques (UFES) por gentilmente ter me acolhido e contribuído com todo o seu conhecimento, fundamentais para a conclusão desta etapa.

Por fim, agradeço em geral à todas as pessoas que se fizeram presentes em minha trajetória, pelo compartilhamento de conhecimento, oportunidades, amizade e incentivo, pois uma caminhada de sucesso e realização se faz com esforço e dedicação pessoal, no entanto, não chegamos a lugar algum sem a orientação, apoio e participação de todos vocês. Obrigada.

## RESUMO

### O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS *CORPORATIONS* LISTADAS NA B3

AUTORA: Marcia Ferraz Meneghel  
ORIENTADORA: Patrícia Maria Bortolon

Este trabalho teve como objetivo analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa no desempenho e governança corporativa das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil (B)<sup>3</sup>, que se enquadram nos parâmetros de *corporation* propostos pela pesquisa e definidos pela literatura. Adicionalmente, examinar se nas empresas brasileiras listadas que se tornaram *corporations* durante o período de análise houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa. A estrutura de propriedade e controle tem se mostrado como um dos fatores que elevam os níveis de governança das companhias brasileiras, acentua possíveis problemas de agência e proporciona maior facilidade de maximização de desempenho. Embora as companhias nas economias emergentes serem caracterizadas por uma estrutura de propriedade concentrada, no Brasil, a presença de empresas listadas na Bolsa de Valores caracterizadas como *corporations*, cujo estrutura de propriedade e controle é formada sem a presença de um controlador definido e com a pulverização das ações, apesar de incipiente, apresenta indicativos de crescimento. Nesse contexto, é proporcionada à literatura o conhecimento da influência de um importante componente da governança corporativa sobre o desempenho e sobre os demais atributos que fazem parte da estrutura de governança das companhias. Para tanto, utilizou-se dados secundários coletados diretamente na B<sup>3</sup>, e na Economática®, compreendendo o período de 2017 a 2021. O grupo de interesse que representa a dispersão da propriedade e controle, foi selecionado por meio da métrica proposta pela pesquisa e outra já consolidada pela literatura. A análise procedeu-se por meio de estatística descritiva, teste de diferença entre as médias, matriz de correlação e regressão de dados em painel. Por meio dos resultados, os indícios não apontam impactos relevantes da estrutura de propriedade e controle dispersa no índice de governança corporativa e no desempenho. Da mesma forma, nas empresas que se tornaram *corporations* durante o período de análise não houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa. Observa-se que a dispersão acionária não se mostra como fator determinante dos atributos existentes na estrutura de governança corporativa e da performance financeira e de mercado, indicando que a perspectiva de maiores níveis de desempenho, não se estabelecem em um cenário de dispersão acionária para as empresas que compõem a amostra. Contudo, a quantidade de investidores institucionais, mostrou-se positivamente relacionada ao desempenho financeiro, o que demonstra a necessidade de se fortalecer a propriedade institucional a fim de estimular o desempenho financeiro das companhias. Esta pesquisa contribui empiricamente para a literatura sobre estrutura de propriedade e controle sob a ótica da dispersão acionária em um mercado emergente como o Brasil, além de fornecer *insights* aos diversos usuários das informações de mercado.

**Palavras-chave:** *Corporation*. Desempenho. Estrutura de Propriedade e Controle. Governança Corporativa.

## ABSTRACT

### THE IMPACT OF THE OWNERSHIP AND CONTROL STRUCTURE ON THE PERFORMANCE AND CORPORATE GOVERNANCE OF CORPORATIONS LISTED ON B3

AUTHOR: Marcia Ferraz Meneghel

ADVISOR: Patrícia Maria Bortolon

This study aimed to analyze the effects of the dispersed ownership and control structure on the performance and corporate governance of companies listed on the Brazilian stock exchange (B<sup>3</sup>), which fall within the parameters of corporation proposed by the research and defined by the literature. Additionally, to examine whether in the Brazilian listed companies that became corporations during the period of analysis, there was a change in the performance and in the corporate governance structure. The ownership and control structure has been shown to be one of the factors that raise the governance levels of Brazilian companies, accentuating possible agency problems and making it easier to maximize performance. Although companies in emerging economies are characterized by a concentrated ownership structure, in Brazil, the presence of companies listed on the Stock Exchange characterized as corporations, whose ownership and control structure is formed without the presence of a defined controller and with the dispersion of shares, although incipient, shows signs of growth. In this context, knowledge of the influence of an important component of corporate governance on performance and on other attributes that are part of the governance structure of companies is provided to the literature. To this end, secondary data collected directly from B<sup>3</sup> and Economática® were used, covering the period from 2017 to 2021. The interest group that represents the dispersion of ownership and control was selected through the metric proposed by the research and another already consolidated in the literature. The analysis was carried out using descriptive statistics, test of difference between means, correlation matrix and panel data regression. Through the results, the evidence does not point to relevant impacts of the dispersed ownership and control structure on the corporate governance index and on performance. Likewise, in companies that became corporations during the analysis period, there was no change in performance and in the corporate governance structure. It is observed that the shareholding dispersion is not shown as a determining factor of the existing attributes in the corporate governance structure and of the financial and market performance, indicating that the perspective of higher levels of performance, do not establish themselves in a scenario of shareholding dispersion for the companies that make up the sample. However, the number of institutional investors was positively related to financial performance, which demonstrates the need to strengthen institutional ownership in order to stimulate the financial performance of companies. This research empirically contributes to the literature on ownership and control structure from the perspective of shareholding dispersion in an emerging market such as Brazil, in addition to providing insights to the various users of market information.

**Keywords:** Corporation. Performance. Ownership and Control Structure. Corporate governance.

## **LISTA DE FIGURAS**

FIGURA 1 – Visualização das relações teóricas investigadas na pesquisa .....	18
--	----

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Hipóteses testadas na pesquisa .....	34
QUADRO 2 – Definição das categorias de propriedade (Thomsem e Pedersen, 1997) .....	38
QUADRO 3 – Definição da categoria de propriedade dispersa .....	38
QUADRO 4 – Variável dependente (desempenho) .....	40
QUADRO 5 – Variável dependente (governança)- Categorias e Subcategorias analisadas para mensurar o IGC .....	41
QUADRO 6 – Variáveis de Controle .....	43
QUADRO 7 – Resumo dos resultados encontrados para as hipóteses.....	57

## **LISTA DE TABELAS**

TABELA 1 – Estatística descritiva das variáveis do modelo.....	48
TABELA 2 – Matriz de correlação de Pearson entre as variáveis utilizadas nos modelos.....	50
TABELA 3 – Estatísticas dos modelos de regressão para análise das hipóteses conforme os critérios apresentados na seção 3.3.1 .....	53

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	12
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA	12
1.2	LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA	16
1.3	OBJETIVOS DA PESQUISA	17
1.3.1	Objetivo geral	17
1.3.2	Objetivos específicos	17
1.4	DEFINIÇÕES OPERACIONAIS	18
1.5	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO	19
1.6	ESTRUTURA DO TRABALHO	21
<b>2</b>	<b>REVISÃO DE LITERTURA</b>	22
2.1	ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE	22
2.2	DESEMPENHO	27
2.3	GOVERNANÇA CORPORATIVA	29
2.4	HIPÓTESES DE PESQUISA	31
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b>	35
3.1	DELINEAMENTO METODOLÓGICO	35
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	35
3.3	CONSTRUCTOS DA PESQUISA	36
3.3.1	<i>Corporation</i>	36
3.3.2	Desempenho	39
3.3.3	Governança Corporativa	40
3.3.4	Variáveis de Controle	43
3.4	PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	44
3.5	PROCEDIMENTOS DE TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	44
3.6	LIMITAÇÕES DA PESQUISA	47
<b>4</b>	<b>RESULTADOS E DISCUSSÃO</b>	48
4.1	ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	48
4.2	MATRIZ DE CORRELAÇÃO	50
4.3	O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS <i>CORPORATIONS</i> LISTADAS NA B3	52
4.4	DISCUSSÃO DOS RESULTADOS PARA AS HIPÓTESES DE PESQUISA	56
<b>5</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	62
5.1	CONCLUSÕES	62
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS	64

<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>66</b>
<b>APÊNDICE A - Do File Stata 13 ® software .....</b>	<b>75</b>

## 1 INTRODUÇÃO

No presente capítulo é apresentada inicialmente a contextualização da temática que norteia a construção desta pesquisa. Na sequência, apresenta-se a lacuna, o problema de pesquisa e o objetivo geral e específicos que pretendem ser atendidos no decorrer do estudo. Em seguida, é ilustrada a definição operacional da pesquisa e apresenta-se as justificativas e as contribuições deste estudo. Por fim, a estrutura do trabalho como um todo é demonstrada.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A estrutura de propriedade e controle é um tópico que vem sendo discutido na literatura de Contabilidade e Finanças desde o trabalho clássico de Berle e Means (1932) e que posteriormente ganhou destaque nos debates sobre governança corporativa. A estrutura de propriedade e controle pode ser definida como a forma em que é distribuído o capital da empresa relativo aos votos e ao grau de concentração dos proprietários do capital (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANEZ; SHLEIFER, 1999; SONZA; KLOECKNER, 2013, ALI, 2018).

Considerando sua relevância, a análise da estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras tem crescido no mercado acionário. De acordo com as premissas da Teoria da Agência, uma estrutura de propriedade concentrada aumenta a capacidade dos acionistas de monitorarem os gestores da empresa, porém, pode resultar em conflitos de interesse entre os acionistas majoritários e minoritários (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000; DIN et al., 2021).

Essa complexidade de associação da estrutura de propriedade e controle e seus reflexos nas organizações, assim como os diferentes níveis existentes de concentração de propriedade, podem ser explicados pelas características das companhias, do país (SILVEIRA, 2004) e do mercado, que podem influenciar na estrutura de propriedade (CAMPOS, 2006).

No ambiente nacional, a estrutura de propriedade e controle sofre influência da regulação do mercado (FERREIRA; MARTINS, 2016), estrutura de capital e tamanho da empresa (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), além disso, a constituição da estrutura de propriedade e controle pode ser atribuída a fatores econômicos, necessidades dos proprietários e forças de mercado (DAL VESCO; BEUREN, 2015). Com o avanço da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa, da instituição de matérias legais e com a introdução de selos de governança e setores diferenciados, como o Novo Mercado (BRASIL; BOLSA; BALCÃO, 2022), emerge a

busca por um ambiente de maior alinhamento de interesses nas empresas brasileiras, que mitiguem os problemas de agência existentes.

Apesar das companhias nas economias emergentes serem caracterizadas principalmente por uma estrutura de propriedade concentrada (DIN et al., 2021), têm-se a presença das empresas caracterizadas como *corporations*, termo em inglês pelo qual são conhecidas. Essa expressão é designada às empresas listadas na bolsa de valores cujo capital é pulverizado e não há a figura do acionista controlador que exerça o papel de indicação majoritária (KROHEN, 2020).

Esse termo é oriundo de Berle e Means (1932), em que se discutia os custos potenciais e os benefícios da separação entre controle e propriedade, característicos das grandes corporações. A dispersão na propriedade de empresas separadas era inerente ao sistema corporativo e por se tratar de um processo contínuo, avançou mais nas empresas maiores, com indicativos de que, à medida que o tamanho da empresa aumentava, a tendência à dispersão também aumenta (Berle et al., 1991).

No contexto internacional, a dispersão acionária caracteriza a maior parte das companhias nos Estados Unidos (AGUILERA et al., 2015), e esta dispersão, é comumente definida na literatura por categorias de graus de concentração acionária, a exemplo de Pedersen e Thomsen (1997) o qual estabelecem que uma companhia possui propriedade e controle disperso quando nenhum proprietário possui mais que 20% das ações ordinárias.

Esta estrutura de propriedade normalmente é visualizada em grandes corporações de países de tradição anglo-saxã, em que os acionistas majoritários geralmente não possuem mais do que 20% das ações das empresas (SONZA; KLOECKNER, 2013), enquanto em países como França, Itália e Alemanha, por exemplo, predominam a forte concentração de propriedade e controle (LEAL; CARVALHAL DA SILVA; VALADARES, 2002).

A literatura anterior tem evidenciado que a estrutura de propriedade e controle é um dos fatores determinantes para a governança corporativa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; PEDERSEN; THOMSEN, 1997), a exemplo de Liu e Zhang (2017), o qual observaram uma relação positiva entre a estrutura de propriedade, a eficiência da estrutura de governança corporativa e da distribuição dos direitos de controle corporativo.

Nas *corporations*, a estrutura de propriedade e controle é formada sem a presença de um controlador definido e com a pulverização das ações (KROHEN, 2020). Demsetz e Lehn (1985) destacam que a definição de regras de atuação organizacionais tende a estimular a redução da concentração de propriedade. Desta forma, um conjunto de mecanismos legais são fomentados no cenário nacional com o intuito de proteger os interesses dos acionistas, além de assegurar e

padronizar o cumprimento de exigências organizacionais, que tende a refletir diretamente na estrutura de propriedade das companhias.

A exemplo, o acordo de acionistas regulamentado no país por meio da Lei nº 6.404/76, objetiva fortalecer o mercado de capitais, ao estabelecer um aporte jurídico que assegure ao acionista minoritário o respeito às regras definidas, possibilitando que seus interesses sejam considerados, evitando possíveis abusos (CARVALHOSA, 2003). Além disso, a alteração e revisão da Lei 6.404/76 por meio da Lei nº 10.303/2001 (BRASIL, 2001), a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, visa possibilitar maior proteção legal e maior acesso do acionista minoritário ao mercado acionário.

O próprio regulamento do segmento de Novo Mercado da Bolsa Brasileira faz menção sobre a dispersão acionária, de forma que, para as ofertas públicas de distribuição de ações, a companhia se esforce com o fim de alcançar dispersão acionária, com adoção de procedimentos especiais (BRASIL, BOLSA E BALCÃO, 2011). Partindo de tais fundamentos, o grau de concentração de propriedade e controle já tem demonstrado mudanças estruturais no país, pois acionistas de empresas familiares, de empresas estatais e de capital privado, vêm perdendo espaço principalmente para acionistas institucionais e pulverizados (PEIXOTO; BUCCINI, 2013).

A pulverização é mais visualizada em mercados mais desenvolvidos, no entanto, evidências na literatura, indicam para um movimento de pulverização recente no Brasil, sinalizando uma evolução do mercado de capitais brasileiro, por meio do desenvolvimento dos níveis diferenciados de governança, que têm proporcionado maior transparência e confiança aos agentes do mercado, além do aumento do volume de operações (FERREIRA; MARTINS, 2016).

Além disso, a preocupação em alinhar os interesses de gestores e acionistas, direciona os esforços para aprimorar os mecanismos de governança corporativa, abrindo pauta a questões relevantes, como o estabelecimento de normas de conduta, definição de responsabilidades, e mecanismos para monitoramento e controle, objetivando a proteção dos acionistas, de forma que não sejam expropriados pelos agentes da organização (ALMEIDA et al., 2010).

Ante o exposto, este conjunto de fatores apresentados, pode estar relacionado ao surgimento de mais empresas com características de *Corporation*, pois criam um ambiente mais propício para este tipo de estrutura. Além disso, são motivadores para o engajamento de companhias que tendem a movimentar-se para a dispersão acionária, dada a regulamentação do mercado de capitais e maior proteção legal aos acionistas minoritários.

Sob a perspectiva da governança corporativa, ao lançar luz sobre questões fundamentais acerca dos custos e benefícios potenciais da separação entre propriedade e controle, a obra de Berle e Means (1932) abriu portas a inúmeros outros estudos, no que tange à divergência de interesses

no relacionamento entre diretores, gerentes e proprietários, assim como do poder da governança sobre as corporações. Este relacionamento é chamado de relação de agência e surge de um contrato no qual o principal contrata um agente para realizar atividades em seu nome, delegando autoridade ao agente (JENSEN; MECKLING, 1976).

Sob a compreensão dos problemas existentes entre gestores e proprietários (JENSEN; MECKLING, 1976), surge o conflito de agência, oriundo da relação entre principal e agente, nos quais ambos buscam maximizar seus interesses pessoais, e quando estes não são convergentes, ocasionam em conflitos de agência (BERK; DEMARZO, 2010). Como forma de reduzir os prejuízos decorrentes destes conflitos, faz-se necessário integrar mecanismos de governança (ALMEIDA et al., 2010), pois eles permitem, reforçar os direitos de propriedade, reduzir custos de transação e conflitos de interesses, além de desenvolver o mercado financeiro (CHIENVU; PHAN; LE, 2018). Do contrário, uma governança corporativa frágil reduz a confiança dos investidores, minimizando a atração de novos recursos de financiamento (CHIENVU; PHAN; LE, 2018) e o desenvolvimento do mercado acionário (CARVALHO, 2002).

Neste contexto, a estrutura de propriedade e controle tem se mostrado como um dos fatores que elevam os níveis de governança das companhias brasileiras, influenciando positivamente a qualidade da governança corporativa (SILVEIRA, 2004), além de ser um dos fatores de preservação de choques externos e internos das corporações, buscando melhorar o mecanismo de funcionamento da empresa e atrair potenciais novos investidores (CHIENVU; PHAN; LE, 2018). Desta forma, um dos desafios das *corporations* brasileiras é investir em boas práticas e profissionalizar os seus conselhos, com vistas a fortalecer o ambiente interno e externo e aperfeiçoar os instrumentos de governança corporativa.

Além disso, o contexto da teoria da agência revisitada acima, remonta também a ligação conceitual entre estrutura de propriedade e desempenho (JENSEN; MECKLING, 1976). No que tange a dispersão da propriedade e controle, esta tem se mostrado estatisticamente significativa para explicar o desempenho financeiro (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018). Com relação ao desempenho futuro das companhias e oportunidades de crescimento (SIMÃO; CALADO; PINHEIRO, 2019), a estrutura de propriedade e controle é evidenciada como determinante para a maximização de valor (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019) e desempenho de mercado (DIN et al., 2021).

Demsetz e Villalonga (2001) destacam que a propriedade dispersa acentua possíveis problemas de agência, e que este tipo de estrutura proporciona maior facilidade de maximização de desempenho, pois sob a ótica dos investidores, faz-se necessário não somente avaliar a governança corporativa da empresa, mas sim oportunidades de crescimento e o desempenho

financeiro, que são referência à produtividade desejada pelos *stakeholders* internos e externos (MACHADO et al., 2020).

Neste cenário, o entendimento da estrutura de propriedade das *corporations* brasileiras mostra-se como relevante, uma vez que, como visto, estão associadas ao comportamento dos gestores e acionistas, fato que pode inclusive delinear a governança corporativa e por consequência, o desempenho. Considerando este contexto, o presente estudo pretende fortalecer a pesquisa em governança corporativa, examinando o papel da estrutura de propriedade e controle como uma dimensão essencial no sistema de governança corporativa, revelando distintos achados subjacentes por meio do qual exerce influência.

A relevância do estudo prevalece sob a perspectiva de simetria de interesses e maximização de valor para os acionistas e para as grandes corporações, fornecendo *insights* sobre este mecanismo interno de governança corporativa, que em sua análise, tende a apresentar efeitos no desempenho da companhia e nos demais atributos que fazem parte da estrutura de governança da empresa.

## 1.2 LACUNA E PROBLEMA DA PESQUISA

Observa-se na literatura que diversas pesquisas têm buscado identificar a relação da estrutura de propriedade das empresas com a sua performance (CAIXE; KRAUTER, 2013, ABDALLAH; ISMAIL, 2017, PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018, DIN et al., 2021), no entanto, os resultados apontados mostram-se distintos, o que revela que a estrutura de propriedade e controle se mostra como um importante elemento para novas pesquisas.

Além disso, grande parte dos estudos em governança corporativa no Brasil desenvolveram suas análises com ênfase na estrutura de propriedade e do controle concentrada (CORREIA; MARTINS, 2015; VIANA JUNIOR; CAIXE; PONTE, 2019; GANZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019; SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019; VIANA JUNIOR; CRISÓSTOMO, 2019; RIBEIRO et al., 2021), dado que, a análise da dispersão acionária mostra-se ainda incipiente no mercado de ações brasileiro.

Essa perspectiva incentiva o desenvolvimento de um estudo da propriedade e do controle disperso em companhias brasileiras consideradas *corporations*, buscando identificar a evolução da estrutura de propriedade destas companhias, e sua relação com o desempenho e a governança corporativa, incluindo na literatura uma análise destas variáveis em conjunto. Desta forma, esta pesquisa se propõe a apresentar uma percepção de análise diferenciada do arcabouço teórico anterior, ao observar empresas caracterizadas por sua dispersão acionária no cenário nacional,

empregando critérios embasados na literatura e no mercado para a classificação de dispersão acionária.

A partir deste contexto, a literatura que versa sobre estrutura de propriedade e governança corporativa é ampliada com este estudo, pois identifica-se uma lacuna de pesquisa no contexto nacional com vistas ao estudo de *corporations* brasileiras, ainda incipiente no cenário nacional, não apresentando evidências empíricas significativas.

Nesta perspectiva, este estudo diferencia-se dos demais já realizados anteriormente, uma vez que, o enfoque de análise se dará em companhias brasileiras com características de *corporations*, ou seja, com estrutura de propriedade e controle dispersa, evidenciando os efeitos que essa estrutura acionária confere ao desempenho e aos aspectos de governança corporativa, fato que motiva a construção deste estudo, uma vez que busca incluir na literatura uma análise destas variáveis em um país emergente, cuja característica predominante sempre foi de concentração acionária, reacendendo esta discussão a âmbito nacional.

Diante desse contexto, o presente estudo buscou responder à seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* Brasileiras no desempenho financeiro, de mercado e na governança corporativa?**

### 1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

A fim de responder o problema exposto neste estudo, apresenta-se nesta seção, o objetivo geral e os objetivos específicos, que direcionam o desenvolvimento desta pesquisa.

#### 1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral desta pesquisa consiste em analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* Brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3), no desempenho financeiro, de mercado e na governança corporativa.

#### 1.3.2 Objetivos específicos

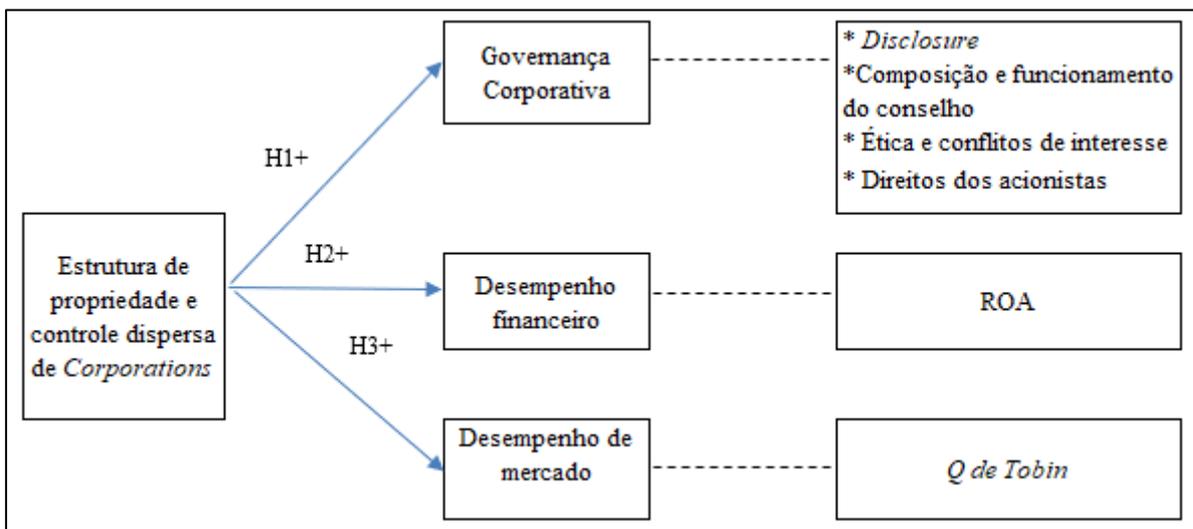
Com a finalidade de responder ao propósito do estudo, elaborou-se os objetivos específicos:

- a) Identificar os efeitos da estrutura de propriedade dispersa no desempenho e governança corporativa.
- b) Examinar se nas empresas brasileiras listadas que se tornaram *corporations* durante o período de análise houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa.

