

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR ADICIONADO: uma análise das empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3

BRUNO FACUNDO BRAGA

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CEARÁ (UECE)

MANUEL SALGUEIRO RODRIGUES JÚNIOR

UNIVERSIDADE ESTADUAL DO CEARÁ (UECE)

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E VALOR ADICIONADO: uma análise das empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade. Valor Adicionado. Remuneração de capitais próprios.

1 INTRODUÇÃO

Os estudos sobre governança corporativa têm se aprimorado nos últimos anos. Um dos tópicos mais discutidos se concentra no objetivo a ser buscado pelos administradores das companhias. Este é, inclusive, o debate mais antigo e fundamental sobre governança corporativa (SILVEIRA, 2015). Autores como Friedman (1970) se posicionavam em favor de um viés mais favorável à geração de valor para o acionista, inclusive com a ideia de que a responsabilidade social das empresas é o aumento de seus lucros. Nesse contexto, destaca-se a expressão *shareholder value*. Segundo Silveira (2015), tal conceito ganhou popularidade na década de 1980, trabalhando com a ideia de que o principal objetivo dos administradores seria gerar o máximo de retorno aos acionistas.

Há, todavia, autores que contrapõem os defensores do *shareholder value* como objetivo a ser perseguido pelos administradores. Dentre eles, ressalta-se o trabalho de Freeman (1994), o qual propõe uma abordagem que visa atender aos diversos *stakeholders*, inclusive com princípios norteadores para a sua relação com diretores, a saber: i) o princípio habilitante dos *stakeholders*, que diz que as corporações devem ser gerenciadas no interesse de suas partes interessadas, definidas como funcionários, financiadores, clientes e comunidades; ii) o princípio da responsabilidade do diretor, onde a figura do diretor deve ter o cuidado de usar de julgamentos razoáveis para definir e dirigir os negócios da corporação de acordo com o princípio habilitante dos *stakeholders*; e iii) o princípio do recurso dos *stakeholders*, no qual estes podem propor ações contra diretores pelo não cumprimento das diligências exigidas.

Nesse contexto, ressalta-se o trabalho de Jensen e Meckling (1976), que integrou elementos das teorias da agência, dos direitos de propriedade e das finanças, a fim de desenvolver uma teoria da estrutura de propriedade da firma. Como um desdobramento da discussão sobre o objetivo a ser buscado pelos administradores das empresas, os autores introduziram no diálogo o que denominaram de conflitos de agência, como algo proveniente do fato de que, à medida que o direito de propriedade de um proprietário-administrador diminui, o seu incentivo a dedicar um maior esforço a atividades criativas também diminui.

Não obstante, os conflitos de agência podem, ainda, ocorrer entre acionistas majoritários e minoritários. Inclusive, este se configura no principal conflito de agência nas companhias abertas no Brasil (SILVEIRA *et al.*, 2004). Naturalmente, os maiores detentores de ações com direito a voto possuem maior influência nas deliberações, estabelecendo ou influenciando as políticas que convergem com os objetivos por eles almejados. Logo, tal situação “[...] permite a possibilidade de uso dos recursos da empresa em benefício próprio enquanto os outros acionistas ou mesmos as outras partes da empresa arquem parcialmente com os custos” (OKIMURA, 2003, p. 1).

Nesse espectro, ressalta-se o estudo da estrutura de propriedade, que possui duas dimensões: uma que analisa a concentração de propriedade e outra que se preocupa com a identidade do acionista majoritário (CAMPOS, 2006), fatores que podem contribuir com a observação de eventuais padrões de comportamento por parte dos acionistas em relação à gestão das companhias e que podem afetar as demais partes interessadas.

Estudos recentes sobre o assunto têm mostrado importantes resultados. Analisando empresas coreanas, Oh, Chang e Martynov (2011) constataram que há uma relação positiva e significativa entre as classificações de responsabilidade social corporativa e a propriedade de instituições e investidores estrangeiros, além de detectar que a participação acionária de

gerentes de topo é negativamente associada à responsabilidade social corporativa. Em relação à concentração de propriedade, a pesquisa de Lin *et al.* (2011) aponta que o custo do financiamento da dívida é significativamente maior para as empresas com uma divergência mais ampla entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa do maior proprietário final. Para a dimensão da identidade do acionista majoritário, destaca-se o trabalho de Barry, Lepetit e Tarazi (2011), no qual os autores apontaram, dentre outras coisas, que a participação acionária familiar ou de instituições bancárias está associada a uma redução do risco de ativos e do risco de inadimplência de bancos comerciais europeus.

No que tange à temática da estrutura de propriedade e sua relação com a distribuição da riqueza gerada pelas companhias, nota-se uma carência de abordagens por parte da literatura, exceto pelos trabalhos de Santos, Chan e Silva (2007), Góis *et al.* (2016), Bianchet *et al.* (2019) e Lima, Góis e Luca (2015), num contexto nacional, e de Larraz, Gené e Pulido (2017), num contexto internacional. Todavia, as referidas abordagens enfatizam apenas um dos aspectos da estrutura de propriedade: a identidade do maior acionista ou controlador.

Diante do exposto, o presente trabalho pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: em que medida a geração da riqueza e a distribuição destinada à remuneração de capitais próprios das empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3 são afetadas pela estrutura de propriedade, no tocante à concentração de propriedade e à identidade do acionista majoritário? Dessa forma, constitui-se como objetivo da pesquisa avaliar em que medida a estrutura de propriedade afeta a geração da riqueza e a sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios em empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3.

