

CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E RISCO IDIOSSINCRÁTICO: indicadores bibliométricos da produção científica internacional

SUSY NAIARA ALVES DA SILVA
UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

JOSÉ WILLER DO PRADO
UNIVERSIDADE FEDERAL DE LAVRAS (UFLA)

CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E RISCO IDIOSINCRÁTICO: indicadores bibliométricos da produção científica internacional

1 INTRODUÇÃO

Até o ano de 1952, o pensamento dominante a respeito da análise de carteiras de investimento era de que a maneira mais eficiente de se alocar recursos seria concentrando-os em ativos que oferecessem o maior retorno esperado. Por meio do trabalho intitulado *Portfolio Selection*, Harry Markowitz contrapôs essa premissa, concluindo que seria possível obter combinações mais eficientes de alocação de recursos, com melhor relação retorno esperado *versus* risco incorrido.

Em determinado portfólio o investidor está submetido a pelo menos dois tipos de riscos: o risco sistêmico, proveniente de eventos macroeconômicos e mercadológicos, e o risco idiosincrático expressado por eventos particulares à organização, sendo este diversificável (Fu, 2009; Nguyen, 2011). O risco sistêmico ou risco de mercado se caracteriza como não diversificável, pois não é possível eliminá-lo de portfólios diversificados, enquanto a parcela que se refere ao risco específico dos ativos, ou de mercados pode ser minimizada ou até mesmo eliminada em carteiras compostas por diversos ativos. Ainda com relação ao risco não sistêmico, Markowitz (1952) preconiza que este pode ser percebido em modelos de precificação de ativos, e é relevante para as decisões de investimentos, uma vez que alguns investidores não possuem suas carteiras totalmente diversificadas. Nesse sentido, conhecer o risco específico do ativo auxilia com que os investidores tenham condições de construir um portfólio diversificado a ponto de estar exposto apenas ao risco não diversificável (Ferreira & Laux, 2007).

A relação entre risco não sistêmico (também denominado risco idiosincrático ou volatilidade idiosincrática) e retorno tem sido alvo de estudos em diversas publicações internacionais, e os resultados tem se mostrado controversos. Cabe mencionar ainda a disparidade deste mercado com relação aos países emergentes, onde ainda são escassos os estudos que analisam tal relação e dentre essas diferenças, destaca-se a estrutura de propriedade destes países, uma vez que o Brasil, por exemplo, possui como característica a forte concentração de propriedade presente em suas empresas (La Porta, Shleifer & Lopez-de-Silanes, 1999; Leal, Silva & Valadares, 2002; Coutinho, Amaral & Bertucci, 2006), ao passo que o mercado anglo-saxão tem por característica uma propriedade pulverizada (Okimura, Silveira & Rocha, 2007).

Quando a propriedade é difusa, como é típica para as corporações americanas e britânicas, os problemas de agência decorrem dos conflitos de interesses entre investidores externos e gerentes, os quais possuem uma quantidade insignificante de patrimônio líquido na empresa (Jensen & Meckling, 1976). Por outro lado, quando a propriedade é concentrada a um indivíduo ou um “bloco” de acionistas majoritários, o problema de agência passa a afetar os acionistas minoritários. Isso acontece porque geralmente o controlador também é o gestor ou pode ser considerado capaz e disposto a monitorar de perto e disciplinar a administração. Assim, as assimetrias de informação podem ser consideradas menores, já que o proprietário controlador é quem pode disponibilizar os recursos necessários para adquirir informações (Claessens & Yurtoglu, 2013).

Conforme mencionado, ainda há possibilidades de pesquisa com vistas a explicar o risco não sistêmico e uma das alternativas apontadas na literatura seria a governança corporativa. Isso porque de acordo com Shleifer e Vishny (1997), a GC se caracteriza como um conjunto de ações que podem reduzir os conflitos de agência e possibilitar alguma proteção ao investidor por meio de abordagens legais e uma política de relação entre

principais. Como as atividades de governança são um aspecto da gestão da empresa, é tarefa essencial o cuidado com a volatilidade do valor da empresa frente ao mercado. Durnev, Morck e Yeung (2004) acrescentam que as práticas de governança funcionam como política de relação com o investidor, e sendo assim, devem ter relação aparente com o risco idiossincrático na tomada de decisões referentes aos investimentos, expressando uma relação econômica entre as disposições da governança e de qualidade dos investimentos.

Para Ferreira e Laux (2007), práticas de governança corporativa impactam na volatilidade das ações, estando intrinsecamente ligada ao risco idiossincrático e a distribuição dos retornos, caracterizando-se como uma das relações mais importantes em finanças corporativas. Portanto, de acordo com os autores, ao considerar o risco de uma empresa como uma medida de informação sobre ela, é preciso que seja estabelecido uma conexão com suas decisões de investimento e organizacionais.

Intrínseca a estrutura empresarial ideal, tem-se os mecanismos de governança determinados pelo contexto competitivo, autoridade formal, estrutura de propriedade, influência social, *expertise* de cada proprietário, entre outros (Campos, 2006). Dentre as diversas abordagens no campo de finanças corporativas, a estrutura de propriedade se mostra como um dos mecanismos de institucionalização de boas práticas de governança mais importantes. Por ser um aspecto bastante pesquisado dentro da GC, este mecanismo corresponde a variável de relação esperada com essa característica de risco (Gompers, Ishii & Metrick, 2003; Durne *et al.*, 2004; Ferreira & Laux, 2007; Nguyen, 2011; Ganz, Junior & Nakamura, 2018) e tem recebido atenção significativa na literatura, contudo, os resultados também são inconclusivos.

Demsetz e Lehn (1985) consideram importante o estudo da estrutura de propriedade, devido às causas e consequências da concentração acionária, uma vez que estão associadas aos custos e benefícios para o desempenho e valor da empresa, além da instabilidade do mercado, tamanho da firma e estrutura do capital. Em outras palavras, entender a estrutura de propriedade de uma organização é relevante por tornar possível a percepção do grau de risco que acionista está exposto e os problemas de agência que este terá que enfrentar. Quanto ao risco idiossincrático, Roll (1988) evidencia a necessidade e a importância de relacionar a volatilidade anormal das ações e risco específico, com fatores ainda não conhecidos que auxiliem na sua explicação, visto que, o risco reflete diretamente nas decisões de investimentos.

Na literatura internacional é possível encontrar estudos que identificaram algumas variáveis que possam de certa forma influenciar no risco idiossincrático. Gompers *et al.* (2003), Durnev *et al.* (2004), Ferreira e Laux (2007) e Nguyen (2011) encontraram que a governança pode influenciar diretamente no preço das ações e no contexto atual, assim como Abu-Ghunmia, Bino e Tayeh (2015), que relacionam o risco não sistêmico e a governança corporativa no mercado de capitais da Jordânia. Já a análise do mercado de capitais brasileiro contribui ao ponto de que grande parte das discussões se refere ao contexto internacional, portanto, estudar um país emergente de propriedade concentrada traz à tona as diferenças políticas, culturais e mercadológicas, e deste modo contribui com a comparabilidade no tocante a estudos anteriores, além de propiciar o aumento do campo temático.