#### 1.4 DEFINIÇÕES OPERACIONAIS

Definidos a questão problema e os objetivos do estudo, apresenta-se na Figura 1, o modelo teórico de análise com a visão sintetizada das relações testadas nesta investigação.

Figura 1 – Visualização das relações teóricas investigadas na pesquisa



Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Na Figura 1, demonstra-se que são testados os efeitos da estrutura da propriedade e controle dispersa sobre o desempenho financeiro, este mensurado pelo ROA (ebit/ativo total), sobre o desempenho de mercado, mensurado pelo *Q de Tobin* (valor de mercado das ações ordinárias da empresa mais o valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa, mais o valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques, mais o valor contábil das dívidas de longo prazo, dividido pelo valor contábil dos ativos totais da empresa) (CHUNG; PRUITT, 1994; MENDES-DA-SILVA; GRZYBOVSKI, 2006) e sobre a estrutura de governança corporativa, mensuradas por categorias de governança corporativa, sob a ótica do *disclosure*, composição e funcionamento do conselho, ética e conflitos de interesse e direitos dos acionistas (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015).

As justificativas para a realização da pesquisa são apresentadas na sequência.

## 1.5 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

A partir do momento em que estudos têm sido realizados com o intuito de investigar a relação existente entre estrutura de propriedade com a performance e mecanismos de governança, a realização deste estudo justifica-se, pois, os resultados ainda se demonstram distintos e conflitantes. Uma vez que, a estrutura de propriedade está diretamente ligada a conceitos envolvendo a teoria da agência e governança corporativa, conceitos esses que, por sua vez, têm impacto direto no desempenho da firma (SANT'ANA et al., 2016), a realização desta pesquisa é motivada visto a relevância da estrutura acionária como importante mecanismo interno de governança corporativa, que pode apresentar efeitos no desempenho das companhias.

Adicionalmente, ao considerar as constantes mudanças estruturais do mercado e a relevância do mercado latino americano (FERREIRA; MARTINS, 2016), os aspectos da estrutura de propriedade das empresas desempenham um papel fundamental na garantia de um sistema de governança corporativa forte (DIN, et al., 2021). Neste contexto, dada sua crescente relevância, a dispersão de propriedade mostra-se como uma variável capaz de explicar o desempenho e a governança corporativa, e dada esta perspectiva, este estudo avança na literatura, ao analisar companhias de um país em desenvolvimento como o Brasil, com características de *corporations*, cuja estrutura de propriedade e controle apresenta-se de maneira dispersa, evidenciando os efeitos que essa estrutura acionária confere ao desempenho e aos aspectos de governança corporativa.

Neste sentido, ao pautar elementos da governança corporativa como chave de investigação, esta pesquisa possibilita o desenvolvimento de procedimentos que afetam diretamente a gestão das grandes companhias, e conseqüentemente o desempenho financeiro e de mercado, proporcionando a criação de valor e a perpetuidade dos negócios, estando alinhada à Linha de Pesquisa em Governança e Sustentabilidade Organizacional e contribuindo ao Programa ao abordar como foco principal, uma das dimensões da governança corporativa, que é a estrutura de propriedade, sob a ótica de análise com ênfase na propriedade dispersa, fator que a diferencia dos demais estudos desenvolvidos até o momento.

Esta pesquisa também se justifica, uma vez que parte das temáticas vinculadas ao Grupo de Pesquisa em Contabilidade e Governança do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria, possuindo como cerne de inovação a proposição de uma métrica de elaboração própria, com critérios alternativos de classificação de

dispersão acionária, dado que o contexto brasileiro se mostra diferente dos demais países no que tange à sua estrutura de propriedade e controle.

A presente pesquisa, apresenta contribuições acadêmicas, sociais e práticas, pois os resultados encontrados são relevantes para:

*i) Literatura:* Esta pesquisa contribui empiricamente para o avanço e atualização de estudos que analisam os efeitos da estrutura de propriedade em variáveis financeiras e de governança, sob o enfoque de análise em companhias caracterizadas como *corporations* brasileiras, definição originária de Berle e Means (1932) e ancorada recentemente na prática de mercado, identificando novas perspectivas para estudos futuros da estrutura de propriedade e controle no Brasil e manutenção da literatura sob essa linha de pesquisa. Adicionalmente, examina as mudanças ocorridas entre elas durante o período de análise, identificando o crescimento de companhias caracterizadas como *corporations* e examinando suas implicações no desempenho e na estrutura de governança corporativa, fornecendo *insights* sobre os avanços ocorridos.

*ii) Investidores e partes interessadas:* Ao permitir a análise das companhias brasileiras com estrutura de propriedade dispersa, sob a ótica dos mecanismos de governança corporativa (MOLLAH; AL FAROOQUE; KARIM, 2012), possibilita aos investidores e às partes interessadas, que identifiquem nestas companhias, o atendimento aos interesses que incluem boa performance financeira e de mercado e mecanismos de governança corporativa que proporcionem vantagem competitiva, diretamente relacionados à sua estrutura de propriedade e controle.

*iii) Órgãos Reguladores:* Permite estimular os órgãos reguladores no aperfeiçoamento e criação de mecanismos de proteção à acionistas minoritários.

*iv) Companhias:* Tendo em vista o possível aumento no número de empresas com características de uma *corporation*, esta pesquisa sinaliza importantes implicações para o mercado acionário e para as organizações, uma vez que, as evidências encontradas permitirão às companhias brasileiras reavaliar sua estrutura acionária, de forma que reflita em seu desempenho e nas boas práticas de governança corporativa, assim como, em resultados que estejam alinhados aos interesses de todos os envolvidos, evidenciando os benefícios que este tipo de estrutura mais arrojada poderia proporcionar nas operações de mercado e indicando os pontos que requerem maior atenção corporativa.

## 1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

A pesquisa estrutura-se em quatro capítulos. No primeiro capítulo apresentou-se a contextualização inicial da temática abordada, o problema de pesquisa, o objetivo geral, assim como os objetivos específicos, a justificativa e a organização do trabalho. No segundo capítulo apresenta-se a fundamentação teórica do estudo. Inicialmente aborda-se a estrutura de propriedade e controle.

Na sequência, realiza-se a revisão da literatura, estabelecendo os fundamentos teóricos desta pesquisa, no que tange às variáveis de desempenho financeiro, desempenho de mercado e governança corporativa e na sequência, o desenvolvimento das hipóteses e principais achados sobre a temática na literatura. O terceiro capítulo estabelece os aspectos metodológicos e os procedimentos adotados para a realização da pesquisa, iniciando pela descrição do delineamento definido.

Em seguida, define-se a amostra e o constructo com as variáveis utilizadas nesta investigação. Além disso, descreve-se o procedimento adotado para a realização da coleta de dados e para a análise de resultados. Apresenta-se algumas limitações encontradas na elaboração da pesquisa e por fim, são evidenciados os resultados encontrados e posterior conclusão.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo apresenta-se a revisão da literatura, que fundamenta teoricamente a pesquisa, iniciando com a apresentação da estrutura de propriedade e controle. Na sequência, são estabelecidos os fundamentos teóricos no que tange às variáveis de desempenho financeiro, desempenho de mercado e governança corporativa, seguidos pelo desenvolvimento das hipóteses, em que são revisitadas evidências de estudos desenvolvidos anteriormente acerca da temática.

### 2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE

A evidência na estrutura de propriedade advém da teoria econômica (SHLEIFER; VISHNY, 1997), proporcionando desde então uma ampla gama de estudos no cenário das finanças corporativas, que versam sobre a estrutura de propriedade e as possíveis consequências da concentração ou dispersão do controle (SONZA; KLOECKNER, 2013). Esta literatura tem apresentado um progresso considerável nas últimas décadas, sobretudo por tratar de um dos constructos centrais da governança corporativa, que é a estrutura de propriedade (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016).

Sob esta perspectiva, a estrutura de propriedade das companhias evidencia o direito sobre o fluxo de caixa (% das ações totais) e sobre controle (% das ações ordinárias) (BEZERRA et al., 2015), desse modo, refere-se à distribuição das ações e dos direitos de propriedade aos diferentes acionistas que coletivamente possuem a companhia (RICHTER; WEISS, 2013). Entretanto, tendo em vista os diferentes incentivos econômicos de administradores e acionistas, surgem os conflitos de agência, visto que, os agentes nem sempre se comportam levando em consideração os interesses do principal (BEZERRA et al., 2015). E é neste ponto que a propriedade se mostra como cerne principal na origem de conflitos entre proprietários e gerentes (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016).

Esta evidência tende a se diferir em face das diferentes estruturas de propriedade existentes. Em um cenário em que a estrutura de propriedade é representada pela dispersão das ações, os conflitos existentes ocorrem entre acionistas e administradores (BEZERRA et al., 2015). Em estruturas caracterizadas pela alta concentração de propriedade, o conflito ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários (LA PORTA et al., 2002).

Uma gama de estudos tem investigado distintas formas de mensuração das estruturas de propriedade e controle, como estrutura de controle direta e indireta dos direitos sobre voto e fluxo de caixa (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002), participações institucionais,

participações privilegiadas, acionistas estrangeiros e participações governamentais (DIN, et al., 2021), estruturas de propriedade e controle piramidais (ANDRADE; BRESSAN; IQUIAPAZA, 2015; ALDRIGHI; POSTALI; DIAZ, 2018).

A literatura revisitada demonstra a existência de vantagens e desvantagens relacionadas ao nível de propriedade e apresenta-se conflitante quanto aos efeitos ocasionados pela estrutura de propriedade concentrada e estrutura de propriedade dispersa. A estrutura de propriedade afeta a tomada de decisão das empresas sobre atividades de responsabilidade social corporativa (KIM; PARK; LEE, 2018), além de que, a estrutura sob a forma da propriedade do diretor, propriedade gerencial, propriedade institucional, propriedade do governo e propriedade estrangeira, afetam o desempenho de capital intelectual por meio da mudança dos estilos de gestão para a formação de estratégias relevantes para proteger investidores e usuários de informações financeiras, reduzindo o problema de agência (SARTAWI, 2018).

No tocante à estrutura de propriedade e controle concentrada, a concentração é considerada uma força interna de controle de boas práticas de governança, e atribuída como recurso para um monitoramento eficaz, com possível redução expressiva dos níveis de conflitos e custos de agência (ANDRADE; ROSSETTI, 2014). Além disso, grandes acionistas têm incentivos mais fortes para monitorar e supervisionar, e assim, agir no interesse da corporação (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016). Neste aspecto, quanto aos seus benefícios, há a mitigação dos custos de agência, pois neste cenário de alta concentração de controle, haveria maior fiscalização, fato que reduziria estes custos (JENSEN; MECKLING, 1976) além de, uma melhor relação custo-benefício para fiscalizar o gestor (ERMEL; MONTE, 2018).

A concentração de capital em um acionista majoritário permite maior convergência de interesses com o objetivo principal de maximizar o valor da companhia (DUCASSY; GUYOT, 2017) e tem se mostrado como um mecanismo interno eficaz de governança corporativa (BOUBAKRI; COSSET; GUEDHAMI, 2005), cujos efeitos são sentidos na valorização e desempenho das empresas (ROGERS et al., 2008). Empresas com acionistas maiores tendem a resolver os problemas de agência da alta administração com eficácia, visto o forte incentivo para se envolver no monitoramento dos gerentes junto com os conselheiros independentes (ZAID; ABUHIJLEH; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020).

Por outro lado, Jensen e Meckling (1976), destacam que a propriedade em estruturas dominantes e concentradas pode sim diminuir o problema de agência, mas somente na condição de o país possuir forte proteção legal. Outro ponto que merece destaque, é que quando os grandes acionistas não possuem informações suficientes e credíveis para monitorar os gestores, a eficácia

do monitoramento tende a ser reduzida, ocasionando em maiores exigências por parte dos acionistas em mecanismos mais fortes de monitoramento (HO; HUANG; KARUNA, 2020).

Complementarmente, em companhias com estrutura de propriedade concentrada, a tendência gerencial de evitar riscos pode ser limitada pelos acionistas, pois eles têm o poder de influenciar as decisões de negócios, pela vantagem do seu poder de voto concentrado em relação aos pequenos investidores (RUBIO-MISAS, 2020), pois usam incentivos de sua posição de controle com intuito de benefícios privados às custas dos acionistas minoritários, ocasionando em problemas de agência (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000).

Estas previsões sugerem que a natureza da estrutura de propriedade é diversificada entre os países (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016) e apresenta reflexos distintos. Partindo do ponto de vista histórico, as diferenças existentes na concentração de propriedade e seus determinantes podem ser potencialmente explicadas pelas diferenças no desenvolvimento do mercado de ações em nível de país e pelo distinto grau de proteção legal oferecido aos acionistas (PEDERSEN; THOMSEN, 1997; LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; FACCIO; LANG, 2002). Este contexto é corroborado por Richter e Weiss (2013) ao investigarem se as condições institucionais ou outras no nível do país respondem por variações na distribuição dos direitos de propriedade nas empresas, evidenciando que os fatores em nível de país e que o contexto institucional em que as empresas operam tem um efeito relativamente grande na concentração de propriedade.

Embora no contexto brasileiro a estrutura de propriedade das empresas demonstrar predominância concentrada (CAMPOS, 2006; BEZERRA et al., 2015; MACHADO, et al., 2020) a estrutura de propriedade dispersa tem apresentado indicativos de evolução no cenário brasileiro, parte devido ao conjunto de instrumentos legais, a exemplo da Instrução Normativa da CVM 480/09 (CVM, 2009), a Lei 10.303/2001 (BRASIL, 2001) e a instituição do acordo de acionistas e do voto à distância, que representam maior poder de acesso ao mercado acionário por acionistas minoritários, o que indica a possibilidade de um crescimento nos níveis de pulverização do capital.

Neste contexto, La Porta et al. (1998) acreditam que medidas de proteção aos acionistas e bons padrões contábeis estão associados a uma baixa concentração de propriedade, o que indica, que a concentração é uma das respostas para a fraca proteção ao investidor. A análise destes fatores implica compreender que o ambiente de pulverização da estrutura de propriedade e controle apresenta potencial de crescimento no Brasil, com a expectativa de maior engajamento dos órgãos reguladores e das empresas listadas na Bolsa, visando assegurar o alinhamento de interesses entre os participantes do ambiente corporativo.

Entretanto, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2020) destaca que as companhias abertas brasileiras adotam pouco mais da metade das práticas recomendadas pelo Código Brasileiro de Governança Corporativa. Diante disso, para que as companhias evoluam para uma estrutura de propriedade dispersa, faz-se necessário aprimorar suas práticas de governança corporativa, principalmente no que tange a sua estrutura de conselho, a fim de estimular os pequenos investidores a um maior engajamento no conselho de administração da companhia.

O controle disperso é definido como “o poder de controle exercido por acionista detentor de menos de 50% do capital votante, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum” (BRASIL; BOLSA; BALCÃO, 2007). No ambiente corporativo nacional, a estrutura dispersa, no formato de capital detido de forma diluída pelo mercado, e não concentrada, atribui às empresas listadas na Bolsa a designação de *corporation*. *Corporation* é a expressão em inglês que caracteriza empresas listadas na bolsa de valores do Brasil que não possuem um acionista controlador ou acionistas que tenham participação que forme um bloco de controle, ou seja, as ações são pulverizadas, sem que haja um acionista que seja seu dono (KROHEN, 2020).

Desta forma, a estrutura acionária consolida-se de forma pulverizada, mais diversa e sem acionistas controladores. Embora ainda incipiente, algumas companhias brasileiras estão expressando mudanças em sua estrutura, a exemplo da Companhia Vale, que em 2021, sob a perspectiva de tomada de decisões mais plurais e reforço de práticas de governança, ambientais e sociais, teve sua estrutura acionária renovada, fato que permite com que as deliberações reflitam os interesses de todos, e não apenas de um grupo (FREITAS, 2021). Esta mudança, atribui à Companhia Vale características marcantes de uma *corporation*. Este tipo de estrutura societária incentiva o desenvolvimento do mercado de capitais, abrindo portas a novas oportunidades no mundo corporativo.

Dada as disparidades entre os países, a estrutura de propriedade é evidenciada na literatura com o objetivo de identificar suas vantagens e desvantagens, assim como identificar os seus determinantes que impulsionam a maximização de valor (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019). La Porta, Lopez- De- Silanes e Schleifer (1999) argumentam que a estrutura dispersa é benéfica, uma vez que diminui a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários, no entanto, estas questões podem ser atenuadas dependendo da proteção legal dos acionistas existente nos países.

Faccio e Lang (2002) analisaram a estrutura de propriedade em países da Europa Ocidental e identificaram a predominância da estrutura dispersa, porém ressaltam que ambas as estruturas são eficientes de acordo com sua linha de atuação e tamanho. Em contraponto, Andrade e Rossetti

(2014) conferem à propriedade difusa uma dificuldade na coordenação de seus objetivos de forma eficiente por parte dos proprietários e um fraco poder de monitoramento (ANDRADE; ROSSETTI, 2014), uma vez que, acionistas dispersos têm pouco ou nenhum incentivo para monitorar a gestão (HO; HUANG; KARUNA, 2020).

Sob a perspectiva da agência, participações acionárias pequenas tendem a limitar o incentivo de cada acionista em gastar recursos para monitorar a empresa, induzindo ao risco moral (RICHTER; WEIS, 2013) e encontrando problemas de agência entre a alta administração e os acionistas dispersos (ZAID; ABUHIJLEH; PUCHETA-MARTÍNEZ, 2020). No entanto, Raimo et al., (2020) demonstram que devido a isso, empresas caracterizadas por propriedades mais dispersas devem interagir com um número maior de *stakeholders*, com o intuito de reduzir as assimetrias de informação encontradas.

No âmbito internacional, os Estados Unidos exibem estruturas de propriedade com concentrações relativamente baixas (MORCK, 2005; MINETTI; MURRO; PAIELLA, 2015). No entanto, no cenário brasileiro, é identificada uma concentração maior de ações (SONZA; KLOECKNER, 2013) em poder de um número reduzido de acionistas. Todavia, pressupõe-se que a estrutura de propriedade e controle das companhias brasileiras tende a se modificar no decorrer dos anos, dado o incentivo crescente à evolução da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas que compõem o mercado acionário.

Embora ainda marcante a concentração de propriedade e controle, observa-se um aumento na pulverização de capital nas companhias listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (PEIXOTO; BUCCINI, 2013). Peixoto e Buccini (2013) investigaram uma possível relação entre a concentração de direitos de voto e a concentração de direitos sobre o fluxo de caixa, utilizando variáveis de desempenho e valor, percebendo que nas corporações brasileiras ainda há alta concentração de controle em poder de poucos acionistas, no entanto, o percentual de empresas com esse perfil diminuiu durante o período de análise.

Uma vez que são visualizados benefícios na estrutura de propriedade dispersa e um ambiente legal mais desenvolvido, a decisão a favor de uma maior difusão guia-se complementarmente pelo objetivo de maximização de valor da companhia (DEMSETZ; LEHN, 1985). Neste passo, a literatura de governança corporativa também evidencia a estrutura de propriedade como um componente fundamental para o desenvolvimento das economias (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019), desta forma, os gestores estão cada vez mais preocupados em maximizar o valor da empresa (CHIENVU; PHAN; LE, 2018), por meio da configuração de sua estrutura de propriedade e controle.

## 2.2 DESEMPENHO

O exame da relação entre desempenho e estrutura de propriedade das empresas é introduzida com base na teoria de agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e teoria sobre direitos de propriedade (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972), visto que, um dos pressupostos da Teoria da Agência, assume a presunção da relação que se estabelece entre os participantes do contexto organizacional e o desempenho da empresa (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019).

A literatura evidencia que o acúmulo de ações por controladores tende a impactar no desempenho visto os efeitos alinhamento e entrincheiramento. No efeito alinhamento ou efeito incentivo, a concentração de propriedade apresenta impacto positivo no desempenho, ao mesmo passo que reduz os custos de agência, apontando como causa a atuação do acionista controlador, dado o monitoramento mais eficaz (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000). No efeito entrincheiramento, ao passo que a participação na propriedade e no controle de grandes acionistas aumenta, ocorre uma supressão de poder do conselho de administração e mercado de aquisições. Neste efeito, patamares mais elevados de concentração podem permitir a expropriação de riqueza dos acionistas minoritários (CLAESSENS; DJANKOV; LANG, 2000).

Sob a ótica do mercado de capitais, faz-se necessário não somente avaliar a governança corporativa da empresa, mas sim oportunidades de crescimento e o desempenho financeiro, que são referência à produtividade desejada pelos *stakeholders* internos e externos (MACHADO, et al., 2020), desta forma, a análise do desempenho de mercado pode ser realizada sob diversas variáveis (DEGENHART et al., 2020).

O desempenho de mercado pode ser mensurado pelo Q de *Tobin*, que mede o desempenho da empresa futuro que atende as expectativas de seus *stakeholders* (MOHAMMAD; WASIUZZAMAN, 2021) e visa capturar o valor de mercado e a lucratividade de longo prazo (MENDES-DA-SILVA; GRZYBOVSKI, 2006) e pelo *Market to Book* que se refere a oportunidades de crescimentos das empresas, apresentando características relacionadas à expectativa do potencial de crescimento de uma empresa (BASTOS; NAKAMURA, 2009; SIMÃO; CALADO; PINHEIRO, 2019).

Evidências na literatura sugerem que são dois os recursos principais relacionados à propriedade que tendem a afetar o desempenho financeiro das companhias, que são a dispersão da propriedade e os custos de propriedade (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018). Quando relacionada ao desempenho, a estrutura de propriedade mostra-se como fator determinante do valor e desempenho das empresas (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Entretanto, resultados distintos são encontrados desta relação. A literatura tem demonstrado que o impacto da concentração de propriedade no desempenho da empresa, pode variar pois apresenta relações positivas e negativas (KAO; HODGKINSON; JAAFAR, 2019). Observa-se uma ambiguidade teórica de resultados sobre a correlação entre o desempenho e a estrutura de propriedade, seja ela dispersa ou concentrada.

Tendo em vista essa associação, Morck, Shleifer e Vishny (1988) encontraram uma relação significativa entre propriedade do conselho e valor de mercado, medido pelo *Q de Tobin*. Tal evidência destaca que a concentração de propriedade apresenta um impacto positivo no desempenho da empresa (DARKO; ARIBI; UZONWANNE, 2016), pois alinha o interesse dos acionistas com os dos gestores e com isso, impacta positivamente o desempenho (DIN et al., 2021).