A presente pesquisa justifica sua relevância pelo fato de abordar aspectos peculiares da composição acionária e verificar sua relação com a geração e distribuição da riqueza gerada, através da Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

A principal diferença entre este trabalho e os demais está em sua abordagem inovadora, que tenta analisar o comportamento da geração e distribuição do valor adicionado considerando as características da estrutura de propriedade das empresas.

Espera-se que esta pesquisa venha a contribuir com as discussões sobre estrutura de propriedade, a partir de uma perspectiva que busca relacioná-la à produção e distribuição da riqueza gerada pelas empresas de capital aberto no Brasil. Além disso, considerando as propostas de maximização da criação de valor para o acionista e da ênfase na perseguição de objetivos que atendam aos diversos *stakeholders*, pretende-se que os dados da pesquisa demonstrem como o mercado brasileiro tem lidado com a distribuição do valor adicionado aos diversos agentes econômicos. Ao alcançar os objetivos propostos, espera-se, por fim, que o presente estudo seja referência para futuros trabalhos.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO, TEORIA DA AGÊNCIA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

O valor adicionado, também chamado de valor agregado, consiste na riqueza gerada num determinado período, sendo calculado pela diferença entre as receitas auferidas e os insumos adquiridos por terceiros. No contexto brasileiro, a DVA se apresenta como o instrumento da contabilidade para mensurar e demonstrar como uma entidade gera e distribui sua riqueza.

A elaboração da DVA se tornou obrigatória para as companhias de capital aberto no Brasil após a promulgação da lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (BRASIL, 2007). Com o fim de estabelecer critérios para a sua elaboração, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiu o pronunciamento CPC 09 (CPC, 2008).

A DVA lida essencialmente com dois aspectos: a geração da riqueza e a sua distribuição entre empregados, terceiros, governos e proprietários (sócios ou acionistas). Através do demonstrativo, pode-se observar não simplesmente o lucro ou prejuízo, como proposto pela

Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), mas como as empresas contribuem para a geração e distribuição da riqueza aos diversos *stakeholders*.

Devido à sua estrutura, Lima, Góis e Luca (2015) destacam a DVA como um instrumento de evidencição do aspecto social. Guesser, Fedrigo e Einswiller (2018) concluem que o demonstrativo contribui como ferramenta tanto social quanto econômica, ao passo que Wink, Severo e Dornelles (2015) ressaltam seu potencial de comparabilidade da distribuição do valor adicionado entre os agentes de trabalho e de capital. Além disso, essa demonstração contábil permite analisar a capacidade de cumprimento das obrigações em termos de salários, impostos, juros e dividendos, ou, ainda, se os níveis desses pagamentos podem ser aumentados pela geração de riqueza adicional acima do que a entidade planeja alcançar (LARRAZ; GENÉ; PULIDO, 2017).

A geração de valor adicionado e sua distribuição aos agentes que contribuem com sua formação podem ser impactadas por diferentes perfis acionistas, tendo em vista as diferenças na postura com relação ao risco assumido, os objetivos e as motivações destes. Nesse contexto, ressalta-se a possibilidade da existência de conflitos de agência, que são decorrentes de relacionamentos entre um indivíduo (principal) que emprega outra parte (agente) com a finalidade de usufruir de um conhecimento específico, envolvendo a delegação de uma autoridade para a tomada de decisão (JENSEN; MECKLING, 1976). Se ambas as partes – principal e agente – trabalharem com o intuito de maximizar os objetivos individuais, pode-se pressupor que nem sempre este agirá de acordo com o interesse daquele (CORREIA; AMARAL, 2008), ocasionando, dessa maneira, um conflito de interesses. De um lado, o proprietário pretende a maximização do valor da empresa; do outro, o gestor opera na tomada de decisão baseada em preferências pessoais que não necessariamente coincidem com os interesses do principal (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2014). Tais conflitos são abordados pela Teoria da Agência, que trata, também, das diferenças de atitude em relação ao risco entre as partes (EISENHARDT, 1989).

Os conflitos de agência podem ocorrer tanto entre proprietários e gestores quanto entre acionistas majoritários e minoritários (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2014). Inclusive, Silveira *et al.* (2004) afirmam que o principal conflito de agência está na relação entre os acionistas majoritários e minoritários. Nesse contexto, espera-se que cada acionista tenha interesses distintos e que a concentração da propriedade implique em autonomia decisória, o que determinará todas as demais decisões no âmbito organizacional (CAMPOS, 2006).

Por outro lado, uma alta concentração acionária permite ao controlador utilizar recursos em benefício próprio, enquanto minoritários e outras partes da empresa arcam parcialmente com os custos (OKIMURA, 2003). Logo, à medida que o controlador aumenta sua participação na empresa, este fica menos dependente e sujeito às deliberações do conselho de administração e às decisões do mercado, o que possibilita a expropriação de riqueza dos demais acionistas, situação que caracteriza o efeito entrenchamento (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2014).

Desse modo, observa-se que os conflitos de agência estão diretamente ligados à estrutura de propriedade (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2014), tendo vista que as dimensões da identidade do acionista majoritário e da concentração de propriedade podem ensejar em diferentes formas de alocação de recursos, impactando, também, a geração e distribuição da riqueza.