Bernardo (2014) encontrou uma relação significativa entre as variáveis de concentração de propriedade e o risco não sistêmico. Entretanto, considerar o contexto das pesquisas realizadas que encontram a relação pretendida, em países como o Brasil e o Japão, infere-se que tais referências podem não se fazer válidas, uma vez que as estimações e períodos foram diferentes do estudo realizado por esta autora no Brasil (Ganz *et al.*, 2018). Os coeficientes estimados por Marques, Guimarães e Peixoto (2015) para as variáveis de estrutura de propriedade contra as de desempenho corporativo (medido pelo ROA e Ebitda) e risco (medido pela volatilidade dos retornos das ações) não apresentaram significância estatística.

por outro lado, Caixe (2018) encontrou evidências de que concentração acionária afeta a sensibilidade ao risco dos investimentos. Em um estudo que analisou o mercado de capitais americano e brasileiro, Ganz, Junior e Nakamura (2018) encontraram que, na amostra de empresas americanas, quanto maior for a concentração acionária maior o risco idiossincrático. Já para a amostra brasileira, a concentração de propriedade não apresentou relação com o risco idiossincrático, além das evidências de que endividamento e tamanho da firma apresentaram relação positiva com o risco idiossincrático para as duas amostras estudadas.

O comportamento dos preços de ativos em mercados financeiros desperta a curiosidade de investidores e acadêmicos, e tem sido um importante objeto de estudo por décadas. A literatura financeira descreve o risco não sistêmico ou volatilidade anormal do preço das ações sendo determinado por informações geradoras de riscos específicos às empresas e esta relação tem como peça-chave as práticas de governança corporativa (Shleifer & Vishny, 1997; Durnev *et al.*, 2003; Ferreira & Laux, 2007; Abu-Ghunmia *et al.*, 2015). Portanto, compreender a forma como as organizações praticam a governança corporativa também contribui para o entendimento de quais estratégias estão sendo adotadas para se mitigar a assimetria de informações que ocorre entre os indivíduos que estão ligados à empresa.

Diante dessas considerações, o presente estudo visa contribuir com um maior entendimento sobre as origens e tendências da associação entre concentração acionária e risco não sistêmico, bem como vislumbrar oportunidades de contribuição para o campo teórico. Logo, este artigo tem como objetivo apresentar e discutir o panorama da produção científica internacional sobre a temática, por meio do levantamento da base *Web of Science*, seguindo as etapas adotadas por Prado *et al.* (2016) e Garcia, Pereira, Alcântara e Prado (2019) sendo que estas etapas incluem: (i) a análise quantitativa das publicações; (ii) as áreas de conhecimento; (iii) os autores mais citados; (iv) as obras mais relevantes; (v) os periódicos com maior volume de publicações e (vi) as principais discussões desenvolvidas pelos autores.

Para tanto, será adotada a análise bibliométrica, que auxilia na compreensão de um determinado tema, ao identificar, descrever e mapear as características que lhe são inerentes, de maneira ampla (Bufrem & Prates, 2005) e nesse sentido, entende-se que a partir do levantamento e análise de publicações internacionais que compõem a base de dados *Web of Science* da *Thomson Reuters*, seja possível identificar tendências que ainda não foram exploradas por pesquisadores brasileiros, abrindo dessa forma, oportunidades de se desenvolver trabalhos que possam agregar novas ideias ao tema, sejam de cunho teórico ou empírico. Garcia *et al.* (2019) destacam ainda que dentre essas discussões, estão aquelas que envolvem processos econômicos, sociais e políticos que atualmente estão em curso no Brasil.

A partir desta seção introdutória, a segunda seção do presente estudo descreve os critérios metodológicos utilizados, a terceira apresenta os resultados e discussões sobre os padrões deste campo de pesquisa e a quarta seção expõe as principais conclusões.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Quanto à tipologia, o presente estudo se caracteriza como análise bibliométrica, que permite avaliar o estágio já alcançado sobre o assunto/tema estudado, bem como: as teorias consolidadas; resultados de pesquisas; abordagens metodológicas aplicadas; explicações dadas; questões controversas; evidências sobre autores líderes; procedimentos e critérios que indicam a autenticidade e validade dos achados. Esse tipo de análise pode ser entendido como a primeira condição para a realização de novas pesquisas uma vez que possibilita a identificação de lacunas e oportunidades dentro do campo, tanto de novas construções teóricas como de pesquisas empíricas (Prado *et al.*, 2016). Os principais indicadores utilizados para mensurar os fluxos de informações são a frequência, que consiste no número de ocorrências das citações ou publicações, e o índice de centralidade, que corresponde a uma propriedade

gráfica-teórica que quantifica a importância (número de ligações) de um elemento em uma rede (Chen, 2006).

2.1 Operacionalização da pesquisa

Os artigos analisados neste estudo foram extraídos da base *Web of Science* da *Thomson Reuters*. Em seguida, foram identificados os termos que representam o campo de publicações sobre concentração acionária e risco idiossincrático. Os termos utilizados para busca foram *idiosyncratic risk*, *risk*, *ownership structure* e *ownership control*, entre aspas, nos campos título e tópico do sistema de busca. A utilização de aspas auxiliou na busca da expressão exata, além de que foram considerados apenas artigos científicos (sem restrição de área de conhecimento, país ou idioma) em todos os anos disponíveis na base, que compreendeu 1976 e 2018. A justificativa para este recorte temporal se deve ao fato de que as publicações encontradas com base na aplicação dos procedimentos adotados se iniciaram no ano de 1976.

As buscas retornaram um banco de dados composto por 186 artigos, os quais foram submetidos a um segundo filtro de seleção, que consistiu na remoção de trabalhos duplicados e aplicação do critério de inclusão por meio da leitura do título, do resumo e das palavras-chave. Dessa forma, a amostra final foi reduzida a 179 artigos, a qual foi submetida à *download* para o *software* EndNote e em seguida, foram feitas o *download* das referências em formato planilha eletrônica e das referências para utilização no *CiteSpace*, um *software* que permite a visualização gráfica da rede de relacionamento entre autores, obras, periódicos e palavras-chave, dentre outros critérios (Chen, 2006). Tal procedimento permitiu ainda a análise de publicações e citações, bem como propiciou a discussão dos trabalhos por classificação e demais indicadores bibliométricos.

Segundo Chen (2006, p. 362), por meio do *CiteSpace* identifica-se a “frente de pesquisa” e a “base intelectual” do campo de pesquisa em estudo, possibilitando a identificação do que se refere à “*emerging thematic trends and surges of new topics*”. O autor acrescenta que com esses procedimentos, é possível que pesquisador consiga visualizar a configuração inicial do campo de estudo, bem como pontos de virada teórica e temas emergentes de pesquisa (Chen, 2006).