Ao investigar os efeitos da propriedade de *blockholders* concentrados *versus* acionistas dispersos no desempenho, Konijn, Kraussl e Lucas (2011) encontraram uma relação negativa entre a dispersão de acionistas e o desempenho financeiro. Em contraponto, Paniagua, Rivelles e Sapena (2018) analisaram como a governança corporativa e a estrutura acionária se relacionam com o desempenho financeiro das empresas, evidenciando que a dispersão da propriedade é ponto relevante para o desempenho financeiro. Além disso, Abdallah e Ismail (2017) constataram que a relação positiva entre a qualidade de governança e desempenho, medido pelo *Q de Tobin* e pelo ROA, é mantida e é mais forte em um cenário de níveis baixos de propriedade concentrada em empresas do Golfo.

No que tange à relação entre a estrutura de propriedade, por meio da concentração de propriedade do conselho de administração e o desempenho financeiro, Chienvu, Phan e Le (2018) constataram influência positiva no ROA, contudo, negativa no ROE, o qual demonstra uma falta de eficiência destas companhias na geração de lucro por meio de seus recursos. Tendo como ponto de vista a concentração de propriedade, mensurada pelo percentual de ações em posse do maior acionista, Caixe e Krauter (2013) objetivaram testar esta influencia no valor de mercado corporativo, observando a existência de relação positiva entre concentração no direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o valor de mercado das firmas.

Com relação ao efeito da concentração de propriedade sobre a estabilidade financeira, evidências indicam que empresas com estrutura de propriedade mais concentrada tendem a apresentar níveis mais baixos de estabilidade financeira (RUBIO-MISAS, 2020). Portanto, observa-se na literatura um conjunto de resultados que se diferem sobre os efeitos da estrutura de propriedade, uma vez que estes são distintos quanto à abordagem e amostra, ocasionando em interpretações diferentes. Sob esta mesma perspectiva, a concentração de propriedade difere-se

substancialmente entre países e regiões, deste modo, resultados evidenciados na literatura anterior não devem ser generalizados (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

### 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Nas últimas décadas, a evolução da economia e cenário corporativo brasileiro deve-se, em parte, à adoção das práticas de governança corporativa pelas empresas (CARREIRO et al., 2021), visto ser o sistema pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2015).

Contudo, o surgimento da governança corporativa teve como enfoque principal o conflito de agência existente entre os acionistas minoritários e os majoritários (ROGERS et al., 2008), na tentativa de solucionar problemas de agência oriundos da separação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932), formalizados pela teoria da agência, que se baseia na análise dos conflitos surgidos nas companhias originados pelo conflito de interesses dos agentes que nela participam (JENSEN; MECKLING, 1976).

Isto significa, que do ponto de vista da teoria da agência, um sistema de governança corporativa mostra-se eficiente para amenizar possíveis problemas existentes de agente-principal (MACHADO et al., 2020), que podem surgir quando os objetivos e desejos dos gerentes entram em conflito com os dos acionistas, ou quando o agente e o principal têm atitudes diferentes em relação ao risco (EISENHARDT, 1989).

Nesta perspectiva, o modelo de agência identifica mecanismos de governança cujo intuito é realinhar os interesses de agentes e diretores, reduzindo os custos de agência (MCKNIGHT; WEIR, 2009), melhorando o ambiente legal a fim de dificultar a expropriação de acionistas minoritários (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999) e alinhando os interesses entre as partes, promovendo maior participação dos acionistas na tomada de decisões, a redução da assimetria informacional entre gestores e proprietários e da discricionariedade da gestão, harmonizando as relações entre gestores e acionistas (CARREIRO et al., 2021).

Além disso, a governança corporativa está relacionada aos processos por meio dos quais as partes interessadas tomam medidas para cuidar dos interesses dos *stakeholders* e do bem-estar geral da empresa, promoção da transparência, prestação de contas e responsabilidade na gestão da empresa (ALABDULLAH, 2018). Dada a necessidade de fortalecimento destes mecanismos de controle corporativo, a governança corporativa evoluiu em países desenvolvidos e também em países em desenvolvimento (MACHADO et al., 2020), desta forma, todos os *stakeholders*

começaram a perceber o importante papel das boas práticas de governança corporativa para proteger seus interesses (ALABDULLAH, 2018).

Sob a ótica do mercado acionário, as companhias tornam-se mais atrativas e facilitam a captação de recursos ao inserirem em sua estrutura mecanismos de governança corporativa (MACHADO et al., 2020). Nesse sentido, as práticas de governança corporativa pressupõem uma supervisão pautada no rigor da gestão da companhia. Por isso, que dentre os elementos de um sistema de governança corporativa, estão o conselho de administração, a estrutura de propriedade e o acordo de acionistas (SILVEIRA, 2004).

Visto os relevantes resultados da governança corporativa nas companhias e seu efeito substancial sobre elas, esta tem sido comumente alvo em pesquisas acadêmicas (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018), incluindo uma ampla gama de questões que transitam desde a estrutura do conselho de administração, a transparência, responsabilidade, prestação de contas (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016) e estrutura de propriedade e controle.

Diferentes níveis de governança corporativa desencadeiam diferentes níveis de concentração de propriedade entre os países (ABDALLAH; ISMAIL, 2017), no entanto, apesar das diferenças significativas na natureza da propriedade entre os países, assim como sua influência na estratégia da empresa, as recomendações para práticas eficazes de governança corporativa mantem-se de forma semelhantes. (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016).

Dadas as mudanças substanciais ocorridas no cenário mundial, aumento do ativismo dos acionistas (BORTOLON; SILVA; BARROS, 2019), assim como, escândalos e má conduta corporativa observados nos últimos anos, a governança corporativa mostra-se como um mecanismo que tem despertado crescente interesse do mercado (ALMEIDA et al., 2010; AGUILERA et al., 2015), pois refere-se a processos e estruturas que visam controlar as operações da empresa (CHIENVU; PHAN; LE, 2018), atingir o crescimento sustentável e alcançar o sucesso corporativo por meio de relacionamentos simétricos com todas as partes interessadas (AGUILERA et al., 2015).

Não há um sistema ótimo de governança corporativa que se aplique a todos os países e empresas, ou seja, os padrões de governança corporativa não são aplicados de forma consistente a diferentes estruturas (ABDALLAH; ISMAIL, 2017), uma vez que, a configuração dos mecanismos de governança corporativa foca-se em mitigar conflitos entre gestores e acionistas no contexto de empresas de capital aberto (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016). A aplicação de um código de governança corporativa tende a desenvolver a eficiência e a governança do mercado de ações e das decisões das empresas, o que melhora as estruturas regulatórias e de fiscalização (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020).

Para medir a qualidade da governança corporativa, a pesquisa acadêmica se utiliza de diferentes índices de governança (ABDALLAH; ISMAIL, 2017) associados às boas práticas. Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) apresentam a evolução da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras listadas de 2004 a 2013 por meio de um amplo índice de governança corporativa, que contempla o atendimento ao *disclosure*, a composição e funcionamento do conselho, a ética e os conflitos de interesse e os direitos dos acionistas.

Relacionados a estes últimos, frequentemente a literatura que desenvolve a temática de governança corporativa sugere que a governança corporativa e a estrutura de propriedade desempenham um papel importante na redução dos conflitos de interesse, na orientação de gestores e no monitoramento (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020). Considerando o contexto apresentado, para a realização desta pesquisa, na sequência foram elaboradas três hipóteses de pesquisa, as quais foram posteriormente testadas por meio de estatística descritiva e modelos de regressão.

## 2.4 HIPÓTESES DE PESQUISA

Ao passo que a estrutura de propriedade deriva de distintos estilos de gestão (GANZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019), a forma de gerir e a estrutura de controle das empresas vêm sendo transformadas à medida que são evidenciadas mudanças econômicas (SIMÃO; CALLADO; PINHEIRO, 2019). Neste sentido, a natureza da literatura que desenvolve a governança corporativa em países de economias emergentes tem focado amplamente em mecanismos como conselho de administração e estrutura de propriedade e controle, haja vista, o papel essencial de monitoramento e controle atribuído a estes (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020).

Considerando tais relações, Silveira (2004) investigou os determinantes da concentração de propriedade, assim como, os determinantes da qualidade da governança corporativa (IQGC) de todas empresas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Dentre os resultados, encontrou que a estrutura de propriedade influencia a governança corporativa e que a concentração de propriedade não é determinada de forma endógena por outras variáveis corporativas.

Entretanto, dentre as implicações desfavoráveis de manter uma estrutura de propriedade altamente concentrada, estão o fato de que o acionista controlador exerce poder suficiente para a tomada de decisão, e possíveis perdas residuais provenientes de suas escolhas podem ser observadas, podendo ser absorvidas pelo grupo e não de forma individual (GANZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019).

As grandes corporações italianas, por exemplo, apresentam a prevalência de um modelo de governança caracterizado pela alta concentração de propriedade, circunstância a qual faz predominar os conflitos entre os grandes acionistas e os acionistas minoritários (RICHTER; WEIS, 2013). Na China, o mesmo ocorre, ou seja, as estruturas de propriedade das empresas são altamente concentradas e visto isso, há o realce de sérios problemas de agência entre os acionistas controladores e outros acionistas (WAN et al., 2020).

Complementarmente, o fato de empresas com propriedade mais concentrada terem a tendência de não ter acordo de acionistas, pois já apresentam poder de voto suficiente para garantir seus interesses (SILVA et al., 2015), os interesses dos minoritários tendem a não ser assegurados. Bortolon e Silva Junior (2015) identificam que a concentração de propriedade e controle e menor percentual de *free float*, se apresentam como motivos centrais do fechamento de capital de companhias listadas em bolsa de valores, sendo os demais fatores apenas complementares. Dentre as causas, estão a manutenção do controle da companhia pelo acionista majoritário, e a partir deste fator principal, os demais são implantados.

Diante disso, a dispersão acionária leva a premissa de que o controle difuso da companhia minimiza as interferências internas, aumentam a independência e geram mais governança, resultando em uma administração mais eficiente dos negócios (PARTYKA; LANA, 2020), mais profissional e com ações mais líquidas (SILVEIRA, 2010). Dadas estas evidências, a estrutura de propriedade, mostra-se como um dos principais determinantes da governança corporativa (KAO; HODGKINSON; JAAFAR, 2019), pois a composição, assim como, demais aspectos da propriedade de uma empresa têm um papel fundamental na garantia de um sistema de governança corporativa forte (DIN, et al., 2021).

Partindo-se destas evidências e ao assumir que a estrutura de propriedade atua como um mecanismo de aprimoramento de governança (PARTYKA; LANA, 2020) e que a alta dispersão implica em adição de valor na boa governança (ABDALLAH; ISMAIL, 2017), pressupõe-se nesta pesquisa, que a estrutura de propriedade e controle dispersa tende a influenciar os demais mecanismos que fazem parte da governança corporativa. Desta forma, a primeira hipótese de pesquisa investigada, pretende analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa na estrutura de governança corporativa. *H1: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente a estrutura de governança corporativa.*

Ademais, a percepção da estrutura de propriedade e controle mostra-se relevante, uma vez que influenciam diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo (LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA; VALADARES, 2002). Neste sentido, o estudo longitudinal de diferentes estruturas de propriedade e controle contribuiu no entendimento de sua evolução e dos

fatores determinantes destas estruturas de forma global (AGUILERA; CRESPI-CLADERA, 2016).

Nesta perspectiva, a estrutura acionária é uma das principais preocupações da gestão geral das empresas (CADHA; SETH, 2021), haja vista ter se mostrado relevante na explicação de desempenho no ambiente corporativo internacional (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988; ROGERS et al., 2008; DARKO; ARIBI; UZONWANNE, 2016; CHIENVU; PHAN; LE, 2018; PANIAGUA, RIVELLES; SAPEMA, 2018; DIN et al., 2021) e nacional (SILVEIRA, 2004; CAMPOS; 2006; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; CAIXE; KRAUTER, 2013; VIANA JUNIOR, et al., 2020).

Com relação à estrutura de propriedade e controle concentrada, Caixe e Krauter (2013) analisaram se a concentração de propriedade (percentual de ações em posse do maior acionista) e controle (percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista) influencia o valor de mercado corporativo (*Q de Tobin* e valor de mercado) em uma amostra de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto para o período de 2001 a 2010. Foi constatada a existência de relação entre concentração no direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o valor de mercado das firmas.

Sonza e Kloeckner (2013) analisaram a influência do porte na eficiência das estruturas de propriedade concentradas das empresas de capital aberto brasileiras em empresas brasileiras de capital aberto nos anos de 1995 a 2010. Como evidências no que tange ao porte, encontraram que quando a empresa é menor, a influência da estrutura de propriedade na eficiência é positiva, e quando a empresa é maior essa influência passa a ser negativa sobre a eficiência.

Por outro lado, Okimura, Silveira e Rocha (2007) investigaram a relação entre a estrutura de propriedade e controle (direito de controle, direito sobre o fluxo de caixa, grau de excesso de votos em posse dos acionistas controladores) e o valor e desempenho (*Q de tobin*) em companhias abertas privadas não financeiras negociadas na Bolsa que apresentaram liquidez significativa. Os resultados são inconclusivos, uma vez que, evidenciam uma influência da concentração de votos sobre o valor, porém uma influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor, além de que, a concentração de propriedade não apresentou resultados significativos sobre o desempenho.

Corroborando com esse cenário, Peixoto e Buccini (2013) constataram, que firmas com estrutura mais concentrada possuem menor valor e menor desempenho, em relação àquelas com capital pulverizado. No contexto internacional, Chienvu, Pan e Le (2018) analisaram a relação entre a estrutura de propriedade do conselho e o desempenho financeiro (ROA/ROE), evidenciando que o número de membros no conselho e a concentração de propriedade influenciam positivamente o ROA, mas não tem nenhum impacto no ROE. Ainda, que a estabilidade do

conselho influencia negativamente o desempenho financeiro da empresa, tanto em seu ROA quanto em seu ROE.

Este conjunto de pesquisas levam a proposição de que a estrutura de propriedade pode ser um dos determinantes do desempenho das empresas, pois a estrutura tende a variar de modo que maximize o valor dos proprietários (DEMSETZ; LEHN, 1985). Dal Vesco e Beuren (2015) destacam que as estruturas são compostas por pessoas, logo, questões sociais e comportamentais podem impactar nas decisões e também no desempenho das empresas.

Neste contexto, tendo em vista que os estudos que consideraram a estrutura de propriedade e controle concentrada apresentam reflexos ainda inconcludentes no desempenho, espera-se que a estrutura de propriedade e controle caracterizadas pela dispersão acionária das companhias consideradas como *corporations*, influencie positivamente o seu desempenho.

Esta presunção guia-se no argumento de que quanto mais dispersa a estrutura de propriedade, maiores são os incentivos para monitorar a gestão da empresa por meio dos esforços uns dos outros (GORTON; SCHMID, 1999), o que implica em maiores níveis de monitoramento (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020) e com isso, leva a uma maior maximização de valor para a empresa. *H2: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho financeiro. H3: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho de mercado.*

O Quadro 1 evidencia a síntese das hipóteses elaboradas para esta pesquisa e as relações estatísticas esperadas.

Quadro 1 – Hipóteses testadas na pesquisa

Hipóteses de Pesquisa	Relação esperada
H1: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente a estrutura de governança corporativa.	Positiva
H2: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho financeiro.	Positiva
H3: A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho de mercado.	Positiva

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Na sequência, são apresentados os procedimentos metodológicos e os demais procedimentos essenciais para a construção deste estudo.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentados de forma detalhada os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa. A fim de delimitar os procedimentos adotados neste estudo, inicialmente apresenta-se o delineamento da pesquisa. Na sequência, a população e a amostra de pesquisa. Em seguida, são caracterizadas as variáveis e os constructos da pesquisa, os procedimentos utilizados para a coleta de dados e os modelos de análise da pesquisa. Ao fim, são descritas as limitações da pesquisa.

#### 3.1 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

Uma vez que o objetivo desta pesquisa visa analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* brasileiras listadas na B3, no desempenho financeiro e de mercado e na governança corporativa, procedeu-se o delineamento metodológico deste estudo. A metodologia adotada nesta pesquisa caracteriza-se como descritiva, a coleta de dados documental e abordagem para análise dos dados quantitativa, com a análise de um período de 05 anos (2017 a 2021).

Quanto aos objetivos, a pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois consiste em uma investigação empírica para a análise de características ou fenômenos (RAUPP; BUEREN, 2012). No que tange aos procedimentos técnicos utilizados para obtenção dos dados, classifica-se como documental (MARCONI; LAKATOS, 2003). A abordagem quanto ao problema é quantitativa, caracterizada pela utilização de números e medidas estatísticas que possibilitam descrever populações e fenômenos, assim como, verificar a existência de relação entre variáveis (GIL, 1999).

O conjunto de critérios metodológicos empregados nesta pesquisa são convergentes aos observados em estudos como Carvalhal da Silva e Leal (2005), Leal, Carvalhal e Iervolino (2015), Sant’Ana et al. (2016), Chienvu, Phan e Le (2018), Din et al. (2021). Na sequência, são apresentadas a população e a amostra de pesquisa objetos de investigação.

#### 3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população objeto do estudo compreende todas as companhias brasileiras com ações negociadas na B3, no período compreendido entre 2017 e 2021. Justifica-se a utilização do período em questão, pois pretende-se apresentar resultados atuais da estrutura de propriedade e controle dispersa das principais companhias brasileiras, e seus efeitos no desempenho e na estrutura de

governança, dadas as evidências de que a estrutura de propriedade e controle tem demonstrado mudanças estruturais no país (PEIXOTO; BUCCINI, 2013), no mercado (FERREIRA; MARTINS, 2016) e especificamente em empresas constantes na B3 (FREITAS, 2021), que estão repensando suas estruturas para se tornarem *corporations*. Foram excluídas, companhias caracterizadas como bancos ou prestadoras de serviços financeiros, por possuírem estrutura e práticas contábeis peculiares a este setor e que se diferenciam das demais companhias.

Desta forma, para representar a dispersão da propriedade e controle destas companhias, este estudo utilizou como métricas, duas proposições distintas, as quais são detalhadas no item 3.3.1. da seção seguinte. A amostra do estudo considerou apenas as observações com dados suficientes, diante disso, a amostra compreendeu o conjunto de empresas listadas na B3 que totalizam 530 observações empresas-ano e 106 empresas para o grupo de empresas estabelecidas pela definição própria e 549 observações empresas-ano e 110 empresas para o grupo de companhias definidas pelo critério da literatura. O grupo de interesse (tratamento) foi composto por empresas caracterizadas como *corporations* brasileiras e o de controle, aquelas não caracterizadas como *corporations*.

Neste contexto, inicialmente identificou-se quais empresas, da população total, enquadravam-se nos critérios definidos, para a partir desta segregação, serem realizadas as análises.

### 3.3 CONSTRUCTOS DA PESQUISA

Este subcapítulo evidencia a variável independente, as variáveis dependentes e as variáveis de controle utilizadas para atender às hipóteses e ao objetivo desta pesquisa.

#### 3.3.1 Corporation

Para a primeira definição que irá caracterizar as *corporations*, desenvolveu-se neste estudo, uma categoria de dispersão acionária, que caracteriza as empresas em que suas ações estão pulverizadas, sem que haja um acionista controlador (KROHEN, 2020). Ou seja, para o desenho de uma tipologia de categoria que representa a dispersão da propriedade e do controle em companhias brasileiras, adotou-se nesta pesquisa, algumas definições e critérios específicos.

Optou-se por utilizar uma categorização adaptada, posto que, o cenário brasileiro difere-se do internacional, que é caracterizado pela alta dispersão acionária e comumente se utiliza da métrica de Pedersen e Thonsem (1997). É observado que no Brasil, apesar de existir maior

concentração de poder em poucos acionistas, a quantidade de empresas com essa característica vem reduzindo ao longo do tempo, ou seja, há uma tendência de redução dessa concentração de controle (PEIXOTO; BUCCINI, 2013; MIRANDA, CROCCO; SANTOS, 2017). Diante dessa análise, entende-se que uma proposição alternativa seja necessária para analisar as *corporations* brasileiras.

Para a proposição desta categoria, nesta pesquisa adotou-se a definição de controle como sendo a concentração no direito de voto pelo maior acionista (CAIXE; KRAUTER, 2013). Assim, um conjunto de critérios foram observados em conjunto. Primordialmente, nas empresas da amostra será observado se um acionista detém o papel de controlador. O percentual de votos necessários a caracterizar o controle será 30% dos votos.

Adicionalmente, será observado o percentual de *Free Float*, correspondente às ações destinadas à livre negociação no mercado, com direito a voto superior a 30%. Esta definição é justificada com base em evidências de uma redução na concentração de controle, conforme apontado no estudo de Peixoto e Buccini (2013). As autoras definiram o capital pulverizado com base em empresas as quais apresentam mais de 50% do capital votante sob a forma de *free float*.

Dado que a estrutura de propriedade e controle sofrem mudanças ao longo dos anos e que os novos níveis de governança corporativa no cenário nacional, como o Nível 1, 2 e Novo Mercado exigem um percentual mínimo de ações em circulação, denominado *free float*, que precisa ser superior a 25% (GANZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019), além do controle, a dispersão também será observada sob a ótica da propriedade, ou seja, de como se dá a distribuição do total de ações. Nesta abordagem, a dispersão acionária é caracterizada por meio do *Free Float*, ou seja, percentual de ações destinadas a livre negociação que não for superior a 30%, e percentual em posse do maior acionista, também que não for superior a 30%, conforme evidencia o Quadro 2.

Neste contexto, para a proposição proposta neste estudo, da população total, identificou-se quais empresas enquadravam-se nos 05 critérios propostos para serem definidas como *Corporation*. Para o grupo de tratamento, foi utilizada uma variável *dummy*, que assumiu valor 1 no ano em que a empresa foi considerada *corporation* e 0 para as não *corporations*. Foram selecionadas no ano de 2017, 31 companhias, em 2018, 30 companhias, em 2019, 34 companhias, em 2020, 40 companhias e em 2021, 45 companhias. Além disso, foi utilizada a *dummy* 1 para empresas que foram *corporation* em algum dos anos de análise e 0 para as que nunca se enquadraram.

Quadro 2 – Definição da categoria de propriedade dispersa

Variável	Métrica	Definição Operacional	Coleta	Autores	
<b>Variável independente</b>					
<b>Estrutura de Propriedade Dispersa</b>	<i>Corporation</i>	Variável <i>Dummy</i>	<b>Controle</b>	Relatórios Anuais e Formulários de Referência da B3.	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).
			Nenhum proprietário possui o controle ou não existe grupo de controle.		
			Nenhum acionista detém mais de 30% dos votos.		
			<i>Free-float</i> das ações com direito a voto superior a 30%.		
			<b>Propriedade</b>		
			Quantidade de ações de posse do maior acionista menor do que 30%.		
Percentual de <i>free flot</i> superior a 30%.	Economática® / ComDinheiro ®	Caixe e krauter (2013); Peixoto e Bucini (2013); A autora (2022).			

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

A segunda variável que caracteriza as *corporations*, segue as premissas da literatura de Pedersen e Thomsen (1997) o qual estabelecem que uma companhia possui propriedade e controle disperso quando nenhum proprietário possui mais de 20% das ações ordinárias da companhia (ROGERS et al., 2008, SEGURA et al., 2015). Para esta definição, da população total, identificou-se quais empresas possuíam acionistas com percentual acionário das ações ordinárias menor do que 20%. Para o grupo de tratamento, foi utilizada a variável *dummy* que assumiu valor 1 no ano em que a empresa foi considerada *corporation* e 0 para as não *corporations*.

Diante disso, foram selecionadas no ano de 2017, 38 companhias, em 2018, 42 companhias, em 2019, 44 companhias, em 2020, 50 companhias e em 2021, 62 companhias. Para o grupo de controle, foi utilizada a *Dummy* 1 para empresas que foram *corporation* em algum dos anos de análise e 0 para as que nunca se enquadraram.