Em relação ao detalhamento dessas duas dimensões, verifica-se que a literatura diverge quanto à sua classificação. Num contexto internacional, por exemplo, Barry, Lepetit e Tarazi (2011) trabalharam com as seguintes categorias de identidade para acionistas majoritários de bancos europeus: gerentes ou diretores, empresas não financeiras, investidores individuais ou familiares, bancos e investidores institucionais; Cao, Pan e Tian (2011) classificaram empresas chinesas em agências de administração de ativos do Estado, empresas estatais e

empresas de propriedade privada. A 4ª edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), contempla as seguintes categorias: estatal, familiar, não familiar, estrangeiro e institucional. Outros trabalhos nacionais, como os de Carvalhal-da-Silva (2004) e de Lima, Góis e Luca (2015), por sua vez, trabalharam com quatro tipos de identidade: familiar, estatal, estrangeiro e institucional.

No tocante à concentração de propriedade, as pesquisas de Pedersen e Thomsen (1997) e de Dami, Rogers e Ribeiro (2007) a categorizam em três classes: i) dispersa: quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; ii) dominante: quando o maior acionista detém entre 20% e 50% do controle; e iii) majoritária: quando o maior acionista detém mais de 50% do controle.

2.2 ESTUDOS EMPÍRICOS ANTERIORES

O trabalho de Bianchet *et al.* (2019) visou identificar as principais diferenças na geração e distribuição do valor adicionado em empresas familiares e não familiares brasileiras de capital aberto no período de 2013 a 2015. Seus achados identificaram que empresas com menor concentração de direito a voto e de direito sobre o fluxo de caixa distribuíram montantes médios superiores de valor adicionado para pessoal, terceiros e proprietários. Além disso, constataram que as empresas não familiares criam e distribuem maior valor adicionado, quando comparadas com empresas familiares, em todos os grupos analisados, isto é, entre empregados, governo, financiadores e proprietários. Visto que o valor adicionado foi menor em empresas familiares, os autores concluíram que a gestão familiar pode estar contribuindo para que acionistas familiares majoritários possam expropriar os acionistas minoritários, causando, desta forma, um conflito de agência.

Corroborando tais resultados, em pesquisa semelhante, porém, num contexto internacional, utilizando-se de uma amostra de 8.609 empresas espanholas, num período de análise compreendido entre 2008 e 2013, Larraz, Gené e Pulido (2017) constataram a existência de diferenças tanto na geração de valor adicionado quanto de sua distribuição entre empresas familiares e não familiares.

Numa perspectiva de mudança da identidade do acionista majoritário, Santos, Chan e Silva (2007) analisaram os possíveis impactos da privatização sobre a forma de distribuição da riqueza das empresas, à luz da DVA. Em tais casos, o controle da entidade deixa de ser estatal e passa a ser privado. Para a análise dos dados foram selecionadas, com base no banco de dados da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), todas as empresas privatizadas no período de 1995 a 2005, amparadas pelo Programa Nacional de Desestatização (PND) e que disponibilizaram a DVA, perfazendo um total de oito empresas. A pesquisa trabalhou na comparação do valor adicionado total gerado por cada uma das entidades e, também, de sua distribuição, tanto antes quanto depois da alienação do controle acionário, apresentando duas importantes conclusões, a saber: i) uma melhora significativa do desempenho em relação à geração de riqueza, quando comparado ao período anterior às privatizações; e ii) a constatação de uma redução expressiva de gastos com pessoal nas empresas privatizadas, quando comparados a empresas sob o controle estatal no mesmo período.

Lima, Góis e Luca (2015) desenvolveram sua pesquisa com o fim de estudar a associação entre a distribuição do valor adicionado e a identidade do acionista majoritário nas empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2012, analisando um total de 435 empresas. Em seu estudo, classificaram a distribuição do valor adicionado a cada um dos agentes econômicos – empregados, governo, financiadores e proprietários – em quatro níveis, a saber: baixo, médio-baixo, médio-alto e alto, considerando os quartis de cada grupo analisado. Os resultados indicaram que a distribuição do valor adicionado é maior para os proprietários em quase todos os setores, porém, com oscilações que caracterizam uma grande diferença entre

alguns deles. Em todos os setores a pesquisa revelou grande presença de empresas cujo acionista majoritário é identificado como familiar, com exceção do setor de Utilidade Pública. Os achados indicaram, ainda, que companhias cujo maior acionista é um ente estatal apresentaram maior valor adicionado para todos os destinatários, isto é, para empregados, governo, financiadores e proprietários. Já as que têm acionista majoritário identificado como institucional demonstraram uma baixa distribuição entre todos os destinatários. Empresas em que o maior acionista é do tipo familiar apresentaram distribuição média para empregados, governo e financiadores. Quando o maior acionista foi identificado como estrangeiro, as companhias apresentaram uma maior distribuição para financiadores e proprietários, ao passo que demonstraram uma baixa distribuição para governo e empregados. Diante dos resultados, os autores concluíram que a identidade do acionista majoritário está associada à distribuição do valor adicionado.

Pesquisa semelhante foi desenvolvida por Góis *et al.* (2016). Nela, os autores investigaram a relação entre a distribuição do valor adicionado das empresas entre os principais agentes contratuais, isto é, entre empregados, governo, financiadores e proprietários, com base na influência do contexto societário das empresas perante seus *stakeholders* e sob o prisma da Teoria Contratual da Firma. A análise contemplou uma amostra de 99 empresas classificadas pela edição de 2013 da revista Exame Melhores e Maiores, entre as 100 maiores companhias abertas no Brasil por valor de mercado. Os dados consideraram o período de 2010 a 2012. Em seus achados, constataram que empresas pequenas do setor de comércio distribuem a maior parte do valor adicionado com os empregados e as empresas classificadas como médio-pequenas e pertencentes ao setor de serviços possuem uma maior preocupação com o proprietário. A distribuição da riqueza para os empregados demonstrou relação negativa com o contexto societário estrangeiro. A distribuição da riqueza para o governo, por sua vez, apresentou relação negativa com o contexto societário familiar e, ainda, positiva com os contextos societários estrangeiro e estatal. Já o valor adicionado distribuído para os financiadores mostrou relação positiva com o contexto societário estrangeiro. Por fim, a distribuição do valor agregado aos proprietários apresentou relação positiva com o contexto societário familiar e negativa com o contexto societário estrangeiro. Dessa forma, os autores concluíram que o contexto societário, cuja representação se dá pelo maior acionista controlador, influencia a distribuição do valor adicionado com os principais agentes contratuais das empresas.