4 CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E RISCO IDIOSSINCRÁTICO: FRENTE DE PESQUISA E BASE INTELECTUAL

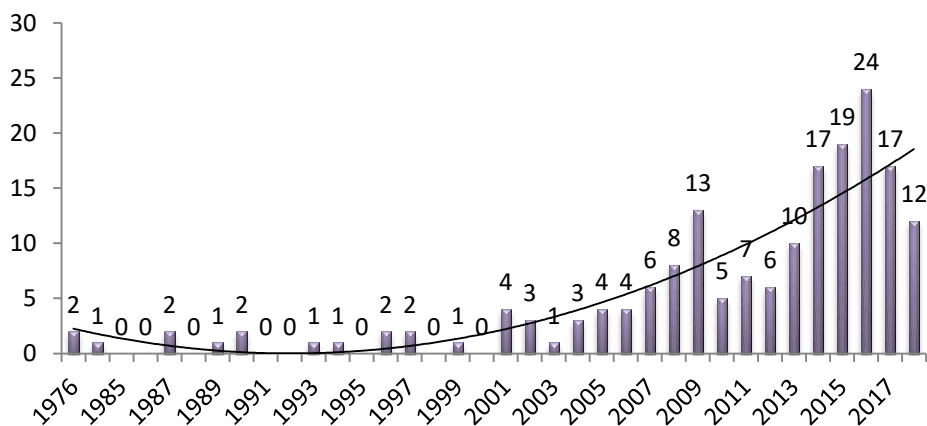
A Figura 1 apresenta a primeira análise aplicada no presente estudo, que consistiu em identificar a quantidade de publicações por ano, bem como a tendência de crescimento no volume dessas publicações ao longo do período de análise (1976-2018). Observou-se que os quinze primeiros artigos que relacionaram estrutura de propriedade e risco não sistêmico são seguidos por espaços de tempo, sendo os dois primeiros publicados em 1976, o terceiro em 1977. O quarto e quinto artigos foram publicados somente em 1987, e as pausas entre as publicações foram rompidas em 2001 a partir de um fluxo permanente de publicações.

Observou-se também um aumento das publicações nos anos de 2008 e 2009 se comparados ao ano de 2007, com um total de 8 e 13 publicações respectivamente, ressaltando-se que este período correspondeu à crise *subprime*. Todavia, ocorreu uma queda de artigos em 2010 seguida de uma estagnação até 2012. A partir de 2014, ocorre um expressivo aumento, sendo que o maior número de trabalhos foi observado no ano de 2016, com 24 artigos. Este aumento mostra o crescente interesse entre os pesquisadores de se debater o assunto, sendo importante ressaltar que na Figura 1 o ano de 2019 foi suprimido, tendo em vista que o horizonte de tempo adotado nesta pesquisa considera estudos publicados até janeiro do referido ano.

Os dois primeiros artigos identificados na busca foram *Ownership, control, and contemporary Corporation: a general behavior analysis* (Kania & Mckean, 1976) e

Monopoly power, ownership control, and corporate performance (Stano, 1976). No primeiro, o debate gira em torno das consequências da separação entre propriedade e controle discutidas por Berle e Means (1932), e dos diversos estudos que surgiram na literatura com o intuito de comparar o desempenho das firmas controladas pelo proprietário e pelo administrador em um esforço testar a hipótese de que gestores e proprietários são motivados por objetivos diferentes, de tal forma que os gestores não se esforçam necessariamente para maximizar o bem-estar do proprietário. No segundo artigo, o autor argumenta que a maior preocupação do acionista é a taxa de retorno sobre seu investimento, descrevendo evidências de que acionistas de empresas controladas pelo proprietário receberam uma taxa de retorno significativamente maior do que os acionistas de empresas controladas por gestores, em um comportamento caracterizado como discricionário.

Figura 1 - Número de artigos publicados por ano



Nota: Linha de tendência quadrática com $R^2 = 0,81$
 Fonte: Elaborada pelos autores.

Berle e Means (1932) perceberam que o controle das firmas estava sendo transferido para terceiros, uma vez identificada a dificuldade de mantê-las sob a custódia de apenas um proprietário. Esses resultados propiciaram o desenvolvimento da teoria da agência, em que Jensen e Meckling (1976) pressupõem que a firma seria formada por ficções legais, especificamente por relações contratuais implícitas e explícitas, firmadas entre os indivíduos. Esses contratos mútuos entre os agentes caracterizam as relações de mercado e são fundamentados dentro das firmas por sistemas contratuais que definem a “regra do jogo” organizacional.

Esta relação contratual é definida por Jensen e Meckling (1976) como relação de agência, em que o principal delega a outra pessoa (o agente), por meio de um contrato, a função de administrar a firma em seu nome. Entretanto, ocorre que existem interesses conflitantes entre esses indivíduos, e isso acontece porque a transferência do controle das empresas discutida por Berle e Means (1932) provocaria o deslocamento da propriedade individual para a propriedade pulverizada o que resultaria na fragmentação das ações decorrente da abertura de capital, provocando assim a perda de controle nas decisões sobre uso dos recursos, já que os pequenos e numerosos proprietários encontrariam dificuldades com relação às operações da firma. Com isso, seria necessária a contratação de gestores, sendo que estes ficariam a cargo dessas decisões.

Adiante, uma segunda análise permitiu identificar que não houve concentração de publicações em um mesmo autor. Os autores com maior número de artigos foram Zhaojun Yang (quatro artigos), Nadia Vozlyublennaia (três artigos) e Javier Vidal Garcia (dois artigos). Também não houve concentração de instituições entre os autores, apenas as

universidades *Hunan University* e *National University Singapore* aparecem com cinco e quatro artigos, respectivamente, e as demais aparecem com valores inferiores. Este resultado demonstra que a frente de pesquisa é formada por diversos autores e universidades.

Posteriormente, foram levantados os 10 artigos mais citados do banco de dados, os quais foram brevemente discutidos. A análise dos artigos mais citados é importante, pois oferece uma noção preliminar dos temas e autores que estão sendo discutidos, sendo denominado por Chen (2006) como frente de pesquisa. Ademais, os artigos que figuram entre os mais citados geralmente oferecem discussões importantes e de grande relevância para determinada área de conhecimento e podem conforme apresentamos direcionar debates nos campos de administração pública e gestão social (Garcia *et al.*, 2019).

O trabalho de Vilalonga e Amit (2006) intitulado *How do family ownership, control and management affect firm value?* possui até o momento 1.119 citações e tem o objetivo de verificar como o controle familiar afeta o valor das firmas e para tanto utiliza como amostra empresas listadas na Fortune-500 durante o período de 1994–2000. Especificamente, o trabalho tem o objetivo de identificar qual a relevância da participação acionária familiar na empresa e se tal participação cria ou destrói valor; se a propriedade familiar em si cria ou destrói valor e se a participação familiar na diretoria da empresa cria ou destrói valor. O trabalho mostra em seus resultados que há criação de valor em empresas familiares, desde que não existam mecanismos que aumentem ou garantam o direito de controle da família de forma excessiva, com relação à quantidade que a mesma detém sobre o direito de fluxo de caixa. Alguns exemplos de mecanismos de controle são as estruturas piramidais de controle e classes de ações com direitos de controle diferentes.

Outra análise realizada por Villalonga e Amit (2006) se deu por meio da separação das empresas familiares em três tipos diferentes: (i) empresas onde existem mecanismos de aumento de direito de controle e o CEO é da família; (ii) empresas onde existem mecanismos de aumento de direito de controle e a família não possui membros na diretoria; (iii) empresas onde não existem esses mecanismos e o CEO é da família. Os achados mostram o que talvez sejam umas das melhores respostas para a ambiguidade que a teoria nos deixa ao apresentar os diversos custos e benefícios da presença da família no controle da empresa. A pesquisa conclui que minimizar os custos de agência reflete na criação de valor para a firma, mostrando ainda que em empresas do tipo (iii) são as que possuem o melhor desempenho, e que a presença de um membro da família como CEO evita o problema de agência entre acionistas e diretoria, e pelo fato de não haver mecanismos de controle em excesso, evita-se também o conflito entre acionista controlador e acionista minoritário. Por fim, o estudo mostra que descendentes do fundador destroem valor da firma quando assumem cargos de CEO ou *Chairman*.