Quadro 3 – Definição das categorias de propriedade (PEDERSEN; THOMSEN, 1997)

(continua)

<b>Propriedade Dispersa</b>	Nenhum proprietário possui mais de 20% das ações ordinárias.
<b>Propriedade Dominante</b>	Um acionista (pessoa, família ou companhia) possui de 20% a 50% das ações ordinárias da companhia.
<b>Propriedade Concentrada (Pessoal/Familiar)</b>	Uma pessoa ou família possui mais de 50% das ações ordinárias da companhia.

(conclusão)

<b>Propriedade Governamental</b>	O governo (municipal, estadual ou federal) possui a maior parte das ações ordinárias da companhia.
<b>Propriedade estrangeira</b>	Uma pessoa ou empresa de fora do país possui a maior parte das ações ordinárias da companhia.
<b>Cooperativas</b>	A companhia é registrada como uma cooperativa, em que a maioria da propriedade pertence a um grupo de pessoas.

Fonte: Pedersen e Thomsen (1997)

A partir da seleção das *corporations* evidenciadas acima, de acordo com as definições detalhadas anteriormente, foi realizada a seleção do mesmo número de empresas em cada ano, que não se enquadram como *corporations*, para serem usadas como comparáveis. Ou seja, com o objetivo de comparação, o conjunto de *corporations* será comparado com um grupo de tratamento composto por empresas semelhantes, considerando as variáveis de setor de atuação e tamanho.

Por meio destas seleções de empresas, pretende-se realizar inferências suficientes para identificar quais variáveis são influenciadas pela estrutura de propriedade e controle e qual o grupo de empresas apresenta maior efeito. Para realizar o *matching* de empresas comparáveis, são encontrados os pares, de forma manual, de acordo com a proximidade do escore obtido pelo logaritmo do ativo total de cada empresa, dentro de seu setor de atuação.

### 3.3.2 Desempenho

Para Bisquerra, Sarriera e Martínez (2004), a variável dependente vem a representar a consequência do efeito da união das variáveis independentes. Na presente pesquisa, esta variável é representada pelo desempenho financeiro, desempenho de mercado e pela governança corporativa, a fim de verificar o quanto a variável independente (*corporations*) explica as dependentes.

O desempenho financeiro será representado pelo ROA (ebit/ativo total) e o desempenho de mercado será representado pelo *Q de Tobin* (valor de mercado das ações ordinárias da empresa mais o valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa, mais o valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques, mais o valor contábil das dívidas de longo prazo, dividido pelo valor contábil dos ativos totais da empresa). Tais variáveis são explicitadas no Quadro 4, por meio da descrição de cada métrica utilizada para cada variável, assim como, a sua definição operacional, a base para coleta dos dados e os autores base.

Quadro 4 – Variável dependente (desempenho)

Variável		Métrica	Definição Operacional	Coleta	Autores
Desempenho financeiro	ROA	$\frac{\text{Ebit}}{\text{Ativo total}}$	Visa medir a rentabilidade do ativo total de uma empresa.	Economática®	Sobrinho, Tavares e Silva (2021).
Desempenho de mercado	Q de Tobin	$q = \frac{VMO + VMAP + DIVT}{AT}$	Visa capturar o valor de mercado futuro e a lucratividade de longo prazo de uma empresa. Em que: VMO = Valor de mercado das ações ordinárias da empresa; VMAP = Valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa; DIVT = Valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques mais o valor contábil das dívidas de longo prazo; AT = Valor contábil dos ativos totais da empresa	Economática®	Chung e Pruitt (1994); Mendesda-Silva e Grzybovski (2006).

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

### 3.3.3 Governança Corporativa

A governança corporativa foi mensurada contemplando quatro grandes dimensões que avaliam as seguintes práticas de governança, propostas e validadas por Leal, Carvalhal e Iervolino (2015): o *disclosure* (1), o qual refere-se ao atendimento à requisitos que permitem às companhias serem mais transparentes por meio da divulgação de mais informações, a composição e funcionamento do conselho (2), por ser um mecanismo importante de controle, uma vez que, o papel do conselho de administração é monitorar e disciplinar a gestão da empresa, a ética e conflitos de interesse (3), por serem mecanismos de aprimoramento de controle que reduzem os conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários e os direitos dos acionistas (4), dado que, os direitos adicionais e os incentivos à participação de acionistas minoritários caracterizam-se como boas práticas de governança corporativa.

Justifica-se a utilização de um índice de práticas de governança corporativa (IGC), visto que, a observação destes atributos serve como uma medida de qualidade corporativa, refletindo em práticas que embora não exigidas legalmente, são vistos como essenciais para uma boa governança corporativa (CARVALHAL; LEAL, 2005).

Além disso, as questões que compõem as dimensões são baseadas em boas práticas de governança corporativa de acordo com as normas e recomendações internacionais do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Comissão de Valores Monetários (CVM) e B3, sendo aplicadas na forma de índice, evitando possíveis vieses ou baixa taxa de respondentes encontrados na utilização de questionários ou entrevistas, por exemplo (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015). Desse modo, as informações são coletadas de forma objetiva pelo pesquisador, com obtenção em dados públicos disponíveis.

Para realizar o cálculo do IGC de cada empresa, utiliza-se a metodologia proposta por Leal, Carvalhal e Iervolino (2015), obtidas por meio de informações públicas divulgadas pelas empresas da amostra, em seus Formulários Anuais de Referência. Para cada uma das perguntas referentes aos atributos de governança corporativa, há uma resposta “sim” ou “não”. Atribui-se a pontuação 1 caso constata-se a presença/aderência do atributo, caso o atributo não seja aderido ou não divulgado pela empresa, atribui-se a pontuação 0. Para diferenciar empresas que adotam práticas de governança corporativa parcialmente em algumas das questões, pontua-se 0,5 para estes itens.

No Quadro 5, apresentam-se os itens que foram analisados em cada um dos quatro aspectos de governança corporativa.

Quadro 5 – Variável dependente (governança)- Categorias e Subcategorias analisadas para mensurar o IGC

(continua)

<b>Categorias</b>	<b>Itens analisados das categorias de GC</b>	<b>Métrica</b>	<b>Coleta</b>
<b>(1) Disclosure</b>	Algum documento público da empresa contém informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflito de interesses e/ou transações com partes relacionadas?	0 se a resposta for não 1 se a resposta for sim.	Código de Conduta e formulário de referência.
	A companhia divulga informações sobre remuneração da alta administração e conselheiros, separando os valores pagos à administração e ao conselho, e as proporções variáveis e fixas?		Formulário de Referência.
	A empresa apresentou alguma opinião no relatório do auditor independente nos últimos cinco anos que não tenha sido sem ressalvas?		Notas explicativas, Pareceres e declarações das demonstrações financeiras.
	O site da empresa possui uma seção de relações com investidores contendo seu Relatório Anual?		Site da empresa.
	O site da empresa contém as apresentações feitas aos analistas de valores mobiliários?		Site da empresa.
	O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação dos princípios de governança corporativa?		Relatório anual e site da empresa.

(conclusão)

Categories	Itens analisados das categorias de GC	Métrica	Coleta
(2) Composição e funcionamento do Conselho	O Presidente do Conselho de Administração e o CEO são pessoas diferentes?	0 se a resposta for não 1 se a resposta for sim.	Formulário de Referência
	A empresa possui comitês do conselho informados em informações públicas, como estatuto social, relatório anual, site, FR?		Formulário de Referência
	O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do CEO?		Formulário de Referência
	O tamanho do conselho está entre 5 e 11 membros, conforme recomendado pelo Código de Boas Práticas do IBGC?		Formulário de Referência
	Os conselheiros cumprem mandatos consecutivos de um ou dois anos, conforme recomendado pelo Código de Boas Práticas do IBGC?		Formulário de Referência
(3) Ética e conflitos de interesse	O percentual de ações sem direito a voto no capital total é inferior a 20%?		Formulário de Referência
	O percentual de ações com direito a voto do bloco de controle é igual ou inferior ao seu percentual de todas as espécies de ações em conjunto?		Formulário de Referência
	Os empréstimos ao acionista controlador ou outras partes relacionadas são proibidos no contrato social ou acordo de acionistas?		Estatuto social e acordo de acionistas
	O estatuto social facilita a participação dos acionistas nas assembleias gerais ao dispensar a remessa prévia de documentação que comprove a qualidade de acionista e adotando o princípio da boa-fé?		Estatuto social
(4) Direito dos acionistas	Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira: a) a sociedade concede um voto a cada ação, de qualquer espécie b) a empresa concede o direito de voto a ações sem direito a voto em decisões de maior impacto		0 se as ações sem direito a voto nunca votam 0,5 a empresa cede o direito de voto às ações sem direito a voto em decisões de impacto ou se a empresa tiver apenas ações com direito a voto, mas apresentar limites 1 se respeitar o princípio de uma ação, um voto.
	A empresa concede direitos de oferta obrigatórios além do legalmente exigido?	0 se a resposta for não 1 se a resposta for sim	Estatuto social
	O controle da empresa é direto?		Formulário de Referência
	Os acordos de acionistas se abstêm de orientar ou restringir o direito de voto de qualquer conselheiro, ou de indicar qualquer administrador sênior?		Acordo de acionistas
	O <i>free float</i> é igual ou superior a 25%, conforme exigido pelos segmentos de listagem premium da B3?		Formulário de Referência

Após a coleta das informações das perguntas que compõem as quatro dimensões de governança corporativa, realiza-se a soma simples das pontuações de cada questão, com o intuito de formar o índice final de práticas de governança corporativa. A pontuação máxima do índice é 20, indicando conformidade e boa qualidade das práticas de governança corporativa e pontuações mais baixas, pouca observação a estes atributos por parte das empresas. Nesta pesquisa, a pontuação final é representada em termos percentuais, dividindo-se a pontuação final alcançada pelo total.

### 3.3.4 Variáveis de Controle

Quanto às variáveis de controle do estudo, tem-se: o tamanho da empresa, o setor de atuação, o endividamento, o Market To Book e os investidores institucionais. Justifica-se este último, uma vez que esta categoria, em comparação a outras identidades de proprietários, está associada a maiores resultados (THOMSEN; PEDERSEN, 2000). Ao caracterizar-se pelas vantagens em termos financeiros (CAMPOS, 2006), representa uma variável que pode representar efeitos relevantes nos resultados.

Essas variáveis são explicitadas no Quadro 6, por meio do constructo contendo a descrição de cada métrica utilizada para cada variável, assim como, a base para coleta dos dados e os autores base.

Quadro 6 – Variáveis de Controle

Variável		Métrica	Coleta	Sinal esperado	Autores
<b>Tamanho da empresa</b>	Tam	Porte (tamanho) = Ln Ativo total	Economática®	+	Nascimento et al. (2018).
<b>Setor de atuação</b>	Set	Variável categórica conforme os setores	Economática®	+	Leal, Carvalhal e Iervolino (2015).
<b>Endividamento</b>	End	Endividamento Total =Passivo Total / Ativo Total	Economática®	-	Nascimento et al. (2018).
<b>Investidores Institucionais</b>	InvInst	Quantidade de Investidores Institucionais	Relatórios Anuais e Formulários de Referência da B3.	+	Thomsen e Pedersen (2000).
<b>Market To Book</b>	MTB	(Valor de mercado/Patrimônio Líquido).	Economática®	+	Bastos e Nakamura (2009).

Fonte: Elaborado a partir de diversos autores (2022).

Na sequência, são apresentados os procedimentos que serão realizados para a coleta dos dados.

### 3.4 PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

Para a realização da coleta dos dados, a variável independente utilizada no estudo corresponde à estrutura de propriedade e controle dispersa, definida e mensurada sob a ótica de atributos como o controle e a propriedade, que caracterizam uma *corporation* brasileira, seguindo as duas definições abordadas anteriormente. Para esta, os dados foram coletados nos Formulários de Referência constantes no site da B3, no item 15 e subitem 15.1/2 que apresenta a estrutura e posição acionária.

Em relação às variáveis dependentes do modelo teórico de análise, para mensurar a governança corporativa das empresas da amostra, analisou-se quatro constructos, *disclosure* (1), composição e funcionamento do conselho (2), ética e conflitos de interesse (3) e direito dos acionistas (4), os quais foram coletados nos Formulários de Referência constantes no site da B3, no Estatuto Social das companhias e site corporativo.

O desempenho financeiro é mensurado pela variável ROA (ebit/ativo total), cujos dados foram extraídos na base de dados Economática®. O desempenho de mercado, é medido pelo *Q de Tobin* (valor de mercado das ações ordinárias da empresa mais o valor de mercado das ações preferenciais de uma empresa, mais o valor do passivo circulante menos o ativo circulante somado ao valor dos estoques, mais o valor contábil das dívidas de longo prazo, dividido pelo valor contábil dos ativos totais da empresa) e pelo *Market To Book* (valor de mercado/Patrimônio Líquido), cujos dados também foram coletados na Economática®.

### 3.5 PROCEDIMENTOS DE TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

Esta sessão evidencia os procedimentos realizados para a análise dos dados coletados para esta pesquisa. Nesta pesquisa, o *software* utilizado para a análise dos dados foi o *Stata*®.

Quanto às técnicas para a análise dos resultados, realizou-se inicialmente o método de *Winsorização* das variáveis entre 2,5% e 97,5% para evitar os efeitos de possíveis *outliers* na amostra. Este procedimento estatístico, não elimina as observações extremas, mas sim, torna-as menos extremas, modificando artificialmente a distribuição amostral de variáveis aleatórias, por meio da criação de uma nova variável, semelhante a original, em que as variáveis consideradas *outliers* tem seus valores substituídos por valor dentro do limite estabelecido (BARNETT; LEWIS, 1994).

A *winsorização* mostra-se adequada para evitar os possíveis vieses causados por *outliers* e trata-se de uma técnica comumente utilizada em estudos científicos envolvendo temáticas como

estrutura de propriedade, governança corporativa e desempenho, como de Aguiar e Pimentel (2017), Santos, Botinha e Lemes (2019), Coelho e Colauto (2021).

Com a finalidade de analisar as variáveis, posteriormente, foi realizada a estatística descritiva das variáveis quantitativas e qualitativas, a qual demonstra os mínimos e máximos alcançados, a média, a mediana, a variância e o desvio padrão. Na sequência os dados foram submetidos ao teste de diferença entre as médias, que conforme Fávero et al. (2009), o Teste-T de *Student* é indicado para verificar se os grupos ou períodos utilizados ao longo do estudo apresentavam médias estatisticamente diferentes entre si.

Os dados foram submetidos a exames de autocorrelação, a fim de verificar se há correlação entre as variáveis que compõem os modelos estudados, por meio da correlação de *Pearson*. Quanto à utilização de modelos de dados em painel, esta possibilita a avaliação da relação entre variáveis, tendo em vista a possibilidade de realizar inferências entre estas unidades amostrais e ao longo do tempo sobre a evolução do que se pretende pesquisar (FÁVERO, 2013). Desta forma, na utilização de dados em painel pode-se optar por: modelos estáticos de painel (regressões OLS – *Pooled OLS*), modelos de painel de efeitos aleatórios e modelos de painel de efeitos fixos (1) ou estimadores dinâmicos (Método dos momentos generalizados – GMM e *GMM-System*) (2).

Para verificação das relações entre os indivíduos e determinação da abordagem adequada para se trabalhar com os dados em painel procede-se a realização de testes de especificação, como o Teste de *Chow*, o Teste *Lagrange Multiplier* de *Breusch-Pagan* e o Teste de *Hausman*. O Teste de *Chow* (estatística F) é utilizado para escolher entre *Pooled* e Efeitos Fixos. O Teste *lagrange multiplier* de Breusch e Pagan (1980) é utilizado para escolher entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios. O Teste de *Hausman* é utilizado para escolher entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Após os procedimentos de testes realizados, o modelo que se mostrou mais adequado para análise nesta pesquisa, foi o de efeitos aleatórios, já consolidado sob o ponto de vista teórico da literatura econométrica.

Após verificar qual o método mais adequado para todos os modelos econométricos, verifica-se os pressupostos de validação do modelo. É realizado o teste de normalidade de distribuição dos resíduos dos modelos por meio do Teste de *Jarque-Bera* baseado em Jarque e Bera (1987). Além disso, foi realizado o teste do fator de inflação de variâncias (VIF), a fim de verificar se havia variáveis correlacionadas, possivelmente acarretando problema de multicolinearidade. Para o referido teste, o valor de referência utilizado foi de 5, haja vista que, acima desse valor considerou-se haver presença de multicolinearidade.

Ressalta-se, que todas as variáveis quantitativas foram padronizadas conforme Morse, Nanda e Seru (2011), considerando as variáveis de setor e ano. Para capturar a variação, utilizou-

se o *z-score*, que considera a observação, menos a média, dividido pelo desvio padrão de determinada variável.

Considerando o contexto apresentado, para responder à pergunta de pesquisa e analisar as hipóteses 1, 2 e 3 listadas, o seguinte modelo de análise será observado para as regressões de dados em painel, pois conforme Wooldridge (2002), este modelo possibilita o uso de dados temporais, viabilizando a avaliação das empresas em distintos períodos.

Desta forma, para identificar o impacto da estrutura de propriedade e controle na governança corporativa e desempenho, foram utilizados modelos de regressões simples. A equação abaixo visa evidenciar os resultados da hipótese de pesquisa **H1**, que pretende analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa (*corporation*) na estrutura de governança corporativa.

$$IGC_{it} = \beta_0 + \delta_1 \mathbf{Corp}_i + \sum_1^4 \theta_k \mathbf{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

A equação abaixo visa analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa (*corporation*) no desempenho financeiro, com objetivo de responder a hipótese **H2** desta pesquisa.

$$Roa_{it} = \beta_0 + \delta_1 \mathbf{Corp}_i + \sum_1^4 \theta_k \mathbf{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

A equação abaixo visa analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa (*corporation*) no desempenho de mercado com objetivo de responder a hipótese **H3** desta pesquisa.

$$QdeTobin_{it} = \beta_0 + \delta_1 \mathbf{Corp}_i + \sum_1^4 \theta_k \mathbf{Controles}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Dado que, nesta pesquisa, serão utilizadas duas categorias para definição das *Corporations*, para o teste de robustez, os modelos serão regredidos e os resultados serão comparados com a estimativa das duas categorizações.

Na sequência, algumas limitações desta pesquisa são apresentadas.

### 3.6 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Neste capítulo apresenta-se as limitações da pesquisa. Embora este estudo apresente uma relação importante, esta pesquisa sugere algumas limitações que são singulares a amostra analisada, visto abordar um cenário peculiar reservado à análise voltada para empresas brasileiras caracterizadas como *corporations*. Desta forma, os resultados não podem ser generalizados para as demais empresas brasileiras que não foram objetos de análise nesta pesquisa.

Adicionalmente, como limitação têm-se a coleta de dados que se deu de forma manual, exigindo um tempo para ser executada, sendo necessária a aplicação de uma série de análises para identificar quais empresas seriam incluídas na amostra e posteriormente, a escolha de suas companhias comparáveis, dada a dificuldade de montar uma amostra equilibrada de empresas com características semelhantes.

Ao mesmo tempo, assume-se que os achados não significativos evidenciados para as hipóteses de pesquisa, podem decorrer do tamanho amostral de *Corporations* identificadas e do lapso temporal considerado, uma vez que, quanto menor o número de observações do evento, maior a chance de não ser estabelecida significância estatística, principalmente ao se trabalhar com variáveis *dummies*. Desta forma, a quantidade reduzida de empresas com dados suficientes para integrar a amostra, sinalizam uma limitação desta pesquisa.

Esta pesquisa não se utilizou da técnica *Propensity Score Matching* (PSM) (ROSENBAUM; RUBIN, 1983; SHIPMAN; SWNQUIST; WHITED, 2017), uma vez que a escolha dos grupos se deu de forma manual, o que permite reduzir vieses de seleção. Além disso, a utilização de uma análise adicional por meio do GMM-Sys (BLUNDELL; BOND, 1998) não foi observada como um instrumento válido para esta pesquisa, pois os resultados não se mostraram significativos também.

Outra limitação existente, é a falta de divulgação de informações públicas pelas companhias, o que ocasiona a exclusão de observações que não fornecem informações suficientes para compor a amostra da pesquisa. Neste aspecto, à medida que mais dados são disponibilizados pelas companhias, pesquisas que visam a replicação apropriada do estudo são pertinentes, contemplando maior número de empresas e um horizonte temporal maior.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste capítulo, apresenta-se a discussão e análise dos resultados encontrados a partir da amostra de dados selecionada, de forma a responder o problema de pesquisa e atingir os objetivos e hipóteses previamente estabelecidos. O capítulo inicialmente apresenta a estatística descritiva das variáveis, com o teste de diferença entre as médias (Teste T) e a matriz de correlação. Na sequência, apresenta-se o estudo do efeito da estrutura de propriedade e controle no desempenho e governança corporativa das *corporations* listadas na B3, o que envolve a execução do modelo por meio das regressões.

### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Para a análise descritiva dos resultados encontrados, procedeu-se inicialmente a avaliação do intervalo real (mínimo e máximo), da média, desvio padrão e variância das variáveis dependentes do estudo, que são a Governança Corporativa ( $IGC_{it}$ ), o Retorno sobre os ativos ( $ROA_{it}$ ) e o Q de *Tobin* ( $QTobin_{it}$ ), além das variáveis de controle que são a quantidade de investidores institucionais ( $Inv_{it}$ ), o tamanho ( $Tam_{it}$ ), o endividamento ( $End_{it}$ ) e o *Market To Book* ( $MTB_{it}$ ).

A Tabela 1 evidencia os resultados da estatística descritiva para o grupo de empresas estabelecidas por meio dos critérios definidos na seção 3.3.1 da presente pesquisa.

Tabela 1 – Estatística descritiva das variáveis do modelo

	<i>Corporations</i>					Controle					Diff	T test
	Obs	$\bar{x}$	$\sigma$	Min	Max	Obs	$\bar{x}$	$\sigma$	Min	Max		
$IGC_{it}$	256	0,56	0,21	0,00	0,73	274	0,50	0,22	0,00	0,78	0,06	***
$ROA_{it}$	234	0,03	0,09	-0,21	0,30	257	0,07	0,08	-0,20	0,30	-0,04	***
$QTobin_{it}$	219	1,71	7,06	-0,03	104,99	211	2,94	15,81	0,24	188,67	-1,23	NS
$Inv_{it}$	190	105,09	126,96	0,00	437,00	236	68,78	109,02	0,00	457,00	36,32	***
$Tam_{it}$	247	6,50	0,75	4,30	8,70	266	6,52	0,77	4,75	8,57	-0,01	NS
$End_{it}$	256	0,66	0,22	0,06	1,00	274	0,64	0,23	0,00	1,00	0,03	*
$MTB_{it}$	216	2,00	4,24	-47,95	16,85	206	1,80	8,28	-108,88	17,92	0,21	NS

**Nota:** \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Todas as variáveis quantitativas foram winsorizadas entre (2,5%-97,5%). **IGC** – Índice de Governança Corporativa; **ROA** – Retorno sobre os Ativos; **QTobin** – Q de Tobin; **Inv** – Investidor Institucional; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

A partir da Tabela 1, enfatiza-se, que o grupo de tratamento (*Corporations*) é composto pelas empresas caracterizadas como *corporation* no respectivo ano em que foram caracterizadas (*dummy* 1) e não *corporation* nos anos em que não foram (*dummy* 0). Receberam *dummy* 0 neste grupo também as empresas que em nenhum ano apresentaram característica de *corporation*. Em relação ao grupo de controle, este é composto por empresas que nunca foram *corporation* (*dummy* 0).