Nesse contexto, formulam-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

H₁: A concentração de propriedade impacta negativamente a geração do valor adicionado;

H₂: A concentração de propriedade impacta positivamente a distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios;

H₃: Existe diferença significativa de distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas de diferentes setores econômicos;

H₄: Existe diferença significativa na geração do valor adicionado em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional);

H₅: Existe diferença significativa na distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRAGEM E COLETA DOS DADOS

A população do estudo compreende as 141 empresas brasileiras listadas no segmento Novo Mercado da B3 em 22 de janeiro de 2019. Compõem a amostra aquelas que, na referida data, haviam divulgado o Balanço Patrimonial, a DVA e o Formulário de Referência, relativos ao exercício findo em 31 de dezembro de 2017, totalizando 134 empresas. Excluiu-se, portanto, as companhias que não haviam divulgado tais dados, seja porque o abriram

capital após o ano de 2017 ou por qualquer outro motivo que as tenha levado a não realizar tal divulgação.

Justifica-se a delimitação às empresas do Novo Mercado devido ao seu padrão de governança corporativa diferenciado. Como as empresas nele listadas só emitem ações com direito a voto, minimiza-se o problema do distanciamento entre propriedade e controle causado pela emissão de ações preferenciais, o que ocasiona expropriação dos acionistas minoritários pelo controlador (ALDRIGHI; NETO, 2005).

Os dados relativos à estrutura de propriedade foram retirados do sítio eletrônico da B3, tendo como base o Formulário de Referência, em seu item 15 (Controle e Grupo Econômico), subitem 15.1/2 (Posição Acionária), onde é detalhado o controle acionário de cada entidade. Os dados do Balanço Patrimonial e da DVA foram consultados na seção de Demonstrações Financeiras Padronizadas, também disponibilizadas no sítio eletrônico da B3. Tanto as Demonstrações Contábeis quanto o Formulário de Referência analisados correspondem ao exercício de 2017.

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Baseando-se em Carvalhal-da-Silva (2004), as empresas foram classificadas em dois grupos: firmas com acionista majoritário e firmas sem acionista majoritário. Neste trabalho, acionista majoritário é aquele que detém, direta ou indiretamente, o controle da companhia investida.

As firmas sem acionista majoritário tiveram a concentração de propriedade mensurada apenas pela participação direta do maior acionista. Já para as companhias com acionista majoritário, além da variável citada, verificou-se, ainda, a composição acionária para trás, até que fosse possível identificar o maior acionista controlador, utilizando-se, dessa forma, o percentual de participação direta e indireta deste na empresa investida.

A identidade do acionista majoritário, por sua vez, foi classificada em uma das seguintes categorias: estatal, estrangeiro, familiar e institucional.

Como variáveis de controle, utilizaram-se o Ativo Total, a Receita Total da DVA e o Setor Econômico segundo a classificação da B3.

O Quadro 1 apresenta a definição das variáveis da pesquisa, a forma de operacionalização e a aplicação em estudos anteriores.

Quadro 1 – Descrição das variáveis de estudo

Variável	Definição	Operacionalização	Estudos anteriores
TAM	Tamanho da Empresa	Ativo Total, em unidades monetárias	Dami, Rogers e Ribeiro (2007)
RDVA	Receita constante na DVA	Valor total da receita constante na DVA, em unidades monetárias	Adaptado de Sonza e Kloeckner (2014)
PROP	Propriedade do maior acionista direto	Porcentagem de ações ordinárias do maior acionista direto	Caixe e Krauter (2013)
CONT	Participação acionária do maior acionista controlador	Porcentagem de participação direta e indireta do maior acionista controlador no capital votante	Caixe e Krauter (2013)
FAMI	Acionista controlador familiar: controle exercido por indivíduos ou famílias	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas cujo o maior acionista controlador é familiar e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2014); Góis <i>et al.</i> (2016)
ESTR	Acionista controlador estrangeiro: controle exercido por investidores estrangeiros, tanto indivíduo quanto instituições	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas cujo o maior acionista controlador é estrangeiro e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2014); Góis <i>et al.</i> (2016)
INST	Acionista controlador institucional: controle exercido por bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou de investimentos	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas cujo o maior acionista controlador é institucional e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2014); Góis <i>et al.</i> (2016)
ESTA	Acionista controlador estatal: controle exercido por Município, Estado ou União	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas cujo o maior acionista controlador é estatal e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2014); Góis <i>et al.</i> (2016)

Variável	Definição	Operacionalização	Estudos anteriores
SETOR	Representa o setor econômico segundo a classificação da B3	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas pertencentes ao setor <i>i</i> e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2014)

Fonte: Elaboração própria.