O segundo artigo mais citado da *Web of Science* é *Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk* (729 citações), de Campbell, Lettau, Malkiel e Xu (2001). Nele, os autores propõem uma abordagem “desagregada” para estudar a volatilidade dos retornos das ações nos níveis de mercado, indústria e empresa no período de 1962 a 1997. Esta volatilidade é apenas um dos componentes do retorno de uma ação individual e sugerem que choques em níveis setoriais (indústrias) e específicos das firmas (idiossincráticos) também são fatores indispensáveis para a mensuração do retorno de ativos. Metodologicamente, o artigo deriva os componentes da volatilidade de uma ação (mercado, indústria e firma) e verifica através de testes estatísticos (raiz unitária, quebra estrutural e tendência) se há presença de tendência estocástica ou determinística.

Campbell *et al.* (2001) salientam que muitos investidores possuem grande quantidade de ações e falham em não diversificar da maneira correta ou têm suas participações restritas por políticas corporativas de remuneração. Acrescentam que fundos de investimento ou grandes instituições financeiras podem comprar elevada quantidade de ações de uma mesma

empresa, o que pode influenciar seus preços, bem como a conduta de seus gestores. Tal comportamento por parte do mercado é conhecido como *institutional ownership*. Os resultados obtidos para ativos do mercado acionário estadunidense no período de 1962 a 1997 sugerem que, apesar da volatilidade do mercado não apresentar nenhuma tendência visível, a volatilidade idiossincrática aumentou perceptivelmente. Como consequência do aumento da volatilidade idiossincrática em detrimento da volatilidade de mercado estável, a correlação média entre as ações diminuiu, assim como o poder do modelo de mercado. Além disso, as evidências mostraram que as três medidas de volatilidade (mercado, indústria e firma) cresceram em momentos de recessão e auxiliaram a prever o crescimento do PIB.

O artigo *Uninsured idiosyncratic risk and aggregate saving* de Aiyagari (1994) aparece com 502 citações e associa a volatilidade ao crescimento macroeconômico, seguindo um modelo macroeconômico com risco idiossincrático, além disso, aborda o impacto do risco sobre a taxa de poupança agregada e enfatiza a importância da negociação individual de ativos e a relativa desigualdade de distribuição de riqueza e renda. O autor trabalha com a hipótese de que a presença de maiores oscilações na atividade econômica afeta as decisões de investimento, de modo que os agentes já não avaliam com exatidão os retornos de suas aplicações. Assim, tem-se a volatilidade essencialmente como uma medida de risco, portanto a presença de incerteza resulta em contração no produto. Por esse ponto de vista, imagina-se que os agentes econômicos são, em média, avessos ao risco, sem desconsiderar que alguns trabalhos também apresentam evidências contrárias (Aiyagari, 1994).

O trabalho de Aiyagari (1994) estuda a hipótese de *precautionary savings*. A ideia é de que períodos de crescente incerteza afetam as decisões de investimento de modo a elevar os níveis de poupança, gerando crescimento futuro. Neste cenário, os agentes se comportam de maneira a suavizar o consumo e dessa forma, existe uma correlação positiva entre volatilidade e crescimento. Num modelo cujo ambiente de risco puramente idiossincrático (ou seja, a volatilidade é composta apenas por um componente imprevisível), em nível agregado, a poupança por precaução é moderada, mas pode aumentar à medida que a variabilidade e os ganhos persistentes aumentam. O autor também observa que a composição de carteiras muda de acordo com a renda das famílias nos EUA, com famílias de menor renda preferindo ativos de baixo risco e maior liquidez, evidenciando-se indícios de heterogeneidade entre os agentes em termos de aversão ao risco. Tal evidência pode ser importante quando observarmos países em desenvolvimento, onde as taxas de poupança são, em geral, inferiores aos países desenvolvidos. A ideia de *precautionary savings* estaria estritamente ligada aos modelos clássicos de crescimento, onde a taxa de poupança é um dos motores do crescimento de longo prazo.

Goyal e Santa-Clara (2003) publicaram *Idiosyncratic risk matters!*, que possui 318 citações. Os autores encontraram uma relação significativamente positiva entre a volatilidade média ponderada das ações e os retornos da carteira ponderada pelo valor das ações listadas na NYSE / AMEX / Nasdaq no período de agosto de 1963 a dezembro de 1999. No entanto, Goyal e Santa-Clara (2003) destacam que a variância do mercado não prevê o retorno dos ativos.

Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns (253 citações) escrito por Fu (2009) demonstra que a omissão dos retornos acionários do mês anterior pode levar a uma estimativa negativamente tendenciosa da relação. A magnitude do viés de variável omitida depende da abordagem para estimar a volatilidade idiossincrática condicional. Fu (2009) acrescenta que embora exista uma relação negativa quando a estimativa é baseada em retornos diários, ela desaparece depois que as reversões de retorno são controladas. As reversões de retorno podem explicar tanto a relação negativa entre os retornos da carteira ponderados pelo valor quanto a volatilidade idiossincrática e a relação insignificante entre os retornos da carteira ponderados de forma igual e a volatilidade idiossincrática. Em contraste,

há uma relação significativamente positiva entre a volatilidade idiossincrática condicional estimada a partir de dados mensais e retornos esperados. Essa relação permanece robusta após o controle de reversões de retorno.

O artigo de Chen, Firth e Xu (2009) *Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns* aparece com 219 citações e identifica a identidade de grandes acionistas pertencentes a blocos de controle, institucionais e privados, de empresas listadas da China. Segundo os autores, esses tipos distintos de proprietários têm objetivos e motivações diferentes, o que afeta a forma como eles exercem seus direitos de controle sobre as empresas nas quais investem. Em complemento, afirmam que controle privado não é necessariamente superior a certos tipos de controle estatal. Para testar esses argumentos, investigaram a eficiência relativa do Estado *versus* a propriedade privada das empresas listadas e a eficiência de várias formas de propriedade estatal. Os resultados empíricos indicam que a eficiência operacional das empresas varia de acordo com o tipo de acionista controlador e que empresas de controle privado têm o pior desempenho.

Os demais trabalhos mais citados na *Web of Science* foram *The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk* de Luo e Bhattacharya (2009) com 216 citações e *Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow* de Ferreira e Laux (2007) com 188 citações.

No primeiro artigo, os autores comentam que comerciantes e investidores enfrentam um debate acalorado e provocativo sobre o fato da excelência em iniciativas de responsabilidade social prejudicar ou beneficiar empresas financeiramente e, nesse sentido, desenvolveram um arcabouço teórico que prevê o impacto do desempenho social corporativo no risco idiossincrático e o papel de duas alavancas estratégicas de *marketing*, publicidade e pesquisa e desenvolvimento (P&D), na explicação da variabilidade. Os resultados mostram que o maior desempenho social corporativo reduz o risco indesejável de idiossincrasia da empresa. Na prática, esses resultados indicam que o “*goodwill refund*” do desempenho social corporativo não é incondicional. Eles também permitem que os profissionais de *marketing* se comuniquem com mais eficiência com os investidores, ou seja, fazendo o bem para gerenciar melhor o risco em torno dos preços das ações da empresa.