Considerando este cenário, os resultados encontrados para o grupo de tratamento e de controle das *corporations*, evidenciam que as variáveis pesquisadas possuem os respectivos valores mínimos e máximos e que estas se diferem na amostra analisada. Quanto à média, observa-se que as variáveis apresentaram comportamento semelhante em ambos os grupos, com destaque apenas para a quantidade de investidores institucionais ( $Inv_{it}$ ) os quais expressam uma maior média no grupo de tratamento.

Quanto às variáveis dependentes, o Índice de Governança Corporativa ( $IGC_{it}$ ) demonstra que 56% dos atributos de governança são observados pelas empresas da amostra do grupo de tratamento. Apesar de representar mais da metade, os resultados corroboram com a percepção de Leal, Carvalho e Iervolino (2015) ao indicar que algumas práticas ainda demandam maior atenção por parte das companhias.

Entre as medidas de desempenho, o Retorno sobre os Ativos ( $ROA_{it}$ ) apresentou uma média relativamente baixa em ambas as amostras e o *Q de Tobin* ( $QTobin_{it}$ ) e o *Market To Book* ( $MTB_{it}$ ) médias positivas superiores a 1, com destaque para o *Q de Tobin* (2,94) no grupo de controle, que representa o notável valor de mercado e crescimento das empresas da amostra e o *Market To Book* (2,00) no grupo de tratamento. Estes resultados estão em consonância com os achados de Din et al. (2021), que revelam um ROA baixo e *Market To Book* elevado, fato que demonstra ações sobrevalorizadas na média em sua amostra.

Em relação às variáveis de controle, requer destaque a quantidade de Investidores Institucionais ( $Inv_{it}$ ), os quais apresentaram uma média elevada e valores mínimos e máximos significativos, o que permite considerar que grande parte das companhias de ambas as amostras possuem um elevado número de investidores institucionais, e que por outro lado, outras não apresentam este tipo de acionista em sua estrutura de propriedade. A presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade, confere maior *expertise* e interesse na avaliação do desempenho financeiro destas empresas, assim como da qualidade da gestão e da governança, possibilitando inclusive, a melhora nos níveis de monitoramento (CRANE; MICHENAUD; WESTON, 2016). Além disso, os resultados diferenciaram-se significativamente, visto o desvio padrão superior à média.

O Tamanho ( $Tam_{it}$ ) das companhias possui destaque com uma média de 6,50 para o grupo de tratamento e 6,52 para o grupo de controle, o que revela nas empresas da amostra um porte aproximado, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total, para ambos os grupos de análise. O valor médio do Endividamento ( $End_{it}$ ) revela que as empresas listadas possuem em média 66% e 64% de grau de endividamento, o que sugere um grau considerado moderado de dependência do capital de terceiros.

Em relação ao desvio padrão, destaca-se com menor valor em ambos os grupos as variáveis representadas pelo Índice de Governança Corporativa ( $IGC_{it}$ ), Tamanho ( $Tam_{it}$ ) e Endividamento ( $End_{it}$ ), o que sugere uma baixa dispersão em relação à média e maior homogeneidade dos dados. No entanto, as variáveis Retorno sobre os Ativos ( $ROA_{it}$ ), *Q de Tobin* ( $QTobin_{it}$ ) e *Market To Book* ( $MTB_{it}$ ) apresentaram desvio padrão superior à média, o que indica que se diferem notadamente de uma empresa para outra na amostra analisada. Quanto à análise do *p-value*, este indicou diferenças estatisticamente significativas a um nível de 1% de significância para as variáveis IGC, ROA e Inv, com exceção do nível de endividamento, que foi a 10%. As variáveis Q de Tobin, MTB e Tam não apresentam diferenças com significância estatística.

## 4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Objetivando encontrar maiores indícios estatísticos para verificar as hipóteses de pesquisa, na sequência realizou-se a análise dos coeficientes de correlação de *Pearson* entre as variáveis explicadas e explicativas do modelo econométrico do presente estudo. Conforme é sinalizado abaixo, destaca-se a existência de correlação entre as variáveis dependentes e a variável independente do modelo.

A Tabela 2 evidencia os resultados da matriz de correlação de *Pearson* para o grupo de empresas estabelecidos por meio do conjunto de parâmetros próprios definidos nesta pesquisa.

Tabela 2 – Matriz de correlação de *Pearson* entre as variáveis utilizadas nos modelos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
$ROA_{it}$	(1) 1.00								
$Corp_i$	(2) <b>-0.20***</b>	1.00							
$PosCorp_{it}$	(3) -0.07	<b>0.15***</b>	1.00						
$Inv_{it}$	(4) 0.05	<b>0.15***</b>	0.28	1.00					
$IGC_{it}$	(5) <b>-0.09*</b>	<b>0.13***</b>	<b>0.46***</b>	<b>0.40***</b>	1.00				
$Tam_{it}$	(6) <b>0.10**</b>	-0.0089	<b>0.21***</b>	<b>0.24***</b>	<b>0.31***</b>	1.00			
$End_{it}$	(7) <b>-0.26***</b>	0.06	<b>-0.18***</b>	<b>-0.26***</b>	<b>-0.19***</b>	-0.0613	1.00		
$QTobin_{it}$	(8) 0.06	-0.05	0.04	-0.07	<b>-0.13***</b>	<b>-0.09*</b>	0.0658	1.00	
$MTB_{it}$	(9) <b>0.10**</b>	0.0158	-0.0403	0.12	<b>0.09**</b>	<b>0.11**</b>	<b>-0.14***</b>	<b>-0.80***</b>	1.00

**Nota:** \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Todas as variáveis explicadas foram padronizadas conforme (Morse, Nanda e Seru, 2011). As variáveis quantitativas explicativas foram winsorizadas entre 2,5% e 97,5%. **Corp** – *Corporations*; **PosCorp** – Período após o evento (*Corporation*); **IGC** – Índice de Governança Corporativa; **ROA** – Retorno sobre os Ativos; **QTobin** – Q de Tobin; **Inv** – Investidor Institucional; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os resultados da Tabela 2 demonstram correlação significativa aos níveis de 1%, 5% e 10% de significância entre as variáveis. Com relação ao período pós-*corporation* ( $PosCorp_{it}$ ) das *corporations* brasileiras, variável adicional que representa o conjunto de empresas que migraram ao longo do tempo para uma estrutura mais dispersa e que visa capturar os resultados pré e o pós das empresas que foram caracterizadas como *corporations*, o Índice de Governança Corporativa mostrou-se moderadamente relacionado (0.46).

Observa-se que a quantidade de investidores institucionais apresenta correlação significativa com as *corporations*, o que demonstra que as empresas da amostra possuem significativa quantidade de investidores institucionais em sua estrutura de propriedade. Resultado positivo tendo em vista que proprietários institucionais são mais qualificados ao monitoramento, dado seu conhecimento de negócio, contribuindo desta forma, para a melhora de desempenho da empresa (GROB, 2007).

O tamanho da empresa ( $Tam_{it}$ ) relaciona-se positiva e significativamente com as empresas não *corporations* ( $PosCorp_{it}$ ) e com a rentabilidade dos ativos ( $ROA_{it}$ ), o que indica que com a expansão do tamanho da empresa, o desempenho financeiro medido pelo ROA tende a aumentar, divergente dos achados de Din et al. (2021), ao evidenciar uma relação negativa do tamanho com o ROA. No que tange ao endividamento da empresa, este mostrou-se negativa e significativamente relacionado às empresas que não foram *corporations* em algum período da análise, o que indica que a concentração de propriedade não favorece um possível aumento nos níveis de endividamento destas companhias.

A estrutura de propriedade e controle das *corporations* ( $Corp_i$ ) se relacionam negativa e significativamente com o ROA ( $ROA_{it}$ ), o que denota que a maioria das empresas da amostra apresenta rentabilidade negativa, ou seja, baixa capacidade em gerar resultados com base nos seus ativos. Empresas maiores ( $Tam_{it}$ ) também apresentaram melhores índices de governança corporativa ( $IGC_{it}$ ), pois relacionaram-se positiva e significativamente com esta variável, o que sugere que empresas de maior porte, em vista de suas complexidades, precisam ser dirigidas mediante atributos de governança de maior nível (BLACK; JANG; KIM, 2006).

Tais constatações foram melhor exploradas por meio das regressões de dados em painel, realizadas para a amostra de empresas analisadas segundo os dois critérios de análise, conforme apresenta a seção a seguir.

#### 4.3 O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO DESEMPENHO E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS *CORPORATIONS* LISTADAS NA B3

Buscando atender aos objetivos pré-definidos e as hipóteses de pesquisa (**H1**, **H2** e **H3**), nesta seção, procedeu-se a análise de regressão com dados em painel, no qual, foi analisado a significância estatística e o sinal do coeficiente de correlação entre as variáveis. A regressão configura-se como uma técnica mais robusta para avaliar as hipóteses de pesquisa e o comportamento das associações.

Neste contexto, na Tabela 3 apresentam-se os resultados da análise de regressão de dados em painel das equações 1, 2 e 3, compreendendo as empresas da mostra selecionadas por meio do critério próprio estabelecido nesta pesquisa e por meio da *proxy* já considerada pela literatura de Pedersem e Thomsen (1997). Destaca-se para o número de observações e de companhias, os quais diferem-se entre os critérios, dado que se trata de subamostras distintas.

Conforme evidenciado na Tabela 3, as estatísticas do Teste *Wald* ( $x^2$ ) mostraram-se estatisticamente significativas a um nível de 1%, para ambas as amostras (definição própria: Mod.1.1; Mod.2.1; Mod.3.1 e definição conforme Pedersen e Thomsen (1997): Mod.1.2; Mod.2.2; Mod.3.2), as quais demonstram que os ajustes de heterocedasticidade foram bem especificados em ambos os modelos e critérios utilizados.

No que tange aos resultados do coeficiente de determinação ( $R^2$ ), cuja medida, conforme Fávero (2013) visa identificar quanto a variabilidade da saída pode ser debitada aos seus previsores, revelam um poder de explicação dos modelos de 32,96% (  $IGC_{it}$  Mod.1.1), 29,36% (  $IGC_{it}$  Mod.1.2), 31,37% (  $IGC_{it}$  Mod.2.1), 16,79% (  $IGC_{it}$  Mod.2.2), 14,05% (  $IGC_{it}$  Mod.1.1), e 16,50% (  $IGC_{it}$  Mod.3.2), ou seja, a variável independente de cada modelo explica estes termos percentuais das variações ocorridas nas variáveis dependentes, considerados moderados para os modelos 1 e 2 e relativamente baixo, para o modelo 3.

Em relação ao Fator de Inflação da Variância (VIF), este representa o indicador do efeito que as outras variáveis independentes têm sobre o erro padrão de um coeficiente de regressão e conforme sugerem Hair et al. (2019), altos valores de VIF sugerem um alto grau de colinearidade. Nos modelos 1, 2 e 3, os resultados do VIF são de 3,65, 3,64 e 2,12 para as *corporations* definidas

pela métrica desta pesquisa e 4,10, 4,73 e 2,23 para as *corporations* definidas conforme Pedersen e Thomsen (1997).

Considerando os resultados do teste para ambas as amostras, pode-se afirmar que a colinearidade não representa potenciais problemas e por este motivo, o modelo proposto é mantido, visto que, os valores apresentam-se conforme o previsto na literatura, o qual demonstra que não há evidência de problemas de alta correlação entre as variáveis. Considerado o contexto apresentado, os modelos de regressão constantes na Tabela 3 evidenciam os resultados quanto à associação entre todas as variáveis que visam analisar a influência da estrutura de propriedade e controle das *corporations* no Índice de Qualidade de Governança Corporativa e no desempenho.

Tabela 3 – Estatísticas dos modelos de regressão para análise das hipóteses conforme os critérios apresentados na seção 3.3.1

	Sinal Esperado	IGC <sub>it</sub> (Mod.1.1)	IGC <sub>it</sub> (Mod.1.2)	ROA <sub>it</sub> (Mod.2.1)	ROA <sub>it</sub> (Mod.2.2)	QTobin <sub>it</sub> (Mod.3.1)	QTobin <sub>it</sub> (Mod.3.2)
Intercepto	(+/-)	0.853 (0.529)	0.122 (0.475)	0.451 (0.927)	-1.002 (0.746)	1.373 (0.914)	-0.378 (0.802)
Corp <sub>i</sub>	(+)	0.102 (0.238)	0.211 (0.209)	-0.0895 (0.247)	-0.154 (0.215)	0.113 (0.200)	0.0948 (0.192)
PosCorp <sub>it</sub>	(+)	-0.125 (0.204)	<b>-0.250*</b> <b>(0.140)</b>	0.0336 (0.0887)	0.107 (0.126)	0.102 (0.118)	-0.0239 (0.153)
Corp x PosCorp <sub>it</sub>	(+)	0.0536 (0.261)	0.211 (0.196)	-0.352 (0.235)	-0.214 (0.194)	-0.000 (0.152)	-0.000138 (0.199)
ROA <sub>it</sub>	(+)	-0.796 (0.546)	<b>0.672**</b> <b>(0.292)</b>			<b>1.517**</b> <b>(0.594)</b>	<b>1.674***</b> <b>(0.403)</b>
Tam <sub>it</sub>	(+)	-0.0436 (0.100)	0.0516 (0.0780)	0.199 (0.172)	<b>0.257**</b> <b>(0.129)</b>	<b>-0.363**</b> <b>(0.173)</b>	-0.186 (0.126)
End <sub>it</sub>	(-)	-0.224 (0.258)	-0.0776 (0.119)	<b>-1.250***</b> <b>(0.387)</b>	<b>-0.413***</b> <b>(0.105)</b>	<b>0.668*</b> <b>(0.370)</b>	<b>0.803***</b> <b>(0.112)</b>
MTB <sub>it</sub>	(+)	<b>0.011***</b> <b>(0.003)</b>	-0.000650 (0.000585)	<b>-0.009***</b> <b>(0.003)</b>	-0.000 (0.001)		
InvInst <sub>it</sub>	(+)	<b>0.001***</b> <b>(0.000)</b>	5.49e-05 (8.24e-05)	<b>0.001*</b> <b>(0.000)</b>	0.000 (0.000)	0.001 (0.000)	0.000 (0.000)
NivGov <sub>it</sub>	(+)	<b>0.497**</b> <b>(0.221)</b>	<b>0.713***</b> <b>(0.168)</b>	-0.293 (0.306)	-0.080 (0.249)	-0.003 (0.275)	0.0848 (0.208)
Covid <sub>t</sub>	(-)	<b>-0.378***</b> <b>(0.125)</b>	<b>-0.362***</b> <b>(0.0836)</b>	0.0576 (0.153)	-0.016 (0.116)	0.0301 (0.120)	-0.129 (0.095)
IndGov <sub>it</sub>	(+)			-0.351 (0.402)	0.319 (0.928)	-0.783 (0.641)	1.384* (0.779)
Wald ( $\chi^2$ )		64.98***	136.61***	181,27***	39,61***	107.14***	67,46***
R <sup>2</sup> Geral		32,96%	29,36%	31,37%	16,79%	14,05%	16,50%
VIF ( $\mu$ )		3,65	4,10	3,64	4,73	2,12	2,23
Teste de Chow		10.88***	9.97***	5,29***	5,86***	6,05***	7,74***
Breush-Pagan		112.83***	220.49***	69,26***	204,92***	132***	190,27***
Hausman		8.81	6.81	66.04***	1,32	9.68	5,35
Observações		289	396	299	407	302	389
No. de empresa		89	100	90	101	90	98
Tipo de Painel		EA	EA	EA	EA	EA	EA
Controle de Setor		Sim	Sim	Sim	Sim	Não	Sim
Controle de Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim

**Nota:** \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo aos níveis de 1%, 5% e 10%. Erros padrões robustos clusterizados nas firmas. Todas as variáveis quantitativas foram padronizadas conforme (Morse, Nanda e Seru, 2011). **Corp** –

*Corporations*; **PosCorp** – Período após o evento (*Corporation*); **IndGov** – Índice de Governança Corporativa; **Tam** – Tamanho da firma; **End** – Endividamento; **MTB** – Market to Book; **Inv** – Investidor Institucional.

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os **modelos 1.1 e 1.2** evidenciam os resultados da influência da estrutura de propriedade e controle das *corporations* no Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IGC<sub>it</sub>), composto pelas 20 perguntas. Nos resultados reportados neste modelo, observa-se um efeito positivo, porém, estatisticamente não significativo da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations*, no índice de qualidade de governança corporativa, não sendo possível confirmar a relação proposta com as empresas de ambas as amostras selecionadas. Além disso, a seleção do mesmo número de empresas em cada ano, que não se enquadram como *corporations*, para serem usadas como comparáveis, considerando as variáveis de setor de atuação e tamanho (Corp x PosCorp<sub>it</sub>), também não apresentaram relação com significância estatística, nas demais variáveis do modelo.

Neste modelo, destaca-se uma influência negativa e significativa a 1% do período em que as empresas foram afetadas pela Covid, no índice de governança corporativa em ambas amostras. Esse resultado indica, que apesar das consequências geradas em período pandêmico, para as empresas da amostra, este período não acarretou em problemas nas práticas de governança corporativa, circunstância que ancora na estrutura de governança, a sua relevância em estabelecer melhores conexões entre os gerentes e acionistas (CARREIRO et al., 2021) e ao minimizar conflitos (MACHADO et al., 2020), possibilitando manter a saúde corporativa também em períodos instáveis.

Com relação ao desempenho de mercado representado pelo *Market To Book*, este mostrou-se positivamente relacionado a um nível de significância de 1% com o índice de governança corporativa das empresas da amostra definida pelos critérios próprios. Esses dados remontam ao fato de que, empresas com melhores indicadores de mercado, apresentam atributos de governança mais completos. Esta evidência corrobora os achados de Vilhena e Camargos (2015) os quais destacam que as empresas que adotam práticas diferenciadas de governança corporativa são mais suscetíveis de criar valor para os acionistas, melhorar o desempenho econômico-financeiro e valorizar suas ações.

A quantidade de investidores institucionais também apresentou relação positiva e significativa com o índice de governança, o que indica que as empresas que compõem a amostra 1.1, que possuem investidores institucionais em sua estrutura de propriedade, apontam para melhores índices de boas práticas de governança corporativa. Este resultado converge com o achado de Macêdo, Moura e Hein (2013) ao demonstrar uma relação positiva e significativa entre investidores institucionais e boas práticas de governança, o qual sinaliza que as empresas que

possuíam investidores institucionais como acionistas foram as que apresentaram melhores práticas de governança. As demais variáveis de controle, não apresentaram significância estatística, não sendo, portanto, reportadas nesta análise.

A relação do nível de rentabilidade (ROA) com o índice de governança (IGC) apresentou-se positiva e com significância estatística para as empresas da amostra 1.2, corroborando com as evidências de Catapan, Colauto e Barros (2013). O resultado apurado indica que estas companhias que apresentaram melhores níveis de governança corporativa, apresentaram também os maiores níveis de rentabilidade dos ativos, e como consequência, maiores níveis de competitividade.

Nesta perspectiva, é válido destacar que os indícios iniciais visualizados na estatística descritiva sinalizaram caminhar para o que se ensejava na pesquisa, no entanto, como não houve significância estatística, não se pode inferir sobre os resultados alcançados e se confirmar as relações desejadas.

Os **modelos 2.1 e 2.2** verificaram os efeitos das *corporations* no desempenho financeiro medido pelo ROA. Os achados revelam que a estrutura de propriedade e controle, quando dispersa, não exerce influência positiva e significativa no Retorno sobre os Ativos, ou seja, em se tratando das empresas que compõem as duas amostras, não se pode afirmar que quanto maior a dispersão acionária, maior será o desempenho financeiro.

Por outro lado, considerando as variáveis de controle do modelo, quanto à presença de investidores institucionais, destaca-se sua influência positiva e significativa ao nível de 10% na relação com o ROA na amostra 1, o que demonstra que o fato da companhia apresentar um número expressivo de investidores institucionais, eleva o valor e maiores efeitos positivos são observados em seu desempenho (DIN et al., 2021). Ali (2018) ao considerar os diferentes tipos de propriedade, revelou, que a relação específica entre a estrutura de propriedade institucional e o desempenho medido pelo ROA é negativa e estatisticamente insignificante, diferente das demais propriedades.

A relação do tamanho da empresa com o desempenho medido pelo ROA apresentou influência positiva e significativa ao nível de 5% na amostra 2, o que revela, que quanto maior o porte destas companhias, mais rentável ela será em relação ao conjunto de ativos, o que indica qualidade da gestão financeira e eficiência no uso de ativos. Em contrapartida, ao se observar a relação negativa e significativa ao nível de 1% do nível de endividamento com o ROA em ambas as amostras, percebe-se com este resultado, que as companhias se utilizam do fluxo de caixa disponível para a realização de investimentos, proporcionando controle e mitigação de riscos.

Em relação aos **modelos 3.1 e 3.2**, não foi possível afirmar os efeitos da estrutura de propriedade e controle das *corporations* brasileiras no desempenho de mercado medido pelo *Q de Tobin*, visto a relação não apresentar significância estatística. Dentre os achados da equação, o

tamanho da empresa destaca-se com influência negativa e significância de 1% na amostra 1, fato que demonstra que o tamanho das empresas pertencentes a este grupo de *corporations*, não se mostra como fator determinante para o seu desempenho de mercado, convergente com os achados de Caixe e Krauter (2013), o que indica que empresas maiores por possuírem mais custos de monitoramento devido aos problemas de agência, apresentam redução de seus valores de mercado. Além disso, o ROA e o endividamento apresentaram-se positiva e significativamente relacionados com o desempenho medido pelo *Q de Tobin* em ambas as amostras.

De modo geral, nas três equações propostas pelo estudo os resultados estão alinhados, tendo em vista que não foi possível afirmar que houve relação positiva estatística e significativa das *corporations* com o índice de governança corporativa e o desempenho financeiro e de mercado na amostra analisada.

Os indicativos acima, permitem destacar que, em todos os modelos de regressão, considerando os dois critérios utilizados para análise, não foi possível ratificar a relação positiva e estatisticamente significativa ensejada das *corporations* com o índice de governança corporativa e o desempenho financeiro e de mercado nas amostras analisadas.

#### 4.4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS PARA AS HIPÓTESES DE PESQUISA

Para Feng, Hassan e Elamer (2020) a literatura que versa sobre governança corporativa, sugere que a estrutura de propriedade e a governança corporativa exercem um papel crucial no monitoramento e orientação dos gestores, além de reduzir os possíveis conflitos de interesses na tomada de decisões. Adicionalmente, fomentar as boas práticas de governança, principalmente no que concerne ao funcionamento do conselho de administração, mostra-se como importante mecanismo de redução da probabilidade de deslistagem das empresas na Bolsa de Valores (CHARITOU; LOUCA; VAFEAS, 2007; BORTOLON; SILVA JÚNIOR, 2015), visto ser um instrumento influente de decisão.

Neste contexto, a natureza da literatura que norteia as relações propostas nesta pesquisa, assume que a estrutura de propriedade atua como um mecanismo de governança corporativa no Brasil e desta forma, os aprimoramentos de governança, por consequência tendem a levar a um maior retorno das ações, por exemplo (PARTYKA; LANA, 2020). Silveira (2010) destaca que o resultado de estruturas de propriedade e controle dispersas, são companhias com uma administração mais profissional e ações mais líquidas (SILVEIRA, 2010).