Registre-se que algumas variáveis sofreram adaptações para aplicação no presente trabalho. A variável RDVA, cuja operacionalização foi descrita como ‘valor total da receita constante na DVA em unidades monetárias’, foi utilizada originalmente por Sonza e Kloeckner (2014) como o logaritmo da receita líquida, dado obtido na DRE. A justificativa para a adaptação se dá pelo fato de os autores terem utilizado a variável para descrever um modelo que teve por objetivo analisar a influência da estrutura de propriedade na eficiência das empresas e, nesta pesquisa, o foco está no valor adicionado.

Em relação às variáveis de setores econômicos, a adaptação se deu no sentido de este trabalho utilizou todos os setores econômicos da B3. Góis, Parente e Ponte (2014), no entanto, utilizaram apenas parte deles, tendo em vista a peculiaridade de seu objeto de estudo.

3.3 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS E MODELAGEM

Primeiramente, foram realizados testes de comparação de médias, a fim de verificar se as diferenças da média populacional do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios são estatisticamente significantes, quando comparada às médias amostrais, considerando o setor econômico e a identidade do acionista majoritário.

Em seguida, elaborou-se quatro modelos econométricos para aplicação da técnica de regressão linear múltipla por meio do método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os dois primeiros aplicam-se a empresas com acionista majoritário e os dois últimos a companhias sem controle definido.

$$VAT_i = \beta_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2RDVA_i + \beta_3PROP_i + \beta_4CONT_i + \beta_5FAMI_i + \beta_6ESTR_i + \beta_7INST_i + \beta_8ESTA_i + \beta_9SETOR_i + \varepsilon_i \quad [1]$$

$$VACP_i = \beta_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2RDVA_i + \beta_3PROP_i + \beta_4CONT_i + \beta_5FAMI_i + \beta_6ESTR_i + \beta_7INST_i + \beta_8ESTA_i + \beta_9SETOR_i + \varepsilon_i \quad [2]$$

$$VAT_i = \beta_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2RDVA_i + \beta_3PROP_i + \beta_4SETOR_i + \varepsilon_i \quad [3]$$

$$VACP_i = \beta_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2RDVA_i + \beta_3PROP_i + \beta_4SETOR_i + \varepsilon_i \quad [4]$$

Nas equações, a sigla VAT_i representa o valor adicionado total e $VACP_i$ representa o valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios. As demais siglas estão identificadas no Quadro 1.

4 ANÁLISES DOS RESULTADOS

4.1 TESTES DE COMPARAÇÃO DE MÉDIAS

Primeiramente, procedeu-se com a aplicação do teste de Levene, a fim de identificar a homogeneidade das variâncias das amostras analisadas, seguida do teste t de Student para amostras independentes, a fim de analisar se há diferença estatisticamente significativa entre empresas com e sem acionista majoritário, no tocante às médias de valor adicionado total e de distribuição destinada à remuneração de capitais próprios, conforme Tabela 1.

Tabela 1 – Comparação de médias em firmas com e sem acionista majoritário

Variável de análise	Teste de Levene		Teste-t para Igualdade de Médias				
	Igualdade de Variância	Z	Sig.	T	DF	Sig. (2 extrem.)	Diferença média (Reais Mil)
VA Total	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	2,805*	,096	-1,030	132	,305	-1.405.238
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,450	131,708	,149	-1.405.238
VA destinado à remuneração de capitais próprios	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	2,528	,114	-1,493	132	,138	-561.675
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-2,216	122,631	,029	-561.675

(*) Significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Apesar de não apresentar homogeneidade de variância, a variável de valor adicionado total apresenta resultados em que não há diferença estatisticamente significativa nas diferenças de média dos grupos de firmas com e sem acionista majoritário.

Por sua vez, a variável de valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios apresenta homogeneidade de variância. Apesar das firmas sem acionista majoritário distribuírem, em média, um valor aproximadamente seis vezes menor para a remuneração de capitais próprios do que em empresas com acionista controlador, tal diferença não se mostrou estatisticamente significativa.

A Tabela 2 apresenta dados das médias de valor adicionado total e sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios, no tocante à comparação entre empresas com diferentes tipos de acionista majoritário (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).

Tabela 2 – Comparação de médias para os diferentes tipos de acionista majoritário

Tipo de acionista majoritário	Teste de Levene		teste-t para Igualdade de Médias				Diferença média (Reais Mil)
	Igualdade de Variância	Z	Sig.	T	DF	Sig. (2 extrem.)	
Valor Adicionado Total							
Estatual	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	10,390***	,002	-3,493	94	,001	-10.599.944
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,848	6,203	,113	-10.599.944
Estrangeiro	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,030	,863	-,211	94	,833	-463.464
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-,301	41,544	,765	-463.464
Familiar	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	14,783***	,000	2,823	94	,006	-4.784.808
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,211**	36,712	,033	-4.784.808
Institucional	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	8,231***	,005	-1,218	94	,226	-3.475.631
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-,594	8,244	,568	-3.475.631
Valor Adicionado destinado à remuneração de capitais próprios							
Estatual	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	8,520***	,004	-3,726	94,000	,000	-3.130.952
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,971*	6,203	,095	-3.130.952
Estrangeiro	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,580	,448	,471	94,000	,639	288.195
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	,830	76,196	,409	288.195
Familiar	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	19,168***	,000	2,949	94,000	,004	1.390.264
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,146**	32,516	,039	1.390.264
Institucional	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	17,644***	,000	-2,162	94,000	,033	-1.694.537
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-,872	8,115	,408	-1.694.537

(*) Significante ao nível de 10%; (**) Significante ao nível de 5%; (***) Significante ao nível de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

No tocante ao valor adicionado total, apenas em empresas que possuem controle estrangeiro há homogeneidade de variância. Em empresas cujo maior acionista controlador é caracterizado como estatal, estrangeiro e institucional, não foram constatadas diferenças estatisticamente significantes. Por outro lado, firmas sob o controle de famílias ou indivíduos apresentaram diferença significativa de média do valor adicionado total.