Já no segundo artigo, os autores analisaram a relação entre a política de governança corporativa e o risco idiossincrático. Argumenta-se que as empresas com menos provisões *antitakeover* exibem níveis mais altos de risco idiossincrático, atividade de negociação, fluxo de informações privadas e informações sobre ganhos futuros nos preços das ações. O interesse de negociação pelas instituições, especialmente aquelas ativas na arbitragem de fusões, fortalece a relação de governança com o risco idiossincrático. Conclui-se que a abertura ao mercado de controle corporativo leva a preços de ações mais informativos, incentivando a coleta e negociação de informações privadas. Consistente com uma interpretação do fluxo de informações, o componente de volatilidade não relacionado à governança está associado à eficiência do investimento corporativo.

O trabalho de intitulado *Ownership structure, risk and performance in the European banking industry* de Iannotta, Nocera e Sironi (2007) (179 citações) descreve que a estrutura de propriedade é relacionada ao risco de instituições financeiras europeias. De acordo com a pesquisa, conquanto a rentabilidade dos bancos com propriedade mais dispersa não seja significativamente diferente da dos bancos com propriedade mais concentrada, a maior concentração está associada à melhor qualidade dos empréstimos e ao menor risco de insolvência.

Por fim, o artigo de Chaddad e Cook (2004) intitulado *Understanding new cooperative models: an ownership–control rights typology* (142 citações) examina novos modelos organizacionais (cooperativas agrícolas) a partir de uma perspectiva de direitos de propriedade. O trabalho adota uma definição de direitos de propriedade que inclui direitos

residuais de reivindicação e controle. Argumenta-se que os novos modelos organizacionais cooperativos diferem em como os direitos de propriedade são atribuídos aos agentes econômicos (membros, acionistas e investidores) vinculados contratualmente à empresa. O artigo propõe ainda uma tipologia de modelos organizacionais discretos, em que a estrutura cooperativa tradicional e a empresa orientada ao investidor são caracterizadas como formas polares. A tipologia também inclui cinco modelos não tradicionais que as cooperativas podem adotar para melhorar as restrições financeiras percebidas.

De maneira ampla, observou-se entre os artigos mais citados uma tendência de estruturação de trabalhos que utilizam diversas formas de explicar a relação entre risco e retorno, onde a estrutura de propriedade é um tópico importante nas discussões, que por vezes auxilia na compreensão das formas como este mecanismo de governança poderia influenciar em tal relação, mostrando ainda que os resultados obtidos são diversos e por vezes inconclusivos.

No que se refere aos periódicos que mais publicaram, destaca-se que o maior número de artigos foi encontrado nos seguintes: *International Review of Economics & Finance*, *Journal of Banking & Finance* e *Journal of Finance*, conforme a Tabela 1. A análise de periódicos é relevante de forma, também, pragmática, uma vez que o que permite aos pesquisadores encontrarem periódicos para busca e submissão de artigos sobre determinada temática, bem como entender onde se concentram as publicações (Garcia *et al.*, 2019). Em outras palavras, pode-se afirmar que a frente de pesquisa sobre concentração acionária e risco não sistêmico é formada especialmente por estes periódicos.

Cabe destacar que o *International Review of Economics & Finance* (10 artigos) é um periódico dedicado à publicação de artigos teóricos e empíricos de alta qualidade em todas as áreas da economia internacional, macroeconomia e economia financeira. O periódico *Journal of Banking & Finance* (9 artigos) publica trabalhos teóricos e empíricos que abrangem todos os principais campos de pesquisa em finanças, de maneira geral, e em instituições financeiras. O objetivo do deste periódico é fornecer uma saída para o fluxo crescente de pesquisas acadêmicas sobre instituições financeiras e os mercados monetário e de capitais nos quais elas funcionam. O *Journal of Finance* (7 artigos) possui publicações em todos os principais campos da pesquisa financeira. Cada edição da revista atinge mais de 8.000 acadêmicos, profissionais de finanças, bibliotecas, instituições governamentais e financeiras em todo o mundo. Disponibilizado seis vezes por ano, o periódico em questão é a publicação oficial da *The American Finance Association*, a principal organização acadêmica dedicada ao estudo e promoção do conhecimento sobre economia financeira.

De forma geral, dos periódicos apresentados na Tabela 1, a maior parte tem foco em temas como finanças e economia financeira. Pelos resultados, observa-se ainda que há pouca concentração, dado que os onze periódicos com maior número de artigos respondem por apenas 30,2% das publicações totais.

A seguir, a Figura 2 mostra as categorias da base *Web of Science* nas quais os artigos estão enquadrados. Por meio do *software CiteSpace* foi possível visualizar uma linha do tempo onde determinada categoria teve sua primeira publicação. A análise gráfica permitiu inferir que a partir de 1976 os trabalhos foram publicados nas categorias *Business* e *Economics* (166 artigos) e *Economics* (110 artigos), e a partir de 1987 surgiram publicações na área de *Business* (121 artigos) e *Social Sciences* (9 artigos). Em 1997, observou-se publicações categorizadas como *Management* (13 artigos) e a partir de 2002 o campo teórico se estendeu a diversas outras áreas do conhecimento. Segundo Prado *et al.* (2016) e Gracia *et al.* (2019), esse resultado demonstra que a ampliação dos debates para outras categorias é importante e representa as alterações que o campo sofreu durante sua trajetória, o que possibilita que as pesquisas sejam exploradas de forma multidisciplinar.

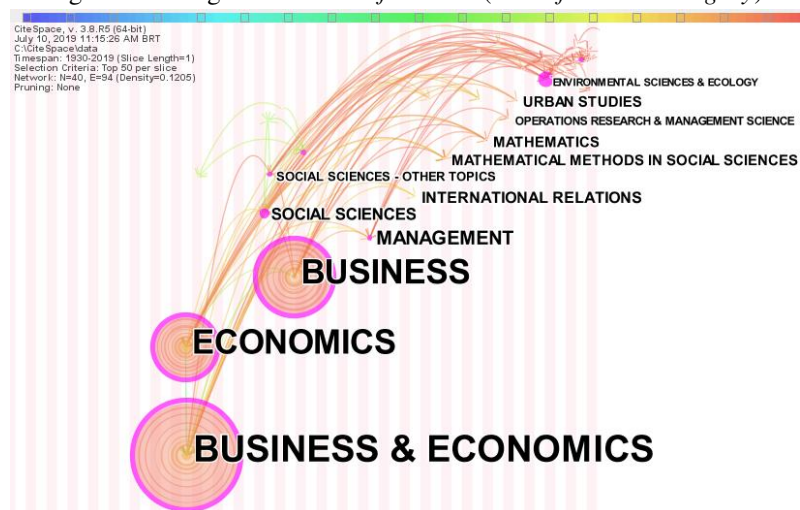
Tabela 1 - Periódicos que mais publicaram

Periódicos	Artigos	Proporção
<i>International Review of Economics & Finance</i>	10	5,6%
<i>Journal of Banking & Finance</i>	9	5,0%
<i>Journal of Finance</i>	7	3,9%
<i>Emerging Markets Finance and Trade</i>	6	3,4%
<i>International Review of Financial Analysis</i>	4	2,2%
<i>Journal of Financial Economics</i>	3	1,7%
<i>Journal of Marketing</i>	3	1,7%
<i>Review of Financial Studies</i>	3	1,7%
<i>Review of Economic Dynamics</i>	3	1,7%
<i>Financial Management</i>	3	1,7%
<i>Journal of Real Estate Finance and Economics</i>	3	1,7%
Total parcial de artigos	54	30,2%
Artigos de outros periódicos	125	69,8%
Total de artigos	179	100%

Fonte: Elaborada pelos autores.