As pesquisas neste viés ainda se apresentam incipientes no mercado acionário brasileiro, o que fortalece a realização deste estudo, e desta forma, buscou-se analisar, em que medida a

estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* brasileiras, explica a governança corporativa e o desempenho organizacional financeiro e de mercado. Pode-se observar, a partir da amostra, que as empresas de capital aberto listadas na B3, apesar de ter predominância concentrada, inúmeras companhias, nos anos mais recentes da amostra, transformaram-se em *corporations*, diluindo seu capital e sem a figura de um acionista controlador.

Neste contexto, após realizadas as análises de regressão para os efeitos da estrutura de propriedade e controle na governança corporativa e no desempenho das *corporations* listadas na B3, as evidências revisitadas acima não foram possíveis de afirmar nas duas amostras selecionadas. Desta forma, o Quadro 7 retoma as hipóteses da pesquisa, classificando-as como confirmadas ou não confirmadas, de acordo com os resultados apontados anteriormente.

Quadro 7 – Resumo dos resultados encontrados para as hipóteses

Nº	Hipóteses de Pesquisa	Metodologia	Conclusões
<b>H1</b>	A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente a estrutura de governança corporativa.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estatística Descritiva;</li> <li>▪ Matriz de correlação;</li> <li>▪ Regressão.</li> </ul>	Não se confirmou <b>H1. O Modelo 1</b> não evidenciou efeitos significativos da estrutura de propriedade e controle dispersa sobre o índice de governança corporativa.
<b>H2</b>	A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho financeiro.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estatística Descritiva;</li> <li>▪ Matriz de correlação;</li> <li>▪ Regressão.</li> </ul>	Não se confirmou <b>H2. O Modelo 2</b> não evidenciou efeitos significativos da estrutura de propriedade e controle dispersa sobre o desempenho financeiro.
<b>H3</b>	A estrutura de propriedade e controle dispersa está associada positivamente ao desempenho de mercado.	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Estatística Descritiva;</li> <li>▪ Matriz de correlação;</li> <li>▪ Regressão.</li> </ul>	Não se confirmou <b>H3. O Modelo 3</b> não evidenciou efeitos significativos da estrutura de propriedade e controle dispersa sobre o desempenho de mercado.

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Partindo-se destes fatos, nessa discussão, esperava-se estabelecer uma correlação entre a estrutura de propriedade e controle dispersa com o índice de qualidade de governança corporativa, dada a perspectiva de que, em uma estrutura mais dispersa, as deliberações refletiriam os interesses de todos os interessados e com isso, haveria reforço das práticas de governança corporativa (FREITAS, 2021), além de aumento da diversificação e distribuição do poder de tomada de decisão, favorecendo quando realizada adequadamente, a gestão e os diversos interessados na empresa (GANZ; HAVEROTH; RODRIGUES JUNIOR, 2019), entretanto, conforme apresentado na Tabela 3, constatou-se um efeito positivo, porém, sem significância estatística da estrutura de propriedade e controle das *corporations* sobre o índice de governança.

Desse modo, a **hipótese H1** não foi confirmada, uma vez que os resultados não foram significativos. Os achados revelam que, em companhias em que a estrutura de propriedade e controle é mais dispersa, apenas este fato não é determinante para melhores práticas de governança corporativa, assim como para menores riscos de desencadear um problema de agência, por exemplo, entre acionistas controladores e minoritários. Desta forma, por meio da métrica proposta neste estudo, que classifica e distingue *corporations* de não *corporations*, e também da métrica consolidada na literatura de Pedersen e Thomsen (1997), não se pode afirmar que as *corporations* apresentem um índice de governança melhor, pois os resultados não foram consistentes.

A perspectiva desta pesquisa estava consubstanciada nos achados de Abdallah e Ismail (2017) em que revelam, que a relação positiva entre a qualidade da governança e o desempenho da empresa é mantida e é mais forte em níveis baixos de propriedade concentrada, além disso, que esta relação é uma função crescente da propriedade dispersa e que a agregação de valor da boa governança não é necessariamente mantida em altos níveis de concentração de propriedade.

Os achados dos autores mencionados, sugerem que uma propriedade com alta dispersão implica adição de valor na boa governança, além de fortalecer a relação entre governança corporativa e desempenho, enquanto que, em um ambiente de propriedade concentrada, uma boa governança não levaria necessariamente a um melhor desempenho (ABDALLAH; ISMAIL, 2017). O resultado controverso encontrado nesta pesquisa, pode ser explicado pelo tamanho amostral modesto de companhias caracterizadas como *corporations*, a qual sinaliza uma possível limitação que levou a esta evidência inconclusiva. Nesse sentido, os resultados sinalizam que para as *corporations* da amostra, a pulverização da propriedade, ainda enseja um ambiente que necessita de um sistema de governança corporativa mais robusto, que além de reduzir possíveis problemas de agência, ainda resguarde seus ativos da expropriação (SONZA, 2017).

Por outro lado, as evidências encontradas conferem destaque ao índice de governança corporativa aplicados nesta pesquisa, pois contempla uma gama de atributos de governança e divulgação, que apesar de não exigidos legalmente, são considerados como boas práticas tanto pelas normas internacionais, quanto pelas brasileiras (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015). De maneira geral, os resultados observados na construção do índice, indicam que a qualidade das práticas de governança no Brasil, apesar de apresentar boas melhoras em alguns pontos (LEAL; CARVALHAL; IERVOLINO, 2015), ainda demandam maior atenção em outros por parte das companhias.

Corroborando com os achados de Leal, Carvalhal e Iervolino (2015), ainda é inexpressivo o número de companhias que proibem os empréstimos a partes relacionadas em seu estatuto social, assim como, das que reduziram formalidades a fim de facilitar a participação em assembleias,

configurando aspectos que precisam ser mais observados pelas companhias. Estes pontos, por exemplo, foram pouco observados pelas empresas da amostra analisada.

No que se refere à relação entre a estrutura de propriedade e controle com o desempenho financeiro e de mercado, a presunção pauta-se no argumento de que uma maior dispersão guiaria a companhia a uma maior maximização de valor. A expectativa que esperava-se estabelecer, é que houvesse uma associação positiva, em que as *corporations* apresentariam um desempenho operacional melhor e potencial de crescimento sob a perspectiva de sua dispersão acionária. No entanto, constataram-se efeitos positivos e negativos respectivamente, porém sem significância estatística. Desta forma, as **hipóteses H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub>** não podem ser confirmadas.

Esta hipótese estava elencada na proposição de que a existência de maior dispersão acionária, implicaria em incentivos para monitorar a gestão da empresa (GORTON; SCHMID, 1999), o qual resulta em maiores níveis de monitoramento em geral (FENG; HASSAN; ELAMER, 2020) e supervisão dos gestores e com isso, impactos positivos seriam sentidos no desempenho, no entanto, não se estabeleceu correlação entre essas variáveis, não confirmando a interação esperada entre as variáveis.

Ressalta-se, que na amostra selecionada, os resultados do teste de média evidenciaram diferenças significativas entre os grupos, sendo que o grupo de controle obteve um ROA melhor que o grupo de tratamento, no entanto, quando regredido, a associação apresentou-se negativa. Desta forma, não é possível afirmar que para as empresas *corporations* da amostra houve melhora em seu desempenho, em detrimento daquelas não *corporations*.

Da mesma forma, a literatura que buscou evidenciar essa relação considerando a estrutura de propriedade concentrada, também observou a falta de influência estatisticamente significativa da concentração de propriedade no desempenho (VIANA JUNIOR et al., 2020). Estas evidências convergem com as observadas pelas autoras Peixoto e Buccini (2013), a despeito dos resultados serem similares, pois ao verificar esta relação em uma outra amostra de pesquisa brasileira, indicaram que a concentração de propriedade e controle representa um reflexo negativo sobre o valor e o desempenho medido pela rentabilidade das empresas.

Além disso, Ferreira e Martins (2016) notaram que, considerando os países da América Latina, apenas no Brasil, a concentração de propriedade e controle apresentou relação negativa com o desempenho, indicando que o aumento da concentração tende a reduzir o *Market To Book* da firma (FERREIRA; MARTINS, 2016). Desta maneira, percebe-se que, a previsão de que a propriedade e controle atua como um mecanismo que proporciona melhores resultados no que tange à performance das empresas, não é possível confirmar-se, nem na estrutura de propriedade dispersa, tampouco na concentrada, o que infere resultados que contrastam entre si e que se

mostram ainda inconclusivos no que se refere a estrutura de propriedade e controle e seus reflexos nas organizações.

No que concerne às relações referentes às variáveis de controle, estas alcançaram resultados mais uniformes. De acordo com Okimura, Silveira e Rocha (2007), quanto ao tipo de controlador, a literatura costuma classificar cinco tipos de acionistas controladores como relevantes, dentre estes, estão os investidores institucionais. Em relação a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade das empresas, esta influencia inclusive a escolha do instrumento de financiamento das empresas (ASHRAF; RIZWAN; AZMAT, 2020).

Além disso, o tipo de propriedade também pode afetar o nível de endividamento. Para Ashraf, Rizwan e Azmat (2020) a concentração da propriedade com qualquer categoria de acionistas afeta tanto a decisão de captar recursos, quanto a escolha do instrumento de captação de recursos. Desta forma, dado que, os efeitos do acionista no desempenho das empresas podem variar de acordo com a sua classificação (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007), pode-se inferir que, *corporations* que possuem maior número de investidores institucionais em sua estrutura de propriedade e controle, apresentam efeitos positivos e significativos em seu índice de governança corporativa e em seu desempenho, pois a quantidade de investidores institucionais, mostrou-se relacionada positiva e significativamente ao índice de governança e ao desempenho financeiro.

Portanto, quanto maior a presença de investidores institucionais na estrutura de propriedade da empresa, maior o desempenho (DAL VESCO; BEUREN, 2015; DIN et al., 2021). Esta evidência confere aos investidores institucionais, um papel efetivo de monitoramento das decisões de gestão, que reduz o comportamento de interesse próprio do gestor e alinha os interesses dos acionistas, fatos que juntos, tendem a melhorar o desempenho da companhia (DIN et al., 2021). Estas evidências divergem de Ali (2018), o qual encontrou um impacto negativo das participações institucionais no desempenho.

Com relação aos atributos da governança corporativa, Leal, Carvalhal e Iervolino (2015) encontraram uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a qualidade de suas práticas de governança corporativa, achado que vai de encontro com os resultados desta pesquisa, pois não se confirma a previsão de que empresas maiores tendem a possuir melhores estruturas de governança e controles internos com maior qualidade, além de estarem sujeitas a análises mais rigorosas por parte de investidores (MOURA et al., 2018).

Com relação ao desempenho, os resultados da variável de controle que representa o tamanho das companhias, para a amostra 2, indica que com a expansão do tamanho da empresa, o desempenho financeiro e de mercado da empresa não é influenciado significativamente. Este resultado é inconsistente ao encontrado por Din et al. (2021), fato que demonstra que o tamanho

das empresas pertencentes ao grupo de *corporations*, não é fator que apresenta relevância para o seu desempenho.

No que tange ao nível de endividamento, os resultados apresentaram influência positiva e significativa com o desempenho medido pelo *Q de Tobin* e relação negativa e significativa no desempenho financeiro medido pelo ROA em ambas as amostras, este último, indicando que empresas com maiores retornos, são menos endividadas (BRITO; BATISTELLA; CORRAR, 2007).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo apresenta as conclusões da pesquisa e as recomendações apresentadas a partir da sua realização para o desenvolvimento de futuros estudos.

### 5.1 CONCLUSÕES

Nas últimas décadas, observa-se a relevância atribuída à governança corporativa no contexto das companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores. Além disso, o desempenho corporativo atrai continuamente a atenção de pesquisadores (ALI, 2018) e investidores, uma vez que, um dos objetivos principais das companhias é maximizar a sua riqueza. Embora a maior parte destas empresas ter controle definido e demonstrar predominância de propriedade e controle concentrada, essa realidade apresenta indicativos de evolução no cenário brasileiro, conforme demonstrado neste estudo por meio da amostra analisada.

A partir deste contexto, esta pesquisa teve por objetivo analisar a influência da estrutura de propriedade e controle dispersa das *corporations* brasileiras listadas na B3, no desempenho financeiro, de mercado e na governança corporativa e comparativamente com as companhias não *corporations*. Como objetivo específico, analisar entre as *corporations* brasileiras, que se tornaram *corporations* durante o período de análise, os efeitos da estrutura de propriedade e controle dispersa no desempenho e na estrutura de governança corporativa. Para responder aos objetivos, desenvolveu-se uma pesquisa descritiva, realizada por meio de coleta de dados documental e abordagem quantitativa para a análise dos dados.

Os resultados encontrados para ambos os objetivos não foram significativos, pois a relação estatística entre as variáveis dependentes e independentes não apresentaram significância estatística positiva, e por isso, não se pode inferir sobre impactos positivos da estrutura de propriedade e controle dispersa no índice de governança corporativa e no desempenho. Da mesma forma, nas empresas que se tornaram *corporations* durante o período de análise não houve alteração no desempenho e na estrutura de governança corporativa.

A partir dessa análise, observa-se nas empresas que compõem a amostra, que a dispersão acionária não se mostra como fator determinante dos atributos existentes na estrutura de governança corporativa das companhias, e desta forma, nota-se uma divergência frente as inferências que sugerem que uma propriedade com alta dispersão implica adição de valor na boa governança (ABDALLAH; ISMAIL, 2017).

Ademais, haja vista que os resultados não indicam significância estatística da estrutura de propriedade e controle dispersa com o desempenho, os achados sinalizam que para as *corporations* da amostra, a perspectiva de maiores níveis de desempenho, não se estabelecem em um cenário de dispersão acionária. Embora tenha-se diferenças entre os mercados de cada país, as evidências contestam os achados de Paniagua, Rivelles e Sapena (2018), os quais destacam que a estrutura acionária em cenários de dispersão se relaciona com o desempenho financeiro das empresas e reafirmam os de Konijn, Kraussl e Lucas (2011), que encontraram uma relação negativa desta relação.

A falta de significância positiva entre a estrutura de propriedade e controle e o desempenho, pode ser explicada justamente devido à diversidade de fatores que podem influenciar nessa relação, como condições culturais, políticas ou ambientais (HU; IZUMIDA, 2008), desta forma, a literatura ao apresentar resultados variados da relação entre estrutura de propriedade e desempenho, recomenda-se que estes resultados sejam interpretados apenas no contexto de cada país ou companhia (ALI, 2018), dadas suas diferenças.

Contudo, as variáveis de controle dos modelos de regressão reforçam os resultados que a literatura preconiza, ao evidenciar a quantidade de investidores institucionais, positivamente relacionada ao desempenho financeiro, o que demonstra a necessidade de se fortalecer a propriedade institucional a fim de estimular a maximização do desempenho financeiro das companhias. Esta evidência corrobora com os resultados e tendências apresentadas por Peixoto e Buccini (2013), Dal vesco e Beuren, (2015) e Din et al. (2021).

Apesar dos resultados não mostrarem evidências que apoiam o impacto positivo da estrutura de propriedade e controle dispersa no desempenho e em atributos de governança corporativa, esta pesquisa contribui empiricamente para a literatura sobre estrutura de propriedade e controle sob a ótica da dispersão acionária em um mercado emergente como o Brasil.

As contribuições empíricas também estão pautadas na relevância que confere aos novos investidores e acionistas, que pretendem ingressar no mercado de ações, e que buscam captar quais as melhores oportunidades para investimento, no que tange ao retorno financeiro. Adicionalmente, para melhorar o desenvolvimento do mercado acionário como um todo, com o intuito de auxiliar as companhias a alcançar uma estrutura de propriedade corporativa ideal (ABDALLAH; ISMAIL, 2017), que proporcione melhores práticas de governança e conseqüentemente, melhor performance.

Aos diversos usuários das informações de mercado, pois mostra que os diferentes tipos de propriedade e controle, apresentam reflexos distintos em relação às práticas de governança corporativa. Sob o ponto de vista do aperfeiçoamento dos padrões de governança corporativa, esta

pesquisa apresenta contribuição prática, uma vez que, demonstra nas empresas que compõem a amostra, quais práticas ainda carecem de maior atenção e quais estão sendo observadas com maior esmero pelas companhias, seguindo as recomendações e orientações do IBGC e da CVM para a boa governança.

A relevância do estudo também se relaciona com o fato de que no Brasil ainda existe uma lacuna empírica no que se refere a estudos que consideram a dispersão de propriedade. Deste modo, esta pesquisa contribui com a literatura à medida que acrescenta um novo aspecto para observação nas companhias listadas na Bolsa de Valores do Brasil.

Ressalta-se a abordagem empírica utilizada, a qual realiza a comparação entre empresas de mesmo setor e tamanho, e com isso, a metodologia adotada, de procedimento econométrico com grupo de referência, em que foram analisadas variáveis de empresas *corporations* e não *corporations*. Além disso, a coleta de dados de forma manual, por meio da consulta em formulários de referência e sites das companhias listadas na bolsa de valores, confere ao banco de dados uma característica única, além de tratar-se de uma base atual, por envolver o último exercício encerrado.

Por fim, o conjunto de evidências encontradas estimulam a realização de novos estudos. Desta forma, algumas oportunidades de pesquisa são destacadas a seguir.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA ESTUDOS FUTUROS

Dados os aspectos metodológicos adotados para a operacionalização do estudo e a partir dos resultados de sua realização, no decorrer desta pesquisa verificou-se algumas oportunidades para a realização de distintas pesquisas sob a abordagem da estrutura de propriedade e controle e governança corporativa.

Deste modo, sob a perspectiva da estrutura de propriedade e controle, uma vez que a evolução do sistema de estrutura apresenta mudanças principalmente nos últimos anos, em vista das limitações desta pesquisa, recomenda-se ampliar o número de empresas pesquisadas, selecionando inclusive um lapso temporal maior, a fim de identificar de forma mais robusta, o processo de transição das companhias da estrutura de propriedade e controle concentrada, para a dispersa. Sugere-se ainda, abordar a estrutura de propriedade e controle por meio da concentração de direitos de voto, considerando os três principais acionistas votantes (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015) e utilizar técnicas econométricas, como a regressão quantílica, pois esta mostra-se apropriada dadas as diferenças existentes entre as empresas pesquisadas.

Além disso, recomenda-se para estudos futuros, a observação de empresas listadas na Bolsa brasileira, com empresas listadas de outros países, com predominância da propriedade dispersa há

mais tempo, a fim de comparar os reflexos que este tipo de estrutura confere às companhias, em diferentes variáveis.

Os resultados desta pesquisa podem ser refinados ainda mais, ao considerar como variáveis de controle, variáveis de governança corporativa, como por exemplo, composição do conselho e também diferentes tipos de estrutura de propriedade, dado que, o tipo de propriedade também pode apresentar efeitos distintos em variáveis financeiras. Ainda, a utilização de outros métodos de robustez para análise adicional dos dados mostra-se como relevante, a fim de garantir maior robustez aos resultados. Por fim, sugere-se a análise e correção do conjunto de limitações referidas neste estudo, haja vista, que se considerados, podem representar uma nova perspectiva de resultados para a associação proposta neste estudo.

## REFERÊNCIAS

- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization. **The American Economic Review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S.; DIAZ, M. D. M. Governança Corporativa e Propriedade Piramidal: O Papel do Novo Mercado. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n. 1, p. 5–38, 2018.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. Dos; FERREIRA, L. F. V. DE M.; TORRES, F. J. V. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas Brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907–924, 2010.
- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C. Remuneração de Executivos e Desempenho no Mercado Brasileiro: Relações Contemporâneas e Defasadas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. 4, p. 545- 568, 2017.
- AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the Dots: Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.
- AGUILERA, R. V.; CRESPI-CLADERA, R. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, v. 5, n. 1, p. 50–57, 2016.
- ABDALLAH, A. A. N.; ISMAIL, A. K. Corporate governance practices, ownership structure, and corporate performance in the GCC countries. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 46, p. 98–115, 2017.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 7. ed. Grupo GEN, 2014.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 12, n. 4, p. 555–595, 2015.
- ALABDULLAH, T. T. Y. The relationship between ownership structure and firm financial performance. **Benchmarking: An International Journal**, v. 25, n. 1, p. 319–333, 2018.
- ALI, A. The Relationship between the Ownership Structure, Capital Structure and Performance. **Journal of Accounting-Business & Management**, v. 25, n. 1, p. 1-20, 2018.
- ARELLANO, M.; BOND, S. Some tests of specification for panel data: a Monte Carlo evidence and an application to employment equations. **The Review of Economic Studies**, v. 58, n. 2, p. 277-297, 1991.
- ASHRAF, D.; RIZWAN, M. S.; AZMAT, S. Not one but three decisions in sukuk issuance: Understanding the role of ownership and governance. **Pacific- Basin Finance Journal**, v. 69, n. 101423, p. 1-19, 2020.

BARNETT, V.; LEWIS, T. **Outliers in Statistical Data**. New York: Wiley, 1994.

BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 75-94, 2009.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438- 469, 2015.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/L6404compilada.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 28 de fev. 2022.

BRASIL. **Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Leis/LEIS\\_2001/L10303.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm)>. Acesso em: 28 de fev. 2022.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)>. Acesso em: 28 de fev. 2022.

BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Regulamentos de práticas diferenciadas de governança corporativa nível 2**. Disponível em: <[BRASIL, BOLSA E BALCÃO. \*\*Regulamento de listagem do novo mercado\*\*. Disponível em: <\[BRITO, G. A. S.; BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. \\*\\*Revista Contabilidade & Finanças\\*\\*, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.\]\(https://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\_NovoMercado.pdf#:~:text=Est%C3%A1%20prevista%2C%20no%20Regulamento%20de%20Listagem%2C%20a%20possibilidade,cional.%20Esse%20fato%20representa%20a%20rescis%C3%A3o%20do%20contrato>https://bvmf.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/Folder\_NovoMercado.pdf#:~:text=Est%C3%A1%20prevista%2C%20no%20Regulamento%20de%20Listagem%2C%20a%20possibilidade,cional.%20Esse%20fato%20representa%20a%20rescis%C3%A3o%20do%20contrato></a>>. Acesso em: 15 de jul. 2022.</p></div><div data-bbox=\)](https://www.b3.com.br/data/files/36/15/52/B7/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-nivel-2-vigente-apos-06022006.pdf#:~:text=%E2%80%9CControle%20Difuso%E2%80%9Dsignifica%20o%20Poder%20de%20Controle%20exercido%20por,comum%20e%20nem%20atue%20representando%20um%20interesse%20comum.>https://www.b3.com.br/data/files/36/15/52/B7/3762F510ACF0E0F5790D8AA8/regulamento-do-nivel-2-vigente-apos-06022006.pdf#:~:text=%E2%80%9CControle%20Difuso%E2%80%9Dsignifica%20o%20Poder%20de%20Controle%20exercido%20por,comum%20e%20nem%20atue%20representando%20um%20interesse%20comum.></a>>. Acesso em: 28 de fev. 2022.</p></div><div data-bbox=)

BERK, J.; DEMARZO, P. **Finanças empresariais**. Porto Alegre: Bookman, 2010.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.

BEZERRA, P. C. S.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H.; FERNANDES, B. V. R. Estrutura de propriedade, conselho de administração e *disclosure* voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 25-46, 2015.