Em relação à média de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios, da mesma forma, o teste de Levene demonstra que há homogeneidade de variância apenas em empresas em que o acionista majoritário é caracterizado estrangeiro. Os resultados demonstram, ainda, que tanto em firmas cujo controle é familiar quanto em empresas sob o controle estatal apresentaram diferença de média estatisticamente significativa.

Na Tabela 6, por sua vez, verifica-se a comparação das médias de distribuição do valor adicionado por setor econômico.

Tabela 6 – Comparação de médias para os diferentes setores econômicos

Setor Econômico	Teste de Levene			Teste-t para Igualdade de Médias			Diferença média (Reais Mil)
	Igualdade de Variância	Z	Sig.	T	DF	Sig. (2 extrem.)	
Bens Industriais	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	1,321	,253	,881	132	,380	421.349
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	1,801	114,979	,074	421.349
Consumo Cíclico	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	5,764**	,018	1,602	132	,112	577.656
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,242**	99,837	,027	577.656
Consumo Não Cíclico	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,127	,722	,431	132	,667	280.241
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	,899	20,555	,379	280.241
Financeiro	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	6,244**	,014	-1,722	132	,087	-817.215
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,219	21,474	,236	-817.215
Materiais Básicos	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	47,114***	,000	-3,615	132	,000	-2.850.843
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-,981	5,016	,372	-2.850.843
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,089	,766	,005	132	,996	3.904
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	,012	12,003	,991	3.904
Saúde	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,495	,483	,652	132	,515	423.846
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	1,494	25,463	,148	423.846
Tecnologia da Informação	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,695	,406	,484	132	,629	485.678
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,719	131,091	,007	485.678
Utilidade Pública	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$,004	,949	-,351	132	,726	-218.248
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-,631	19,160	,536	-218.248
Telecomunicações	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	-	-	-,370	132	,712	-734.303
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-	-	-	734.303
Outros Setores	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	-	-	,259	132	,796	514.005
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-	-	-	514.005

(**) Significante ao nível de 5%; (***) Significante ao nível de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Salienta-se, primeiramente, que o setor de Telecomunicações e Outros Setores não apresentaram variância, pois apenas uma empresa foi classificada em cada um destes grupos.

Os setores de Bens Industriais, de Consumo Não Cíclico, de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, de Saúde, de Tecnologia da Informação e de Utilidade Pública apresentaram variâncias homogêneas quando comparados com os demais setores. Em nenhum deles, porém, pode-se rejeitar a hipótese nula H_0 , no que diz respeito à média de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios.

Dos setores que não apresentaram variância homogênea – Consumo Cíclico, Financeiro e Materiais Básicos –, apenas o primeiro apresentou diferença significativa de média de distribuição do valor adicionado para capitais próprios.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Na Tabela 7 são apresentados os resultados da regressão linear múltipla para o valor adicionado total em firmas com acionista majoritário (modelo 1), para o valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios em firmas com acionista majoritário (modelo 2) e para o valor adicionado total em firmas sem acionista majoritário (modelo 3). Registre-se que o modelo 4, que visava a análise de regressão linear múltipla para o valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios em firmas sem acionista majoritário, não apresentou preditores significantes e, portanto, foi excluído da análise.

Com relação à heterocedasticidade, o modelo foi rodado com erros robusto. No tocante à normalidade, rejeitou-se a hipótese nula de normalidade dos resíduos, porém, tendo em vista que a amostra possui 134 observações, e com base no teorema do limite central, pode se pressupor a normalidade assintótica (GUJARATI; PORTER, 2011)

Tabela 7 – Efeito da estrutura de propriedade na geração do valor adicionado e em sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios

Qtd.	Firmas c/ Majoritário						Firmas s/ Majoritário		
	96			38					
Modelos	VAT (1)			VACP (2)			VAT (3)		
R ² ajustado	,892			,643			,750		
Variáveis	Coefficiente	T	Sig.	Coefficiente	T	Sig.	Coefficiente	T	Sig.
TAM	,145***	3,269	,002	,504***	6,241	,000	,460***	4,308	,000
RDVA	,798***	17,656	,000	,281***	3,449	,001	,353***	3,317	,002
PROP	-,025	-,725	,471	-,032	-,506	,965	-,140	-1,634	,112
CONT	-,046	-1,351	,180	-,078	-1,243	,217	-	-	-
FAMI	-,082**	-2,346	,021	-,099	-1,394	,167	-	-	-
ESTR	-,053	-1,170	,245	,018	,294	,770	-	-	-
INST	,044	1,149	,254	,169***	2,750	,007	-	-	-
ESTA	,007	,166	,869	,130*	1,960	,053	-	-	-
SBIND	,034	,984	,328	,022	,351	,726	-,006	-,066	,948
SCIC	-,015	-,427	,670	,020	-,315	,754	,084	,957	,346
SCNC	,063*	-1,749	,084	-,103	-1,571	,120	,142	1,662	,106
SFIN	,000	,012	,991	,079	1,236	,220	-,145*	-1,710	,097
SMATB	,128***	3,736	,000	,240***	3,855	,000	-,049	-,586	,562
SPGB	-,011	-,316	,753	-,026	-,407	,685	-,136	-1,421	,165
SAUD	-,015	-,449	,654	-,045	-,721	,473	,042	,498	,622
STINF	-,009	-,263	,793	-,033	-,525	,601	,044	,528	,601
STEL	,052	1,536	,128	,024	,394	,695	-	-	-
SUPUB	,053	1,493	,139	,076	1,230	,222	,358***	4,266	,000
SOUT	,001	-,029	,977	,002	,036	,971	-	-	-