No que tange à relação da produção acadêmica entre os países, observa-se na Figura 3 que os que apresentam maior número de publicações são Estados Unidos (71 artigos), China (19), Inglaterra (12), Tawan (11), Alemanha (9), Espanha (9), Austrália (9), Canadá (7), Coréia do Sul (6), Turquia (5) e Japão (5). A análise de países permite inferir se existe algum centro de debate sobre determinada temática (Garcia *et al.*, 2019). Contudo, é importante mencionar que nesse estudo existe uma limitação com relação aos procedimentos já direcionarem as pesquisas à periódicos de língua inglesa que são indexados na *Web of Science*.

Figura 2 - Categorias do Web of Science (Web of Science category)

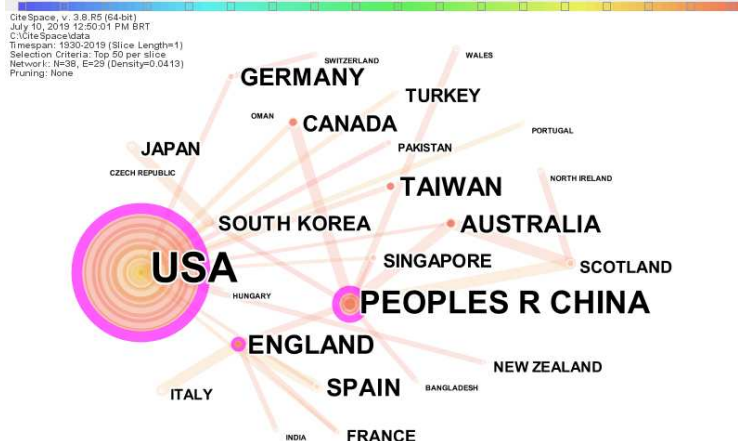


Fonte: Elaborada pelos autores.

Identificou-se ainda uma disparidade entre as redes dos Estados Unidos e da China com relação aos demais países, o que em parte se deve a tendência da própria base (Prado *et al.*, 2016). O trabalho de Villalonga e Amit (2006) é o artigo mais citado dos Estados Unidos além de ser também o mais citado na frente de pesquisa, seguido de Campbell *et al.* (2001) e Goyal e Santa-Clara (2003), todos já abordados neste trabalho. Da rede de artigos da China o

mais citado é o de Chen *et al.* (2009) e na rede da Inglaterra, o artigo mais citado é *Female Labor supply as insurance against idiosyncratic risk* de Attanasio, Low e Sánchez-Marcos (2005). Em termos de quantidade, esta rede possui apenas 12 artigos.

Figura 3 - Rede de países (*network of co-authors' countries*)



Nota: a rede é construída tendo por base apenas o país do primeiro autor do artigo.
 Fonte: Elaborada pelos autores.

Para aprofundar os conhecimentos a respeito do campo teórico prosseguiu-se com a identificação das palavras-chave mais utilizadas. A ocorrência destes termos está correlacionada com a delimitação da frente de pesquisa apresentada na metodologia, assim, a rede foi útil para quantificar as terminologias mais frequentes e suas relações com as demais palavras-chave. Neste sentido, do total de 444 palavras-chave utilizadas nos artigos, destaque-se, na Figura 4, aquelas que aparecem pelo menos 50 vezes. Observou-se que as dez palavras mais frequentes foram *idiosyncratic risk* (66 vezes), *volatility* (43 vezes), *cross-section* (31 vezes), *returns* (29 vezes), *performance* (29 vezes), *equilibrium* (29 vezes), *information* (25 vezes), *market* (25 vezes), *corporate governance* (23 vezes) e *model* (19 vezes).

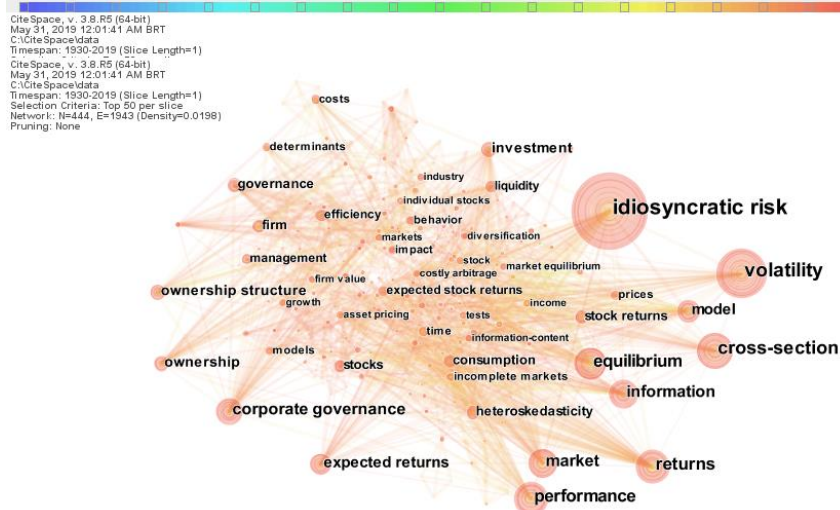
Por fim, a Figura 5 e a tabela 3 apresentam os *papers* mais referenciados pelos 179 artigos, que por sua vez, configuram a base intelectual a qual é avaliada por meio da rede de co-citação de artigos, de acordo com Garcia *et al.* (2019). Esta rede destaca, também, a autoria completa e a frequência de citações dos trabalhos mais referenciados.

Em relação à essas obras, observou-se um grande número de citações atribuídas à Eugene Fama. Seu trabalho mais citado é *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*, escrito juntamente com Kenneth French. O objetivo é a busca por fatores que pudessem melhorar o poder explicativo do CAPM e capturar anomalias do mercado, formulando o modelo dos três fatores. Esse modelo, segundo os autores, poderia explicar, significativamente, os retornos das ações, sendo que os fatores de risco do modelo são o mercado, conforme definido pelo CAPM original, o tamanho da empresa, definido pelo valor de mercado do patrimônio líquido e o índice *Book-to-Market* ou *B/M*, que, por definição, é a relação entre o valor contábil e de mercado do patrimônio líquido. Os pesquisadores afirmaram ainda que o modelo de três fatores captura a maior parte das anomalias não assimiladas pelo fator mercado, exceto a anomalia denominada momento.

O segundo artigo mais referenciado de Eugene Fama tem coautoria James MacBeth e é intitulado *Risk, return, and equilibrium: empirical tests*. O trabalho apresenta a primeira alternativa de precificação de ativos, onde os autores explicam que um dos problemas evidenciados na literatura sobre o CAPM decorre do fato de que os retornos de ações, quando analisados individualmente, são tão voláteis que a média dos retornos tende a ser a mesma e, desta forma, o CAPM não pode ser testado. Sendo assim, Fama e MacBeth (1973) adotam

como solução o agrupamento das ações em portfólios segundo algum critério financeiro que busque maximizar as diferenças médias dos retornos. Dessa forma, os autores estimaram betas para cada carteira usando todo o período e sub-períodos e, em seguida, estimaram regressões *cross-section* para o período t , especificamente.