BISQUERRA, R.; SARRIERA, J.C.; MARTÍNEZ, F. **Introdução à estatística: enfoque informático com o pacote estatístico SPSS**. Porto Alegre: Artmed, 2004.

BLACK, B. S.; JANG, H.; KIM, W. Does corporate governance Predict firms' market values? Evidence from Korea. **The Journal of Law, Economics, and Organization**, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.

BLUNDELL, R.; BOND, S. **Initial conditions and moment restrictions in a dynamic panel data models: improving on the performance of the standard GMM estimators**. The institute for fiscal studies, 2000.

BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. DA. Determining factors for delisting of companies listed on BM&FBovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 140–153, 2015.

BORTOLON, P. M.; SOUZA SILVA, L.; BARROS, L. A. B. C. Ativismo e Solicitação de Instalação do Conselho Fiscal: influência do Monitoramento, Desempenho e Estrutura de Propriedade. **Contabilidade Gestão e Governança**, v. 22, n. 2, p. 261–279, 2019.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.-C.; GUEDHAMI, O. Postprivatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection. **Journal of Financial Economics**, v. 76, n. 2, p. 369–399, 2005.

BREUSCH, T. S.; PAGAN, A. R. The Lagrange Multiplier Test and its Applications to Model Specification in Econometrics. **The Review of Economic Studies**, v. 47, n. 1, p. 239-253, 1980.

CADHA, S.; SETH, H. Ownership structure and capital structure: a panel data study. **International Journal of Business Innovation and Research**, v. 24, n. 3, p. 385-396, 2021.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CRANE, A. D.; MICHENAUD, S.; WESTON, J. P. The effect of institutional ownership on payout policy: evidence from index thresholds. **Review of Financial Studies**, v. 29, n. 6, p. 1377-1408, 2016.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L.H.P. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1-2, p. 81–112, 2000.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 3. ed. Revisada e Atualizada. São Paulo: Saraiva, 2003.

- CARVALHAL-DA-SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. **Brazilian Review of Finance**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.
- CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.
- CARREIRO, N. K.; NASCIMENTO, J. C. H. B.; BARBOSA, F. L.; NETO, A. R.; SILVA, M. C. Relações entre governança corporativa, desempenho financeiro e valor de mercado: uma análise no contexto brasileiro. **Revista Facultad De Ciencias Económicas**, v. 29, n. 2, p. 11-28, 2021.
- CATAPAN, A.N; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação Entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.
- CHIENVU, M.; PHAN, T. T.; LE, N. T. Relationship between board ownership structure and firm financial performance in transitional economy: The case of Vietnam. **Research in International Business and Finance**, v. 45, p. 512–528, 2018.
- COELHO, E. G.; COLAUTO, R. D. O efeito moderador da concentração de investidores na relação entre surpresa nos lucros e retornos anormais. **Advances In Scientific and Applied Accounting**, v. 14, n. 2, p. 03- 15, 2021.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 28 de fev. 2022.
- CORREIA, T. S.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e assimetria de informação no mercado acionário brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**, v. 7, n. 2, p. 270-288, 2015.
- CHARITOU, A; LOUCA, C; VAFEAS, N. Boards, ownership structure, and involuntary delisting from the New York Stock Exchange. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 2, p. 249-262, 2007.
- CHUNG, K. H; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.
- DAL VESCO, D. G.; BEUREN, I. Influência da estrutura de propriedade e dos interlocks entre proprietários no desempenho das empresas. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 26, n. 3, p. 49-79, 2015.
- DARKO, J.; ARIBI, Z. A.; UZONWANNE, G. C. Corporate governance: The impact of director and board structure, ownership structure and corporate control on the performance of listed companies on the Ghana stock exchange. **Corporate Governance**, v. 16, n. 2, p. 259–277, 2016.
- DEGENHART, L.; GIORDANI, M. DA S.; HALBERSTADT, I. A.; SOARES, C. S.; ZONATTO, V. C. DA S. Corporate social responsibility and the market performance of Brazilian companies. **Revista de Administração da UFSM**, v. 13, p. 1373- 1391, 2020.

- DEMSETZ, H.; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, n. 6, p. 1155–1177, 1985.
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DIN, S. U.; ARSHAD KHAN, M.; KHAN, M. J.; KHAN, M. Y. Ownership structure and corporate financial performance in an emerging market: a dynamic panel data analysis, **International Journal of Emerging Markets**, v. 17, n. 8, p. 1-26, 2021.
- DUCASSY, I.; GUYOT, A. Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context. **Research in International Business and Finance**, v. 39, Part A, p. 291–306, 2017.
- EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- ERMEL, M. D. A.; DO MONTE, P. A. Shareholder Control, Firm Performance and Executive Compensation: Evidence from Brazilian Market. **Brazilian Review of Finance**, v. 16, n. 3, p. 455–491, 2018.
- FREITAS, C. A GAZETA. **Novo conselho da Vale: entenda o que pode mudar na empresa e para o ES**. Disponível em: <<https://www.agazeta.com.br/es/economia/novo-conselho-da-vale-entenda-o-que-pode-mudar-na-empresa-e-para-o-es-0521>>. Acesso em: 18 de jan. 2022.
- KROHEN, M. **O que é uma corporation?** Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/videos/o-que-e-uma-corporation/>>. Acesso em: 28/02/2022.
- FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L. DA.; CHAN, B. L. **Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Elsevier, 2009.
- FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. **Brazilian Business Review**, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013.
- FACCIO, M.; LANG, L. H. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 65, n. 3, p. 365–395, 2002.
- FENG, Y.; HASSAN, A.; ELAMER, A. A. Corporate governance, ownership structure and capital structure: evidence from Chinese real estate listed companies. **International Journal of Accounting & Information Management**, v. 28, n. 4, p. 759-783, 2020.
- FERREIRA, T. S. V.; MARTINS, O. S. Estrutura de propriedade e controle e desempenho corporativo nos principais mercados de capitais da América Latina. **Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade**, v. 6, n. 3, p. 1-19, 2016.
- GANZ, A. C. S.; HAVEROTH, J.; RODRIGUES JUNIOR, M. M. Risco idiossincrático e estrutura de propriedade: a possibilidade de diversificação explicada pela concentração de propriedade. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 16, n. 41, p. 117-136, 2019.

- GORTON, G.; SCHMID, F. Corporate governance, ownership dispersion and efficiency: Empirical evidence from Austrian cooperative banking. **Journal of Corporate Finance**, v. 5, n. 2, p- 119-140, 1999.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GROB, K. **Equity Ownership and performance: an empirical study of German traded companies**. 383 f. (Thesis) - Frankfurt, Heidelberg, Physica-Verlag Heidelberg, 2007.
- HO, J.; HUANG, C. J.; KARUNA, C. Large shareholder ownership types and board governance. **Journal of Corporate Finance**, 101715, p. 01-17, 2020.
- HU, Y.; IZUMIDA, S. H. The relationship between ownership and performance: A review of theory and evidence. **International Business Research**, v. 1, n. 4, p. 72-78, 2008.
- IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código de melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.
- IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Pratique ou Explique: Análise Quantitativa dos Informes das Companhias Abertas Brasileiras (2020)**. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24359>>. Acesso em: 20 de ago. 2022.
- JARQUE, C. M.; BERA, A. K. A Test for Normality of Observations and Regression Residuals. **International Statistical Review**, v. 55, n. 2, p. 163-172, 1987.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- KAO, M. F.; HODGKINSON, L.; JAAFAR, A. Ownership structure, board of directors and firm performance: evidence from Taiwan. Corporate Governance: **The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 189-216, 2019.
- KONIJN, S. J. J.; KRÄUSSL, R.; LUCAS, A. Blockholder dispersion and firm value. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 5, p. 1330–1339, 2021.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471–517, 1999.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147- 1170, 2002.
- LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L. C. DA; VALADARES, S. M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7–18, 2002.

LEAL, R. P. C.; CARVALHAL, A. L.; IERVOLINO, A. P. One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. **SSRN Electronic Journal**, 2015.

LIU, X.; ZHANG, C. Corporate governance, social responsibility information disclosure, and enterprise value in China. **Journal of Cleaner Production**, v. 142, Part 2, p. 1075–1084, 2017.

MACÊDO, F. F. R. R.; MOURA, G. D. De.; HEIN, N. Investidores institucionais e práticas de governança corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras listadas na BM&Fbovespa. **Revista Ibero Americana de Governança Corporativa**, v. 11, n. 21, p. 1-20, 2013.

MACHADO, L. K. C.; PRADO, J. W. DO; RAUBER, L. L.; CARVALHO, E. G.; SANTOS, A. C. DOS. 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**, v. 39, n. 2, p. 27-41, 2020.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MENDES-DA-SILVA, W.; GRZYBOVSKI, D. Corporate governance, performance and turnover of executives: a comparative study between family and non-family brazilian businesses. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 45-70, 2006.

MCKNIGHT, P. J.; WEIR, C. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 49, n. 2, p. 139–158, 2009.

MINETTI, R.; MURRO, P.; PAIELLA, M. Ownership structure, governance, and innovation. **European Economic Review**, v. 80, p. 165–193, 2015.

MIRANDA, B. P. J. M.; CROCCO, M. A.; SANTOS, F. B. Financeirização e governança corporativa: Um estudo sobre a estrutura de controle das empresas não-financeiras do Novo Mercado da BM&F Bovespa. **Brazilian Keynesian Review**, v. 3, n. 1, p. 75.94, 2017.

MOLLAH, S.; AL FAROOQUE, O.; KARIM, W. Ownership structure, corporate governance and firm performance: evidence from an African emerging market. **Studies in Economics and Finance**, v. 29, n. 4, p. 301-319, 2012.

MORSE, A.; NANDA, V.; SERU, A. Are Incentive Contracts Rigged by Powerful CEOs? **The Journal of Finance**, v. 66, n. 5, p. 1779–1821, 2011.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economics**, v. 20, n. 1-2, p. 293-315, 1988.

MORCK, R. K. **A history of corporate governance around the world**. Chicago: The University of Chicago Press, 2005.

MOURA, G. D. DE; BIANCHET, T. D. S. A.; MAZZIONI, S.; MACÊDO, F. F. R. R. Influência da estrutura de propriedade e da gestão familiar no gerenciamento de resultados. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 2, p. 107-126, 2018.

- MOHAMMAD, W. M. W.; WASIUZZAMAN, S. Environmental, Social and Governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. **Cleaner Environmental Systems**, v. 2, n. 100015, p. 01-11, 2021.
- NASCIMENTO, J. C. H. B. DO; ANGOTTI, M.; MACEDO, M. A. DA S.; BORTOLON, P. M. 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**, v. 11, n. 1, p. 166–185, 2018.
- OKIMURA, R.T.; SILVEIRA, A. D. M. Da.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.
- PANIAGUA, J.; RIVELLES, R.; SAPENA, J. Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. **Journal of Business Research**, v. 89, p. 229–234, 2018.
- PARTYKA, R. B.; LANA, J. Estrutura de Propriedade como um Mecanismo de Governança Corporativa no Brasil. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**, v. 8, n. 34, p. 111-121, 2020.
- PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. **Journal of International Business Studies**, v. 28, n. 4, p. 759–778, 1997.
- PEIXOTO, F. M.; BUCCINI, A. R. A. Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 18, p. 48-59, 2013.
- RAIMO, N.; VITOLLA, F.; MARRONE, A.; RUBINO, M. The role of ownership structure in integrated reporting policies. **Business Strategy and the Environment**, v. 29, n. 6, p. 2238–2250, 2020.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às Ciências Sociais. In.: Beuren, I. M. (Org.). **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2012. p. 76-97.
- RIBEIRO, F.; ATAMANCZUK, M. J.; GERIGK, W.; BISCAIA, L. F. Concentração de propriedade, governança corporativa e estrutura de capital no segmento de energia elétrica da B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 9, n. 2, p. 7-25, 2021.
- RICHTER, A.; WEISS, C. Determinants of ownership concentration in public firms: The importance of firm-, industry- and country-level factors. **International Review of Law and Economics**, v. 33, p. 1-14, 2013.
- ROGERS, P.; DAMI, A. B. T.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Corporate Governance and Ownership Structure in Brazil: Causes and Consequences. **Corporate Ownership & Control**, v. 5, n. 2, p. 36-54, 2008.
- ROSENBAUM, P. R.; RUBIN, D. B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. **Biometrika**, v. 70, n. 1, p. 41-55, 1983.

- RUBIO-MISAS, M. Financial stability in markets with a dual system of Takaful companies and conventional insurers. **Pacific-Basin Finance Journal**, 101355, 2020.
- SARTAWI, A. M. A. M. A. Ownership structure and intellectual capital: evidence from the GCC countries. **International Journal of Learning and Intellectual Capital**, v. 1, n. 3, p. 277-291, 2018.
- SANT'ANA, N. L. S.; MEDEIROS, N. C. D. DE; SILVA, S. A. DE L. E; MENEZES, J. P. C. B.; CHAIN, C. P. Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. **Gestão & Produção**, v. 23, n. 4, p. 718-732, 2016.
- SANTOS, A. A.; BOTINHA, R. A.; LEMES, S. Análise da *value relevance* da demonstração do valor adicionado nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, p. 1-16, 2019.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A Survey of Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SHIPMAN, J. E.; SWANQUIST, Q. T.; WHITED, R. L. Propensity Score Matching in Accounting Research. **The Accounting Review**, v. 92, n. 1, p. 213-244, 2017.
- SILVA, A. L. P.; BUENO, G.; LANA, J.; KOETZ, C. M.; MARCON, R. Uns Mais Iguais que Outros: a Relação entre Concentração de Propriedade e os Acordos de Acionistas. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, n. 3, p. 85-104, 2015.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- SIMÃO, B. C.; CALLADO, A. L. C.; PINHEIRO, R. B. O impacto da estrutura de propriedade sobre honorários de auditoria: evidências de empresas brasileiras. **Pensar Contábil**, v. 21, n. 76, p. 59-69, 2019.
- SOBRINHO, E. J.; TAVARES, V. B.; SILVA, P. R. Efeito da estrutura de propriedade na relação entre assimetria de informação e política de pagamentos. **Research, Society and Development**, v. 10, n. 5, p. 1-15, 2021.
- SONZA, I. B.; KLOECKNER, G. O. influência da estrutura de propriedade na eficiência das menores e maiores empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista de Finanças Aplicadas**, v. 1, p. 1-19, 2013.
- SONZA, I. B. Patterns of efficiency in dispersed, dominant and concentrated ownership structures in Brazil. RAM. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 18, n. 3, p. 232-259, 2017.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest european companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; CRISÓSTOMO, V. L. The Effects of Voting Ownership Concentration on Social and Environmental Disclosure: Empirical Evidence from Brazil. **Review of Business Management**, v. 21, n. 4, p- 906-927, 2019.

VIANA JUNIOR, D. B. C. C.; CAIXE, D. F.; PONTE, V. R. M. R. Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina. **Brazilian Business Review**, v. 16, n. 4, p. 400-415, 2019.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; MORAIS, C. R. F. DE; LUCA, M. M. M. DE; VASCONCELOS, A. C. DE. Concentração de Propriedade e Desempenho em Empresas Brasileiras em Períodos de Oferta Pública Inicial. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 23, n. 1, p. 19-37, 2020.

VILHENA, F. A. C.; CAMARGOS, M. A. Governança corporativa, criação de valor e desempenho econômico-financeiro: evidências do mercado brasileiro com dados em painel, 2005-2011. **Revista de Gestão**, v. 22, n. 1, p. 77-96, 2015.

WAN, W.; ZHOU, F.; LIU, L.; FANG, L.; CHEN, X. Ownership structure and R&D: The role of regional governance environment. **International Review of Economics & Finance**, v. 92, p. 45-58, 2020.

WOOLDRIDGE, J. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. 2nd ed. Massachusetts: MIT Press, 2002.

ZAID, M. A. A.; ABUHIJLEH, S. T. F.; PUCHETA-MARTÍNEZ, M. C. Ownership structure, stakeholder engagement, and corporate social responsibility policies: The moderating effect of board independence. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 3, p. 1344-1360, 2020.

## APÊNDICE A - Do File Stata 13 ® software

**\* Do File.**

**\* Dissertacao: O IMPACTO DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E CONTROLE NO DESEMPENHO E GOVERNANÇÀ CORPORATIVA DAS CORPORATIONS LISTADAS NA B3**

\* Autor: Marcia Ferraz Meneghel

\* Orientador: Profa. Dra. Patricia Maria Bortolon.

**\* 1. Coleta de dados:**

\* Os dados contábeis e financeiros foram coletados no sitio da ECONOMATICA (<https://economica.com/>) e da B3 ([http://www.b3.com.br/pt\\_br/](http://www.b3.com.br/pt_br/)).

\* Período: 2017-2021.

\* Periodicidade: anual.

**\* 1.1 Ajustes no Microsoft Excel.**

\* Foi utilizado o Excel para renomear os rótulos das variáveis e para formatar o padrão numérico.

**\* 2. Tratamento da base de dados no STATA 13 software**

**\* 2.1 Importando a base de dados referente a definição própria**

```
import excel "C:\Users\MARCIA\Documents\mestrado\mestrado ppgcc ufsm\dissertação\dissertação marcia ferraz meneghel\coleta de dados\base de dados finalizada para rodar\Base de dados_definicao propri > a.xls", sheet ("Def propria desb") firstrow case (lower)
```

**\* 2.2 Ajustes iniciais.**

\* Verificar se as variáveis numéricas foram importadas corretamente. Caso as variáveis quantitativas estiverem como strings, devem ser alteradas para numéricas.

```
sort set ano
drop in 481/622
egen ID = group(tick), label
drop in 1/480
egen Ano = group(ano), label
```

**\* 2.3 Padronizando a variável "setor"**

```
*****Setores com apenas uma firma foram agrupados com outros similares*****
fre set
```

```
replace set = "Telecomunicações" if set == "Comunicações"
replace set = "Indústria - Construção Pesada" if set == "Indústria - Construção Pesada"
replace set = "Petróleo, Gás e Biocombustíveis" if set == "Petroquímico"
replace set = "Tecnologia da Informação" if set == "Software e dados"
```

```
*****Setores reclassificados*****
```

```
set -- set
```

	Freq.	Percent	Valid	Cum.
Valid Agro e pesca	25	1.36	1.36	1.36
Agronegócio	15	0.81	0.81	2.17
Alimentos Processados	70	3.79	3.79	5.96
Alimentos e bebidas	10	0.54	0.54	6.50
Bens de Consumo e Varejo	90	4.88	4.88	11.38
Bens industriais	10	0.54	0.54	11.92
Biocombustíveis, Gás e Petróleo	70	3.79	3.79	15.72
Celulose, Papel e Madeira	30	1.63	1.63	17.34
Comércio	110	5.96	5.96	23.31

Constru��o e Imóveis	205	11.11	11.11	34.42
Energia e Serviços Básicos	220	11.92	11.92	46.34
Holding	55	2.98	2.98	49.32
Indústria	60	3.25	3.25	52.57
Indústria - Materiais de Constru��o	20	1.08	1.08	53.66
Indústria - Material Rodoviário	40	2.17	2.17	55.83
Indústria - M��qs. e Equipos.	55	2.98	2.98	58.81
Informática	50	2.71	2.71	61.52
Lazer	10	0.54	0.54	62.06
Materiais básicos	10	0.54	0.54	62.60
Metalurgia e Siderurgia	65	3.52	3.52	66.12
Minera��o	20	1.08	1.08	67.21
Outros	60	3.25	3.25	70.46
Participa��es	20	1.08	1.08	71.54
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	25	1.36	1.36	72.90
Saúde	90	4.88	4.88	77.78
Securitizadoras	10	0.54	0.54	78.32
Serviços	55	2.98	2.98	81.30
Serviços Educacionais	25	1.36	1.36	82.66
Tecidos, Vestuário e Cal��ados	85	4.61	4.61	87.26
Tecnologia da Informa��o	30	1.63	1.63	88.89
Telecomunica��es	20	1.08	1.08	89.97
Telefonia e Comunica��es	35	1.90	1.90	91.87
Transportes	100	5.42	5.42	97.29
Utilidades Dom��sticas	20	1.08	1.08	98.37
��gua e Saneamento	30	1.63	1.63	100.00
Total	1845	100.00	100.00	

sort set ano

drop in 481/622

egen ID = group(tick), label

drop in 1/480

egen Ano = group(ano), label

fre set

replace set = "Telecomunica  es" if set == "Comunica  es"

replace set = "Indústria - Constru  o Pesada" if set == "Indústria - Constru  o Pesada"

replace set = "Petróleo, G  s e Biocombustíveis" if set == "Petroquímico"

replace set = "Tecnologia da Informa  o" if set == "Software e dados"

egen SetEcon = group(set), label

destring inv, replace

rename SOMA igcsom

rename qtbal qtbalt

destring inv, replace force

drop roa\_w roe\_w igcsom\_w

\* 3. Winsorizando as variaveis quantitativas.