(*) Significante ao nível de 10%; (**) Significante ao nível de 5%; (***) Significante ao nível de 1%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável de tamanho das empresas (TAM), medida pelo ativo total em unidades monetárias, se mostrou estatisticamente significativa para a geração do valor adicionado total em firmas com e sem acionista majoritário, indicando que o tamanho da empresa impacta positivamente o valor adicionado total. Da mesma forma, a variável contribui positivamente para a parcela de distribuição da riqueza aos proprietários, em firmas com acionista majoritário.

A receita constante na DVA (RDVA), por sua vez, se mostrou positivamente relacionada tanto com o valor adicionado total (em firmas com e sem acionista majoritário) quanto com a sua parcela destinada à remuneração de capitais próprios (em firmas com acionista majoritário), indicando que, quanto maior a receita, maior também será o valor adicionado total e a destinação de riqueza para proprietários.

Por outro lado, as variáveis de concentração de propriedade, notadamente a de propriedade do maior acionista direto (PROP) e de participação acionária do maior acionista controlador (CONT), não se mostraram estatisticamente significantes, tanto no tocante à geração de valor adicionado quanto à sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios, rejeitando-se, portanto, as hipóteses 1 e 2. Tais resultados divergem dos achados de Bianchet *et al.* (2019), nos quais constaram que empresas com menor concentração de propriedade distribuíram montantes médios superiores de valor adicionado para pessoal, terceiros e proprietários.

No tocante aos setores econômicos, verificou-se resultados significantes nos setores de Consumo Não Cíclico (SCNC) e de Materiais Básicos (SMATB), em relação ao modelo que mede o valor adicionado total em firmas com acionista majoritário. Para o valor adicionado total em firmas sem acionista majoritário, os setores Financeiro (SFIN) e de Utilidade Pública (SUPUB) também apresentaram resultados significantes.

Já para o modelo de valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios, os resultados indicam significância para o setor de Materiais Básicos. Desse modo, confirma-se a hipótese 3 para o referido setor. O resultado corrobora a constatação de Lima, Góis e Luca (2015) em relação diferença de distribuição do valor adicionado para proprietários entre diferentes setores.

Em relação à identidade do acionista majoritário, a hipótese 4 se mostra verdadeira apenas em firmas cujo maior controlador é caracterizado familiar. Salienta-se que o modelo apresenta indícios de uma relação negativa entre o valor adicionado total e a variável de empresas controladas por indivíduos ou famílias. Tal constatação está de acordo com os achados de Larraz, Gené e Pulido (2017) e de Bianchet *et al.* (2019), os quais assinalaram que empresas familiares criam menor valor adicionado, quando comparadas a empresas não familiares.

A hipótese 5, por sua vez, se confirma para os contextos societários de controle estatal ou institucional, demonstrando que o valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios é positivamente afetado pelo controle dessas categorias de acionista majoritário. Os resultados divergem dos achados de Góis *et al.* (2016), que constataram relação positiva de distribuição do valor adicionado aos proprietários com o contexto societário familiar e negativa com o contexto societário estrangeiro.

No Quadro 2 apresenta-se um comparativo entre os resultados esperados formulados nas hipóteses e os resultados efetivamente encontrados.

Quadro 2 – Comparativo entre resultados esperados e encontrados

Hipótese	Descrição	Resultados encontrados
H ₁	A concentração de propriedade impacta negativamente a geração do valor adicionado.	Ambos os testes demonstraram que não há impacto significativo da concentração de propriedade na geração do valor adicionado.
H ₂	A concentração de propriedade impacta positivamente a distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios.	Ambos os testes demonstraram que não há impacto significativo da concentração de propriedade sobre a distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios.
H ₃	Existe diferença significativa de distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas de diferentes setores econômicos.	Ambos os testes demonstraram haver diferença significativa de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios nos diferentes setores econômicos.
H ₄	Existe diferença significativa na geração do valor adicionado em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).	Ambos os testes demonstraram haver diferença significativa de geração de riqueza em empresas com controle familiar.
H ₅	Existe diferença significativa na distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).	O teste de comparação de médias se mostrou significativo também para a distribuição de valor aos proprietários em firmas com acionista majoritário estatal. Além disso, a análise de regressão apontou influência na distribuição de valor destinada a capitais próprios nos contextos de controle estatal ou institucional.

Fonte: Elaboração própria.

5 CONCLUSÃO

O objetivo do presente estudo consistiu em avaliar em que medida a estrutura de propriedade afeta a geração da riqueza e a sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios das empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3. Para tanto, realizou-se a pesquisa em uma amostra composta por 134 empresas que divulgaram o Balanço Patrimonial, a DVA e o Formulário de Referência, relativos ao exercício findo em 31 de dezembro de 2017.

Observa-se que, em relação ao primeiro aspecto da estrutura de propriedade, os resultados demonstraram não haver diferença significativa entre a concentração de propriedade e a geração e distribuição do valor adicionado e sua destinação à remuneração de capitais próprios, implicando, dessa forma, em rejeição das hipóteses 1 e 2.

Por outro lado, tanto o teste de comparação de médias quanto a análise de regressão demonstraram haver diferença de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios nos diferentes setores econômicos, resultados que confirmam a hipótese 3.