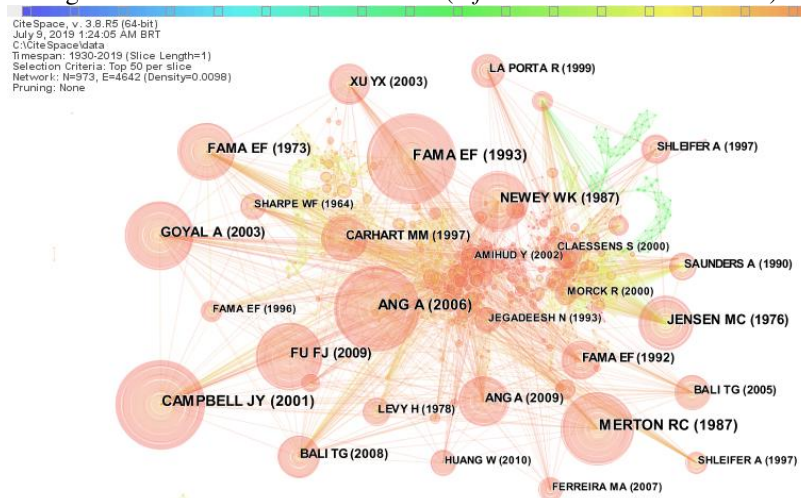
Figura 4 - Rede de palavras-chave (*co-occurring keywords*)



Fonte: Elaborada pelos autores.

O terceiro artigo mais referenciado de Eugene Fama também tem a contribuição de Kenneth French, com o título *The cross-section of expected stock returns* (1992). Nele, os autores contestam a validade empírica do modelo CAPM ao mostrarem que o tamanho da firma e a razão entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa preveriam melhor o retorno de uma ação que β . Neste contexto foi apresentada uma alternativa analítica, preconizando que os melhores previsores do retorno futuro são: (i) a taxa de crescimento da produção industrial (com retornos futuros elevados quando a produção industrial fosse elevada e vice-versa), (ii) a diferença entre a taxa de juros em títulos das empresas de avaliação baixa e (iii) a taxa de títulos governamentais de longo prazo (com retornos futuros elevados quando o *spread* é grande). Estas suposições justificam previsibilidade dos retornos futuros das ações, enfraquecendo assim a Hipótese de Mercados Eficientes.

Figura 5: Rede de referências citadas (*reference co-citation network*)



Nota: Na rede, aparece apenas o nome do primeiro autor do artigo e o ano de publicação. A autoria completa está apresentada na Tabela 3.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A hipótese de mercados eficientes (HME) é um dos assuntos mais importantes dentro da teoria de finanças, entretanto, nos últimos anos, a intensificação de estudos e o surgimento de evidências de que existem comportamentos anormais nos retornos de ativos financeiros (anomalias) contribuíram para que essa teoria fosse questionada. De um lado, alguns acadêmicos defendem sua validade e, de outro, pode-se encontrar pesquisadores que a contestam.

Tabela 3: Publicações mais referenciadas nos 179 artigos

Título	Referência	Citações
<i>Common risk factors in the returns on stocks and bonds</i>	Fama e French (1993)	48
<i>Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk</i>	Campbell <i>et al.</i> (2001)	48
<i>The cross-section of volatility and expected returns</i>	Ang, Hodrick, Xing e Zhang (2006)	46
<i>A simple model of capital market equilibrium with incomplete information</i>	Merton (1987)	39
<i>Idiosyncratic risk matters!</i>	Goyal e Santa-Clara (2003)	37
<i>Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns</i>	Fu (2009)	36
<i>A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix</i>	Newey e West (1986)	32
<i>Risk, return, and equilibrium: Empirical tests</i>	Fama e MacBeth (1973)	31
<i>Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure</i>	Jensen e Meckling (1976)	29
<i>High idiosyncratic volatility and low returns: International and further US evidence</i>	Ang, Hodrick, Xing e Zhang (2009)	27
<i>On persistence in mutual fund performance</i>	Carhart (1997)	25
<i>A model-independent measure of aggregate idiosyncratic risk</i>	Bali, Cakici e Levy (2008)	23
<i>Investigating the behavior of idiosyncratic volatility</i>	Xu e Malkiel (2003)	22
<i>The cross-section of expected stock returns</i>	Fama e French (1992)	21
<i>Does idiosyncratic risk really matter?</i>	Bali, Cakici, Yan e Zhang (2005)	19
<i>Corporate ownership around the world</i>	La Porta, Shleifer e Lopez-de-Silanes (1999)	18
<i>A survey of corporate governance</i>	Shleifer e Vishny (1997)	16

Nota: Na tabela obras (artigos, livros e capítulo de livros) com pelo menos 20 citações ou mais.

Fonte: elaborada pelos autores.

Segundo Mussa, Yang, Trovão e Famá (2010), o principal argumento dos primeiros é que as anomalias identificadas não podem ser generalizadas e não são consistentes ao longo do tempo. Entretanto, diversos estudos mostram que existem inúmeras situações em que os agentes do mercado não apresentam comportamento racional previsto pela teoria de mercados eficientes. Isso levou os adeptos da corrente comportamental a substituir o princípio da racionalidade ilimitada pelo da racionalidade limitada. Essas limitações da natureza humana produzem importantes efeitos econômicos, as chamadas anomalias financeiras (Mussa *et al.*, 2010). Em suma, a HME descreve que o mercado seria considerado eficiente se refletisse rapidamente qualquer informação disponível nos preços dos ativos, impossibilitando ganhos anormais. Isso significaria que a posse de informações sobre esse mercado não alteraria o retorno esperado (Mussa *et al.*, 2010). Este conceito foi proposto por Fama em 1970, e os trabalhos realizados nas décadas de 70 e 80 tentavam comprová-lo, concluindo que o mercado realmente se mostrava eficiente. Todavia, em meados da década 80, o desenvolvimento de técnicas computacionais permitiu que os pesquisadores intensificassem seus estudos, evidenciando a existência de comportamentos anormais nos retornos dos ativos financeiros.

Diante dos resultados obtidos nesta pesquisa, constata-se que a produção científica sobre concentração acionária e risco idiossincrático está em desenvolvimento e que o campo teórico é multidisciplinar em suas abordagens, áreas de pesquisas e objetos de estudo. No entanto, mesmo com as controvérsias e críticas, o *Capital Asset Price Model* ainda é utilizado para se extrair a variância dos resíduos, que é dada como volatilidade idiossincrática.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo desta pesquisa foi explorar a dinâmica da literatura sobre concentração acionária e risco idiossincrático, por meio de uma análise bibliométrica. Especificamente, buscou-se evidenciar as tendências de publicação para o campo, os periódicos e autores que mais se destacaram, além de identificar co-citações e coautorias entre os mesmos.

