

## **Controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto**

**ISAC DE FREITAS BRANDÃO**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

**LAIANE DE AGUIAR SILVA**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

**FRANCISCO VALDENUSO ALMEIDA SILVA**

INSTITUTO FEDERAL DE EDUCAÇÃO, CIÊNCIA E TECNOLOGIA DO CEARÁ (IFCE)

Agradecimento à orgão de fomento:

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

# CONTROLE ACIONÁRIO E ESTRUTURA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

## 1 INTRODUÇÃO

Governança corporativa compreende um sistema de relações pelo qual as empresas são dirigidas, monitoradas e incentivadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC, 2015). Nas empresas com capital aberto, a separação entre propriedade e gestão reforça a importância da governança corporativa como mecanismo de alinhamento de interesses entre acionistas e administradores. Neste contexto, seu objetivo é minimizar dos conflitos de agência entre acionistas e gestores (DEY, 2008).

Segundo a abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, a eficácia dos mecanismos de governança corporativa depende do ambiente organizacional da empresa (AGUILERA et al., 2008; DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008; HUSE, 2005). Dentre os fatores organizacionais que podem afetar o sistema de governança de uma empresa está o tipo de controle acionário (AGUILERA et al., 2008; AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012). Os conflitos de agência predominantes nas empresas com controle acionário definido são diferentes dos conflitos de agência existentes nas empresas em que não há acionista controlador (YOUNG et al., 2008). Entre as empresas com controle definido, diferentes tipos de controladores têm questões específicas e diferentes graus de incentivos e habilidades para monitorar diretamente a gestão (AGUILERA, DESENDER; CASTRO, 2012).

No mercado de capitais brasileiro o controle acionário é heterogêneo, existindo empresas sem acionista controlador e com controle compartilhado, familiar, governamental e empresarial (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Estudos empíricos têm mostrado relação da presença e da identidade do acionista controlador com o nível de adoção de práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA et al., 2009). Entretanto, não se buscou investigar quais áreas da estrutura de governança corporativa são influenciadas pelo tipo de controle acionário da empresa brasileira, e nem quais as possíveis motivações para esta influência. Neste sentido, a presente pesquisa foi desenvolvida a partir do seguinte problema: *qual a influência controle acionário sobre a estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto?*

Neste trabalho investigou-se a relação existente entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, analisando a associação da identidade do acionista controlador com características da governança corporativa relativas à estrutura da administração e do sistema de fiscalização e controle destas empresas. Por meio de análise de correspondência verificou-se associação do tipo de controle acionário (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental) com composição, avaliação e mandato dos órgãos de administração (conselho de administração e diretoria executiva) e com instalação de órgãos de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna).

O trabalho apresenta contribuições teóricas e organizacionais para a literatura sobre governança corporativa. No campo teórico, os resultados corroboram a abordagem contingencial da governança corporativa, indicando que a estrutura de governança corporativa da empresa é influenciada por características do ambiente organizacional de cada empresa, dentre as quais o tipo de controle acionário. Na prática, o trabalho levanta a discussão acerca da proposição de práticas de governança corporativa para empresas de acordo com o tipo de controle acionário, em vez de estimular a adoção de práticas de governança corporativa universais, que não consideram as peculiaridades dos diferentes contextos societários.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O sistema de governança das sociedades anônimas de capital aberto brasileiras é composto pela interação entre assembleia geral dos sócios, órgãos de administração e órgãos

de fiscalização e controle (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). Os sócios, minoritários e controladores, compõem a assembleia geral dos sócios, órgão soberano da sociedade. Entre suas funções está a escolha dos membros do conselho de administração e do conselho fiscal e deliberar sobre a prestação de contas dos administradores (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

A administração é formada por diretoria executiva e conselho de administração. A diretoria executiva é responsável por decisões de gestão (planejamento e implementação), enquanto o conselho de administração é responsável por decisões de controle (ratificação e monitoramento das decisões de gestão), além de contratar, demitir e compensar membros da diretoria executiva (FAMA; JENSEN, 1983). Há um conjunto de características da diretoria executiva e do conselho de administração relevantes para a eficácia do sistema de governança da empresa de capital aberto, relacionadas, entre outros aspectos, a sua composição, avaliação, mandato e remuneração (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016).