A outra dimensão da estrutura de propriedade, que consiste na identidade do acionista majoritário, demonstrou que, em ambos os testes, a geração do valor adicionado é afetada pelo contexto de controle familiar. O teste de comparação de médias se mostrou, ainda, significativa para a variável de distribuição da riqueza gerada aos proprietários em firmas em que o maior acionista controlador é identificado como estatal. A análise de regressão, por sua vez, constatou influência dos contextos de controle estatal e de controle institucional na distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios. Tais achados confirmam as hipóteses 4 e 5.

Conclui-se, portanto, que a identidade do acionista majoritário afeta a geração do valor adicionado e sua distribuição para capitais próprios. O mesmo, no entanto, não se pode concluir da concentração de propriedade, de acordo com os resultados encontrados.

Tais resultados ratificam o potencial informativo da DVA, como um instrumento de mensuração da geração e distribuição da riqueza, ao passo que também demonstram a relevância do estudo da estrutura de propriedade das firmas.

As principais limitações do presente estudo se configuram no período analisado de apenas um ano e pelo fato de a análise da concentração de propriedade considerar apenas o maior acionista controlador. Dessa forma, para estudos futuros, sugere-se abordagens com um maior período de análise, utilizando dados em painel, bem como uma análise de concentração de propriedade mais robusta, considerando, por exemplo, o maior, os três maiores e os cinco maiores acionistas das firmas.

6 REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**. v. 25, n. 2, p. 115-137, abr./jun. 2005.

BARRY, Thierno Amadou; LEPETIT, Laetitia; TARAZI, Amine. Ownership structure and risk in publicly held and privately owned banks. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 5, p. 1327-1340, 2011.

BIANCHET, Taís Daiane Soares A. *et al.* Diferenças no valor adicionado em empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**. v. 38, n. 1, p. 85-104, jan./abr. 2019.

BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 14 fev. 2019.

CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v.41, n.4, p. 369-380, out./nov./dez. 2006.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. 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, maio/jun./jul./ago. 2013.

CAO, Jerry; PAN, Xiaofei; TIAN, Gary. Disproportional ownership structure and pay-performance relationship: evidence from China's listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, n. 3, p. 541-554, 2011.

CARVALHAL-DA-SILVA, Andre Luiz. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Pronunciamento Técnico CPC 09: demonstração do valor adicionado. Brasília, DF, 30 out 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=40>>. Acesso em: 15 fev. 2019.

CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Arcabouço teórico para os estudos de Governança Corporativa: os pressupostos subjacentes à Teoria da Agência. **Revista de Gestão**, v.15, n.3, p. 1-10, jul./set. 2008.

DAMI, Anamélia Borges Tannues; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, jul./dez. 2007.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York Times Magazine**, Nova Iorque, 13 set. 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsability-of-business-is-to.html>>. Acesso em: 14 jan. 2019.

FREEMAN, Robert Edward. The politics of stakeholder theory: Some future directions. **Business ethics quarterly**, v.4, n.4, p. 409-421, out. 1994.

GÓIS, Alan Diógenes *et al.* Distribuição do valor adicionado em diferentes contextos societários à luz da teoria contratual da firma. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v.8, n.3, p. 45-64, set./dez. 2016.

GÓIS, Alan Diógenes; PARENTE, Paulo Henrique Nobre; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Estrutura de Propriedade e Investimentos em P&D: uma análise nas companhias abertas do Brasil. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 14, 2014, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FIPECAFI, 2014. p. 1-15.

GUESSER, Ana Paula Günther; FEDRIGO, Juliana; EINSWEILLER, André Carlos. Demonstração do valor adicionado: a evolução e a distribuição da riqueza das empresas catarinenses listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, jan./jun. 2018.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. Econometria Básica. Tradução Denise Durante, Mônica Rosemberg, Maria Lúcia G. L. Rosa. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo, SP, 2009.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LARRAZ, José Luis G; GENÉ, Jordi M.; PULIDO, Laura S. Productivity and value added distribution in family-owned businesses. **Intangible Capital**, v. 13, n. 1, p. 4-24, 2017.

LIMA, Patrícia Augusto Monteiro; GÓIS, Alan Diógenes; LUCA, Márcia Martins Mendes De. Associação entre a Distribuição do Valor Adicionado e a Identidade do Acionista. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**. v. 18, n. 3, p. 66-84, set./dez. 2015.

- LIN, Chen *et al.* Ownership structure and the cost of corporate borrowing. **Journal of Financial Economics**, v. 100, n. 1, p. 1-23, 2011.
- OH, Won Young; CHANG, Young Kyun; MARTYNOV, Aleksey. The effect of ownership structure on corporate social responsibility: Empirical evidence from Korea. **Journal of business ethics**, v. 104, n. 2, p. 283-297, 2011.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.
- 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.
- SANTOS, Ariovaldo dos; CHAN, Berry Lilian; SILIVA, Fabiana Lopes da. Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 1, p. 06-21, maio/ago. 2007.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da *et al.* Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v.39, n.4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.
- SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n.2, p. 322-388, abr./maio/jun. 2014.
- WINK, Eduardo; SEVERO, Patrícia Schneider; DORNELLES, Matheus Tumekero. Demonstração do valor adicionado (DVA): distribuição de riqueza ao pessoal e aos capitais de entidades dos setores da autoindústria e de bens de capitais. **Revista Metropolitana de Sustentabilidade**, v. 5, n. 3, p. 61-80, set./dez. 2015.