\* Instalando o pacote winsor2.

ssc install winsor2

\* Winzorizando os dados entre 2,5% e 97,5% por empresa.

winsor2 roa roe igc tam end qtb mtb qtbalt, suffix(\_w) cuts (2.5 97.5) by (ID)

xtset ID Ano, yearly

\* 3.1 Gerando dummies dicotomicas para os anos.

egen SegGov = group(seg), label

rename Corptrat Corp

label define Corp 0 "N  o Corporation" 1 "Corporation"

label value Corp Corp

rename controle Trat\_Contr

label define Trat\_Contr 0 "Controle" 1 "Tratamento"

```

label value Trat_Contr Trat_Contr
label define Pre_Pos 0 "Antes do evento" 1 "ApÃ³s o evento"
rename Pre_pÃ³s Pre_Pos
label value Pre_Pos Pre_Pos

* 3.2 Heterocedasticidade.
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr igcsom_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)

* 3.3 Teste T-Student
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse unequal
ttest roa_w, by( Pre_Pos ) reverse unequal

* Gerando os graficos de distribuicao normal.
histogram roa_w
replace roa_w = . if roa_w < -0.5
histogram roa_w
histogram roa_w
replace roa_w = . if roa_w > 0.5
histogram roa_w
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse unequal
ttest roa_w, by( Pre_Pos ) reverse unequal

xtreg roa_w i.Corp##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Ano , fe vce(robust)
gen Covid = 0
replace Covid = 1 if ano == 2020 | ano == 2021
label define Covid 0 "Antes da COVID" 1 "PerÃ-odo COVID"
label value Covid Covid
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.SegGov i.Covid i.Ano , fe
vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.SetEcon i.Covid i.Ano , fe
vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , re vce(robust)
reg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , vce(robust)
reg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.SetEcon i.Ano , vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.SetEcon i.Ano , fe
vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w qtb_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse unequal
ttest roa_w, by( Pre_Pos ) reverse unequal
replace inv = 0 if inv ==.
gen ln_inv = 0
replace ln_inv = ln(inv) if inv != 0
histogram ln_inv
drop roa_w roe_w igcsom_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w
winsor2 roa roe inv igc tam end qtb mtb qtbalt , suffix(_w) cuts(2.5 97.5) by(ID)
xtreg roa_w i.Corp##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w qtb_w inv_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid igcsom_w tam_w end_w qtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
drop if Pre_Pos ==.
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)

```

```

ttest roa_w, by( Pre_Pos ) reverse unequal
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse unequal
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , re vce(robust)
reg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano, vce(robust)
histogram igcsom_w
rename IGC IndGov
drop roa_w roe_w inv_w igcsom_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w
winsor2 roa roe inv igcsom IndGov tam end qtb mtb qtbalt , suffix(_w) cuts(2.5 97.5) by(ID)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , re vce(robust)
xtreg roa_w i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr###i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
histogram IndGov_w
histogram tam_w
histogram end_w
replace end_w = 1 if end_w > 1
histogram end_w
xtreg roa_w i.Trat_Contr###i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse unequal
xtreg roa_w i.Trat_Contr###i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg roa_w i.Trat_Contr###i.Covid i.Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.Ano , fe vce(robust)
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse
replace tick = "tech" in 71
replace tick = "BRML3" in 71
replace tick = "TECH" in 72
replace tick = "BRML3" in 72
histogram roa_w, normal kdensity by(Trat_Contr)
summarize roa_w roe_w Trat_Contr Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w Covid

```

#### \* 3.4 Instalando pacote Center

```
ssc install center
```

#### \* 3.5 Padronizando as variáveis quantitativas

```

by ID:center roa roe inv igcsom IndGov tam end qtb mtb qtbalt , prefix(z_) standardize
histogram z_ roa
xtreg z_ roa i.Trat_Contr###i.Covid i.Pre_Pos z_ IndGov z_ tam end_w z_ mtb z_ inv i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_ roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_ IndGov z_ tam end_w z_ mtb z_ inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
bysort Trat_Contr: summarize roa_w roe_w Trat_Contr Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w Covid
bysort Trat_Contr: summarize z_ roa z_ roe Trat_Contr Pre_Pos z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ mtb z_ inv Covid
drop z_ roa z_ roe z_ inv z_ igcsom z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ qtb z_ mtb z_ qtbalt
center roa roe inv igcsom IndGov tam end qtb mtb qtbalt , prefix(z_) standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_ roa z_ roe Trat_Contr Pre_Pos z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ mtb z_ inv Covid
drop z_ roa z_ roe z_ inv z_ igcsom z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ qtb z_ mtb z_ qtbalt
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_ roa z_ roe Trat_Contr Pre_Pos z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ mtb z_ inv Covid

```

#### \* Padronizando rótulos

```

replace roa_w =. if z_ roa < -3 | z_ roa > 3
replace roe_w =. if z_ roe < -3 | z_ roe > 3
replace IndGov_w =. if z_ IndGov < -3 | z_ IndGov > 3
replace tam_w =. if z_ tam < -3 | z_ tam > 3
replace mtb_w =. if z_ tam < -3 | z_ mtb > 3
replace inv_w =. if z_ inv < -3 | z_ inv > 3
drop z_ roa_w z_ roe_w z_ inv_w z_ igcsom_w z_ IndGov_w z_ tam_w z_ end_w z_ qtb_w z_ mtb_w z_ qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_ roa z_ roe Trat_Contr Pre_Pos z_ IndGov z_ tam z_ end_w z_ mtb z_ inv Covid
replace roa_w =. if z_ roa < -3 | z_ roa > 3
replace roe_w =. if z_ roe < -3 | z_ roe > 3

```

```

replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3

```

```

replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
replace roa_w =. if z_roa < -3 | z_roa > 3
replace roe_w =. if z_roe < -3 | z_roe > 3
replace IndGov_w =. if z_IndGov < -3 | z_IndGov > 3
replace tam_w =. if z_tam < -3 | z_tam > 3
replace mtb_w =. if z_tam < -3 | z_mtb > 3
replace inv_w =. if z_inv < -3 | z_inv > 3
drop z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w z_qtbalt_w
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_)
standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
bysort Trat_Contr: summarize roa_w roe_w Trat_Contr Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w
Covid
xtreg z_roa i.Corp i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Corp i.Trat_Contr z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , re vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , re vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon i.Ano , re
vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon i.Ano , re
vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SetEcon i.Ano , re
vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Ano , re vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Ano , re vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon i.Ano , re
vce(robust)
drop if set == "Securitizadoras"

```

```

xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon i.Ano , re
vce(robust)
gen set2 = set
replace set2 = "Outros" if set2 != "Alimentos e bebidas" | set2 != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" | set2 !=
"IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" | set2 != "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" | set2 != "Telefonia e
ComunicaÃ§Ãµes"
egen SetEcon2 = group(set2), label
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon2 i.Ano , re
vce(robust)
replace set2 = "Outros" if set != "Alimentos e bebidas" | set != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" | set !=
"IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" | set != "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" | set != "Telefonia e
ComunicaÃ§Ãµes"
replace set2 = set
replace set2 = "Outros" if set2 != "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "Outros" if set != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" if set == "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "Outros"
replace set2 = "Alimentos e bebidas" if set != "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "Outros"
replace set2 = "Alimentos e bebidas" if set == "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" if set == "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" if set == "IndÃºstria - Materiais de
ConstruÃ§Ã£o"
replace set2 = "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" if set == "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o"
fre set
drop if set == "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o"
replace set2 = "Telefonia e ComunicaÃ§Ãµes" if set == "Telefonia e ComunicaÃ§Ãµes"
drop SetEcon2
label drop SetEcon2
egen SetEcon2 = group(set2), label
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon2 i.Ano , re
vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.SetEcon2 i.Ano , re
vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
, re vce(robust)
bysort Trat_Contr: summarize roa_w roe_w Trat_Contr Pre_Pos IndGov_w tam_w end_w mtb_w inv_w
Covid
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest roa_w, by(Pre_Pos) reverse
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano , re vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano , fe vce(robust)
xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano , fe
vce(robust)
reg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano

* 3.4 Multicolinearidade
* Utilizou-se o Teste VIF (Variance Inflation Fator).
estat vif
ovtest

xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, fe
xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, re
xttest0
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe
estimates store FE_ROA_Mod1

```

```

quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod1
hausman FE_ROA_Mod1 RE_ROA_Mod1
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re
ssc describe x
quietly xtreg z_roa z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv, re
xtgls z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
igls corr(ar1) force
xtgls z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
igls corr(ar1) force
reg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
estat vif
ovtest
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
fe
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re
xttest0
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe
estimates store FE_ROA_Mod1
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod1
hausman FE_ROA_Mod1 RE_ROA_Mod1
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
xtgls z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
igls corr(ar1) force

* 3.5 Instalando pacote Outreg2
ssc install outreg2

outreg2 using ROA.doc, replace ctitle(Mod1) addtext (Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
shellout using `"'ROA.doc"'
seeout using "ROA.txt"
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, replace ctitle(Mod1) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
shellout using `"'ROA.doc"'
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, replace ctitle(Mod1.1) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, replace ctitle(Mod1.2) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
shellout using `"'ROA.doc"'
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, replace ctitle(Mod1) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)

```

```

xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, append ctitle(Mod1.1) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos##i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA.doc, append ctitle(Mod1.2) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
shellout using `ROA.doc'
xtgls z_roa z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv , igls panels(heteroskedastic)
xtgls z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
igls panels(heteroskedastic)
reg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
estat vif
ovtest
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
fe
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re
xttest0
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, fe
estimates store FE_ROA_Mod11
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod11
hausman FE_ROA_Mod11 RE_ROA_Mod11
reg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2 i.Ano
estat vif
ovtest
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2 i.Ano,
fe
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2 i.Ano,
re
xttest0
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov
i.SetEcon2 i.Ano, fe
estimates store FE_ROA_Mod12
quietly xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod12
hausman FE_ROA_Mod12 RE_ROA_Mod12
reg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2 i.Ano
estat vif
ovtest
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, fe
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Covid##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re
xttest0
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
fe vce(cluster ID)
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA_Mod1.doc, replace ctitle(Mod1.1) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim,
Controle de Ano, Sim)
xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA_Mod1.doc, append ctitle(Mod1.2) addtext (Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim,
Controle de Ano, Sim)

```

```

xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA_Mod1.doc, append ctitle(Mod1.3) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim,
Controle de Ano, Sim)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Pre_Pos## i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
outreg2 using ROA_Mod1.doc, append ctitle(Mod1.4) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim,
Controle de Ano, Sim)
shellout using `ROA_Mod1.doc'
xtreg z_roatr i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Covid i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Pre_Pos## i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Pre_Pos## i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, fe
xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Pre_Pos## i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re
xttest0
quietly xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Covid## i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov
i.SetEcon2 i.Ano, fe
estimates store FE_ROA_Mod13
quietly xtreg z_roatr i.Trat_Contr## i.Covid## i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod13
hausman FE_ROA_Mod13 RE_ROA_Mod13
xtreg z_roei i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
xtreg z_inv i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, re
vce(cluster ID)
xtreg z_inv i.Trat_Contr## i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, re
vce(cluster ID)
xtreg z_inv i.Trat_Contr## i.Pre_Pos z_IndGov z_tam z_roatr end_w z_mtb i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
bysort Trat_Contr: summarize roa_w roe_w inv_w igcsom_w IndGov_w tam_w end_w qtb_w mtb_w
qtbalt_w
ttest roa_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest roe_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest inv_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest IndGov_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest igcsom_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest tam_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest end_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest qtb_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest mtb_w, by(Trat_Contr) reverse
ttest qtbalt_w, by(Trat_Contr) reverse
xtreg z_qtb_w i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe vce(cluster ID)
xtreg z_qtb_w i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
xtreg z_qtb_w i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, re
vce(cluster ID)
xtreg qtb_w i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IndGov z_tam end_w z_inv i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano, re
vce(cluster ID)

```

```

xtreg z_roa i.Trat_Contr##i.Pre_Pos## i.Covid z_IndGov z_tam end_w z_mtb z_inv i.SegGov i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
hausman FE_ROA_Mod13 RE_ROA_Mod13
pwcrr z_roa_w z_roe_w z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w
z_qtbalt_w, sig
pwcrr z_roa_w z_roe_w Corp z_inv_w z_igcsom_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w
z_qtbalt_w, sig
pwcrr z_roa_w z_roe_w Trat_Contr Pre_Pos z_inv_w z_IndGov_w z_tam_w z_end_w z_qtb_w z_mtb_w,
sig

* 1 Importando a base de dados referente a definição de Pedersen e Thomsen (1997)
import excel "C:\Users\Downloads\Base de dados_Marcia PPGCC (2).xlsx", sheet("20%") firstrow clear
drop X Y Z AA AB AC AD AE AF AG AH AI AJ AK AL AM AN AO AP AQ AR AS AT AU AV AW AX
AY AZ BA BB BC BD BE BF BG BH BI BJ BK BL BM BN BO BP BQ BR BS BT BU BV BW BX BY BZ
CA CB CC CD CE CF CG CH CI CJ CK CL CM CN CO CP CQ CR CS CT CU CV CW CX CY CZ DA
DB DC DD
drop Amostrafinal
drop in 1846/2467
egen id = group(tick), label
egen Ano = group(ano), label
fre set

* 2 Padronizando a variável ‘setor’
replace set = "Telecomunicação" if set == "Comunicação"
replace set = "Indústria - Construção Pesada" if set == "Indústria - Construção Pesada"
replace set = "Petróleo, Gás e Biocombustíveis" if set == "Petroquímico"
replace set = "Tecnologia da Informação" if set == "Software e dados"

egen SetEcon = group(set), label
destring inv, replace
destring inv, replace
rename SOMA igcsom
rename qtbalt qtbalt
destring inv, replace force
winsor2 roa roe igc tam end qtb mtb qtbalt , suffix(_w) cuts(2.5 97.5) by(ID)
xtset id ano, yearly
egen SegGov = group(seg), label
rename Corptrat Corp
label define Corp 0 "Não Corporation" 1 "Corporation"
label value Corp Corp
label define Trat_Contr 0 "Controle" 1 "Tratamento"
label define Pre_Pos 0 "Antes do evento" 1 "Após o evento"
rename Controle Trat_Contr
label value Trat_Contr Trat_Contr
rename Pr@P@s Pre_Pos
label value Pre_Pos Pre_Pos
label drop SegGov
drop SegGov
egen SegGov = group(seg), label
drop if Pre_Pos==.
fre Pre_Pos
drop roa_w roe_w igcsom_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w

* Winzorizando os dados entre 2,5% e 97,5% por empresa.
winsor2 roa roe igc tam end qtb mtb qtbalt, suffix(_w) cuts (2.5 97.5) by (id)
winsor2 IGC, suffix(_w) cuts (2.5 97.5) by(id)
histogram roa_w
replace roa_w = . if roa_w < -1
histogram roa_w
histogram roa_w

```

```

replace roa_w = . if roa_w > 1
histogram roa_w
replace roa_w = . if roa_w < -0.5
replace roa_w = . if roa_w > 0.5
histogram roa_w
histogram roe_w
summarize roe_w
summarize roe_w, detail
replace roe_w = . if roe_w < -10
replace roe_w = . if roe_w > 10
histogram roe_w
summarize roe_w, detail
replace roe_w = . if roe_w < -5
replace roe_w = . if roe_w > 5
histogram roe_w
replace roe_w = . if roe_w < -2
replace roe_w = . if roe_w > 2
histogram roe_w
replace roe_w = . if roe_w < -1
replace roe_w = . if roe_w > 1
histogram roe_w
histogram IGC_w
histogram qtb_w
replace qtb_w = . if qtb_w > 50
histogram qtb_w
replace qtb_w = . if qtb_w > 6
histogram qtb_w
gen Covid = 0
replace Covid = 1 if ano == 2020 | ano == 2021
label define Covid 0 "Antes da COVID" 1 "PerÃ-odo COVID"
label value Covid Covid
xtreg roa_w i.Trat_Contr##i.Pre_Pos igcsom_w tam_w end_w mtb_w i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
drop if set == "Securitizadoras"
gen set2 = set
replace set2 = "Outros" if set2 != "Alimentos e bebidas" | set2 != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" | set2 !=
"IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" | set2 != "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" | set2 != "Telefonia e
ComunicaÃ§Ãµes"
egen SetEcon2 = group(set2), label

* Padronizando a variavel "setor"
replace set2 = "Outros" if set != "Alimentos e bebidas" | set != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" | set !=
"IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" | set != "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" | set != "Telefonia e
ComunicaÃ§Ãµes"
replace set2 = set
replace set2 = "Outros" if set2 != "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "Outros" if set != "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" if set == "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "Outros"
replace set2 = "Alimentos e bebidas" if set != "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "Outros"
replace set2 = "Alimentos e bebidas" if set == "Alimentos e bebidas"
replace set2 = "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis" if set == "ConstruÃ§Ã£o e ImÃ³veis"
replace set2 = "IndÃºstria - Materiais de ConstruÃ§Ã£o" if set == "IndÃºstria - Materiais de
ConstruÃ§Ã£o"
replace set2 = "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o" if set == "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o"
fre set
drop if set == "Tecnologia da InformaÃ§Ã£o"
replace set2 = "Telefonia e ComunicaÃ§Ãµes" if set == "Telefonia e ComunicaÃ§Ãµes"
drop SetEcon2
label drop SetEcon2

```

```

egen SetEcon2 = group(set2), label
winsor2 inv , suffix(_w) cuts(2.5 97.5) by(id)
center roa_w roe_w inv_w igcsom_w IGC_w tam_w end_w qtb_w mtb_w qtbalt_w , prefix(z_) standardize
bysort Trat_Contr: summarize z_roa z_roe Trat_Contr Pre_Pos z_IGC z_tam z_end z_mtb z_inv Covid
xtreg z_roa i.Trat_Contr i.Pre_Pos z_IGC z_tam end_w z_mtb z_inv i.Covid i.Ano , fe vce(robust)
bys SetEcon ano: egen Media_ROA = mean( roa_w )
bys SetEcon ano: egen Media_ROE = mean( roe_w )
bys SetEcon ano: egen Media_QTobin = mean( qtb_w )
bys SetEcon ano: egen Media_IGC = mean( IGC_w )
bys SetEcon ano: egen DP_ROA = sd( roa_w )
bys SetEcon ano: egen DP_ROE = sd( roe_w )
bys SetEcon ano: egen DP_QTobin = sd( qtb_w )
bys SetEcon ano: egen DP_IGC = sd( IGC_w )
gen ROA_z = (roa_w-Media_ROA)/DP_ROA
gen ROE_z = (roe_w-Media_ROE)/DP_ROE
gen QTobin_z = (qtb_w-Media_QTobin)/DP_QTobin
gen IGC_z = (IGC_w-Media_IGC)/DP_IGC
xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
fre SegGov
replace SegGov = 0 if SegGov == 4
label drop SegGov
fre SegGov
replace SegGov = 1 if SegGov != 0
label define SegGov 0 "TRAD" 1 "N1/N2/NM"
label value SegGov SegGov
fre SegGov
xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster ID)
reg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
vif
xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster ID)
reg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
vif
xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
fe
xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re
xttest0
quietly xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, fe
estimates store FE_IndGOV_Mod_20Porc
quietly xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_IndGOV_Mod_20Porc
hausman FE_IndGOV_Mod_20Porc RE_IndGOV_Mod_20Porc
xtreg IGC_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano,
re vce(cluster id)
outreg2 using Tab4.doc, append ctitle(IGC) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle de
Ano, Sim)
reg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2 i.Ano
vif
xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe
xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re
xttest0
quietly xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, fe

```

```

estimates store FE_ROA_Mod_20Porc
quietly xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_ROA_Mod_20Porc
hausman FE_ROA_Mod_20Porc RE_ROA_Mod_20Porc
hausman FE_ROA_Mod_20Porc RE_ROA_Mod_20Porc, alleq constant
xtreg ROA_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos IGC_w tam_w end_w mtb_w inv_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster id)
outreg2 using Tab4.doc, append ctitle(ROA) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle de
Ano, Sim)
reg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano
vif
xtreg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, fe
xtreg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re
xttest0
quietly xtreg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, fe
estimates store FE_QTobin_Mod_20Porc
quietly xtreg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid
i.SetEcon2 i.Ano, re
estimates store RE_QTobin_Mod_20Porc
hausman FE_QTobin_Mod_20Porc RE_QTobin_Mod_20Porc
xtreg QTobin_z i.Trat_Contr##i.Pre_Pos roa_w tam_w end_w inv_w IGC_w i.SegGov i.Covid i.SetEcon2
i.Ano, re vce(cluster id)
outreg2 using Tab4.doc, append ctitle(QTobin) addtext(Tipo de Painel, EA, Controle de Setor, Sim, Controle
de Ano, Sim)
shellout using `"'Tab4.doc"'

```

\* Análise adicional GMM Stata

\*\*\* Descrição das variáveis utilizadas

\*\*\* Variáveis dependentes

- \* \* roa: Desempenho financeiro
- \* \* mtb: Desempenho de mercado (Market Too Book)
- \* \* qtb: Desempenho de mercado (Q de Tobin)
- \* \* tam: Tamanho (logaritmo natural do ativo total)
- \* \* set: Setor de atuação
- \* \* end: Endividamento
- \* \* Iiv: Quantidade de Investidores Institucionais

\*\*\* Variáveis regressoras

- \* \* l.roa: defasagem de roa
- \* \* l.qtb: defasagem de qtb
- \* \* Corp: Corporation
- \* \* Roa: Desempenho financeiro
- \* \* mtb: Desempenho de mercado (Market Too Book)
- \* \* qtb: Desempenho de mercado (Q de Tobin)
- \* \* tam: Tamanho (logaritmo natural do ativo total)
- \* \* Set: Setor de atuação
- \* \* end: Endividamento
- \* \* inv: Quantidade de Investidores Institucionais

\*\*\* Obtenção da base a ser utilizada

```

import excel "C:\Users\marcia\documents\mestrado\mestrado ppgcc ufsm\dissertação\dissertação marcia
ferraz meneghel\coleta de dados\base de dados finalizada para rodar\Base de dados_definicao propri

```

\*\*\* Reconhecimento da base no Stata

```

sort set ano
xtset ID Ano, yearly

label define Corp 0 "NÃ£o Corporation" 1 "Corporation"
label value Corp Corp

*** Estimação do modelo Pooled (MQO)
*Modelo 1:
asdoc regress roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano
*Modelo 2:
asdoc regress qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano

*** Validações do modelo MQO ***
**Teste de multicolinearidade
estat vif
Resultados: O modelo proposto não apresenta problema de multicolinearidade já que o valor da estatística
VIF médio é inferior a 5 (valor de referência considerado).

*** Teste de heterocedasticidade
*Modelo 1:
estat hettest roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano
*Modelo 2:
estat hettest qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano
Resultados: O teste de Breusch Pagan apresenta um p valor inferior a 5%, assim, rejeita-se a hipótese nula de
variância homocedastica, o que nos permite inferir que o modelo apresenta o problema de
heterocedasticidade.

*** Teste de normalidade dos resíduos
predict residuo, residuals
omninorm residuo

***Teste Reset de especificação do modelo: Teste de adequação da forma funcional
estat ovtest
Resultados: A partir do teste de Doornik-Hansen (D-H) verifica-se a ausência de normalidade dos resíduos do
modelo proposto, pois ao nível de 5% rejeita-se a hipótese nula do teste que assume a existência de
distribuição gaussiana dos dados.

***Estimação em painel – Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios
*** Efeitos Fixos
*Modelo 1:
xtreg roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, fe
*Modelo 2:
xtreg qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, fe

**Teste de Chow aparece conjuntamente com o modelo de Efeito Fixo na saída do Stata
Resultados: Teste de Chow- Ho: assume a viabilidade da abordagem Pooled
Ha: assume a viabilidade da abordagem do fixo

*** Efeitos Aleatórios
*Modelo 1:
xtreg roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, re
*Modelo 2:
xtreg qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, re

**Teste de Breusch Pagan
xttest0
Resultados: Ao nível de significância de 5%, rejeita a hipótese nula e assume que o modelo adequado é o
modelo Pooled.

***Teste de Hausman

```

```

*Modelo 1:
quietly xtreg roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, fe
estimates store fe
*Modelo 2:
Quietly xtreg qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, re
estimates store re
hausman fe re
Resultados: Ao nível de significância de 5%, rejeita a hipótese nula que assume que o modelo adequado é
Efeitos Aleatórios.

*** Estimação do modelo GMM
*** Testes de raiz unitária para dados em painel
xtunitroot fisher i.Corp, pp lags(1)
xtunitroot fisher i.Trat_Contr, pp lags(1)
xtunitroot fisher i.Pre_Pos, pp lags(1)
xtunitroot fisher roa_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher mtb_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher qtb_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher tam_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher end_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher set_w, pp lags(1)
xtunitroot fisher inv_w, pp lags(1)

ssc install xtabond2

***Estimação do modelo GMM Sistemico
*** Neste caso está-se considerando como variáveis endógenas (dependente) roa, qtobin.

*Modelo 1:
asdoc xtabond roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w, eq
(level) lag(2 2)) iv (i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos) twostep robust
*Modelo 2:
asdoc xtabond qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w, eq
(level) lag(2 2)) iv (i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos) twostep robust

*** Quando se desconhece as variáveis endógenas uma especificação possível seria considerar todas como
endógenas exceto as variáveis dummies quando existirem no modelo

*Modelo 1:
asdoc xtabond roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w, eq
(level) lag(2 2)) iv () twostep robust
*Modelo 2:
asdoc xtabond qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w, eq
(level) lag(2 2)) iv () twostep robust

*** Para verificar a saída do GMM em diferenças, acrescentar nolevel após robust e retirar eq (level)

*Modelo 1:
asdoc xtabond roa_w l.roa i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w,
lag(2 2)) iv (i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos) twostep robust nolevel
*Modelo 2:
asdoc xtabond qtb_w l.qtb i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos tam_w end_w inv_w i.ano, gmm (roa_w qtb_w,
lag(2 2)) iv (i.Corp i.Trat_Contr i.Pre_Pos) twostep robust nolevel

```

Fonte: Elaborado pelo autor.