Os resultados apontaram um crescimento das publicações referentes ao tema de interesse deste estudo no ano de 2001. Contudo, após uma estagnação entre 2010 e 2012 o ano de 2016 caracteriza-se pelo momento em que mais se obteve publicações sobre o tema, totalizando 24 trabalhos. Os dez artigos mais citados na base *Web of Science* descrevem diversas abordagens ao mensurar o risco não sistêmico, diversas áreas de pesquisas e diversos objetos de estudo, como ativos individuais e carteiras diversificadas.

Com relação à frente de pesquisa, não se pode afirmar que existe concentração de trabalhos em determinados autores, por outro lado, um grande volume de publicações está atribuído à rede de pesquisadores dos Estados Unidos. Nesta rede, encontra-se o artigo mais citado (*How do family ownership, control and management affect firm value?*) de Villalonga e Amit, publicado em 2006.

Destaca-se ainda a representatividade dos periódicos *International Review of Economics & Finance*, *Journal of Banking & Finance* e *Journal of Finance*, além de autores como Eugene Fama, John Y. Campbell, Andrew Ang e Robert C. Merton que contribuíram para o crescimento do *research front* analisado. Por fim, a rede de palavras-chave indicou maior ocorrência dos termos *idiosyncratic risk*, *volatility* e *cross-section*. Estes termos também auxiliam na compreensão dos principais cenários de estudo e com base nessa análise percebe-se que o campo tem evoluído com o acréscimo de novos conceitos e no desenvolvimento de novos trabalhos que buscam entender como a estrutura de propriedade pode interferir na percepção de risco da organização, bem como na gestão organizacional em si e no desempenho.

As limitações desta pesquisa são semelhantes às de Garcia *et al.* (2019) e se devem ao fato de que: (i) as análises foram feitas considerando-se apenas uma base científica, (ii) as análises são estritamente de cunho descritivo, sendo que uma abordagem que explore as lacunas, críticas e diferentes perspectivas do campo teórico aqui estudado pode ser desenvolvida a partir do que foi apresentado; e (iii) não foram exploradas as diferenças e complementariedades ontológicas, epistemológicas e metodológicas dos artigos analisados (o que poderia gerar agrupamentos ou abordagens). Em suma, é importante frisar que este estudo teve o intuito de aprofundar a discussão acerca da relação entre concentração acionária e risco idiossincrático, sem qualquer pretensão de generalização.

Dessa forma, sugere-se que pesquisas futuras repliquem os passos adotados neste estudo em outras bases de dados, ou então utilizem em suas análises artigos nacionais e anais de eventos reconhecidos na área de administração, ciências contábeis ou quaisquer outras áreas de conhecimento. Além disso, tendo em vista as tendências metodológicas citadas que foram pouco ou ainda não exploradas, esta revisão bibliométrica oferece oportunidades para que se desenvolvam trabalhos que possam agregar novas ideias ao tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abu-Ghunmi, D.; Bino, A. e Tayeh, M. (2015). Idiosyncratic Risk and Corporate Governance: Evidence from Jordan. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(4), 40-50.
- Aiyagari, S. R. (1994). Uninsured idiosyncratic risk and aggregate saving. *The Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 659-684.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. *The Journal of Finance*, 61(1), 259-299.
- Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2009). High idiosyncratic volatility and low returns: International and further US evidence. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 1-23.
- Attanasio, O; Low, H. & Sánchez-Marcos, V. (2005). Female labor supply as insurance against idiosyncratic risk. *Journal of the European Economic Association*, 3(2-3), 755–764.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bittar, M., Silva, M. R. & Hayashi, M. C. P. I (2011). Produção científica em dois periódicos da área de educação. *Avaliação: Revista da Avaliação da Educação Superior*, 16(3), 655-674.
- Bufrem, L. & Prates, Y. (2005). O saber científico registrado e as práticas de mensuração da informação. *Ciência da Informação*, 34(2), 9-25.
- Demsetz, H. e Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *The Journal of Political Economy*, 93(6), 1155–1177.
- Caixe, D. F. (2018). *The effect of ownership-control divergence on investment sensitivity to idiosyncratic risk: evidence from an emerging economy*. (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1-43.
- Chen, C. (2006). CiteSpace II: Detecting and visualizing emerging trends and transient patterns in scientific literature. *Journal of the American Society for information Science and Technology*, 57(3), 359-377.
- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1-33.
- Coutinho, E. S.; Amaral, H. F. e Bertucci, L. A. (2006). De Mercado De Empresas Brasileiras. *R. Adm.*, 41(2), 197–207.
- Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., & Zarowin, P. (2003). Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research*, 41(5), 797-836.
- Fama, E. F. (1976). Efficient capital markets: reply. *The Journal of Finance*, 31(1), 143-145.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *the Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial economics*, 33(1), 3-56.
- Ferreira, M. A. e Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-989.
- Fu, F. (2009). Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91(1), 24-37.

- Ganz, A. C. S., Junior, M. M. R. & Nakamura, W. T. (2018). *Risco idiosincrático e estrutura de propriedade: Evidências dos mercados brasileiro e americano*. Anais do Congresso ANPCONT, João Pessoa, PB, Brasil, 12.
- Garcia, A. S.; Pereira, J. R.; Alcântara, V. C.; Prado, J. W. (2019). Produção científica sobre esfera pública: um Estudo Bibliométrico em Múltiplas Áreas do Conhecimento (1970-2015). *Administração Pública e Gestão Social*, 11(1), 2-15.
- Gompers, P.; Ishii, J. e Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–155.
- Goyal, A., & Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic risk matters!. *The Journal of Finance*, 58(3), 975-1007.
- Guedes, V. L. S. & Borschiver, S. (2005). Bibliometria: uma ferramenta estatística para a gestão da informação e do conhecimento, em sistemas de informação, de comunicação e de avaliação científica e tecnológica. *Anais do CINFORM–Encontro Nacional de Ciência da Informação*, Brasil, 6.
- Iannotta, G., Nocera, G., & Sironi, A. (2007). Ownership structure, risk and performance in the European banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 31(7), 2127-2149.
- Jensen, M. C. & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4) 1-78.
- La Porta, R.; Shleifer, A.; Lopez-de-Silanes, F. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517.
- Leal, R. P. C.; Silva, A. L. C. e Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The debate over doing good: Corporate social performance, strategic marketing levers, and firm-idiosyncratic risk. *Journal of Marketing*, 73(6), 198-213.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77-91.
- Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie (Mackenzie Management Review)*, 16(4).
- Martins, G. D. A., & Silva, R. D. (2005). Plataforma teórica–trabalhos dos 3º e 4º Congressos USP de Controladoria e Contabilidade: um estudo bibliométrico. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Vol. 5)*. São Paulo: FEA/USP.
- Mussa, A., Yang, E. Trovão, R. & Famá, R. (2010). Hipótese de mercados eficientes e finanças comportamentais: as discussões persistem. *FACEF Pesquisa-Desenvolvimento e Gestão*, 11(1).
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278-297.
- Okimura, R. T.; Silveira, A. D. M. e Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *Revista RAC Eletrônica*, 1(1), 119–135.
- Prado, J. W., Castro Alcântara, V., Melo Carvalho, F., Vieira, K. C., Machado, L. K., & Tonelli, D. F. (2016). Multivariate analysis of credit risk and bankruptcy research data: a bibliometric study involving different knowledge fields (1968-2014). *Scientometrics*, 106(3), 1007-1029.
- Roll, R. (1988). “R²”. *Journal of Finance*. 43,3: 541–566.
- Shleifer, A. e Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.