O sistema de fiscalização e controle é composto por órgãos cuja instalação é facultativa, dos quais se destacam o conselho fiscal, o comitê de auditoria e a auditoria interna (ROSSETTI; ANDRADE, 2012). O conselho fiscal é ligado diretamente à assembleia geral dos sócios e tem por função fiscalizar a administração em nome dos acionistas, emitindo pareceres e opiniões sobre os atos da administração e sobre os demonstrativos financeiros (TINOCO; ESCUDER; YOSHITAKE, 2011). O comitê de auditoria é um órgão de assessoramento do conselho de administração cujas principais funções são a supervisão dos controles internos e da gestão, avaliação dos riscos, acompanhamento dos trabalhos da auditoria independente (externa) e supervisão dos trabalhos da auditoria interna (MUNHÓS, 2014). A auditoria interna pode ser ligada ao conselho de administração ou à diretoria executiva e é responsável pelo sistema de controles internos da organização (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016).

Para aprimorar o sistema de governança corporativa das empresas brasileiras profissionais e acadêmicos têm proposto um conjunto de mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas, monitoramento e incentivo gerencial e transparência da gestão a serem adotados pelas empresas, denominados práticas de governança corporativa. Para as empresas de capital aberto brasileiras destacam-se as práticas recomendadas no código brasileiro de governança para companhias abertas elaborado pelo Grupo de Trabalho Interagentes (GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES, 2016) e as regras para participação nos segmentos especiais de listagem e índices de governança corporativa da Brasil, Bolsa, Balcão (B<sup>3</sup>).

A abordagem clássica da governança corporativa assume que o melhor gerenciamento dos conflitos de agência entre acionistas e gestores leva a empresa a operar com maior eficiência e obter desempenho superior (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008). A abordagem contingencial da governança corporativa, entretanto, argumenta que o papel da governança corporativa depende dos fatores internos e externos da empresa, que são críticos dentro do contexto organizacional, de mercado, setorial, regulatório ou institucional das empresas (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008). Como a natureza desses fatores depende de sua interação com diversos ambientes organizacionais, em vez de serem universais, as contingências internas e externas provavelmente influenciam a eficácia de práticas de governança específicas (DEDMAN; FILATOTCHEV, 2008).

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

Nas empresas com *controle disperso* nenhum acionista, isoladamente ou por meio de acordo, detém direito a voto que lhe conceda o controle acionário. Nestas empresas acionistas

têm menor incentivo e capacidade para monitorar diretamente a gestão (DESENDER et al., 2013), e o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas e gestores (JENSEN; MACKLING, 1976). Por este motivo, a independência do conselho de administração é avaliada pela relação entre seus membros e a diretoria executiva (BEBCHUCK; HAMDANI, 2009), e a política de remuneração dos executivos ganha maior importância como mecanismo de alinhamento de interesses (HASSEN; EL OUSKDI; OMRI, 2015).

Nas empresas com acionista controlador, o principal problema de agência decorre de conflitos entre acionistas controladores e minoritários (YOUNG et al., 2008). Acionistas controladores podem obter maior monitoramento sobre a gestão, o que pode substituir outros mecanismos de governança, como um conselho de administração independente da diretoria executiva (CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020) e uma política de remuneração gerencial que alinhe os interesses de gestores e acionistas (CORE; HOLTAUSEN; LARCKER, 1999). Por outro lado, controladores podem usar o seu poder sobre a gestão para usufruir de benefícios privados do controle (YOUNG et al., 2008). Diante da sobreposição entre acionistas controladores e diretoria executiva, a independência do conselho de administração deve ser medida pela participação de conselheiros indicados por acionistas minoritários, ou que não possuam nenhuma relação com a empresa (BRANDÃO et al., 2019). Ademais, o conselho fiscal, que obrigatoriamente têm membros indicados por acionistas minoritários, é visto como um instrumento de exercício do direito de fiscalização da administração pelos acionistas minoritários nas empresas com acionista controlador (LAMB, 2014).

O *controle compartilhado* ocorre quando dois ou mais investidores sem relações familiares ou comerciais compartilham o controle acionário por meio de acordo formal (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Estes acordos podem mitigar conflitos entre grandes acionistas com a melhoria do sistema de governança da empresa (ATTIG et al., 2012). O acordo de acionistas também pode proteger a empresa contra decisões maliciosas de gestores sobre a estratégia da empresa ou em negociações envolvendo ações da empresa (CARVALHAL, 2012). Por outro lado, um acordo de acionistas pode ser um instrumento para fazer valer um pequeno grupo de grandes blockholders e facilitar o uso de benefícios privados de controle para esse grupo (BIANCHI; BIANCO; ENRIQUES, 2001), como a inclusão de cláusulas que vinculam o voto dos conselheiros ao acordo de acionistas (GELMAN; CASTRO; SEIDLER, 2015).

Empresas com *controle familiar* questões específicas, relacionadas com a liquidez, crescimento e transição para uma sociedade com capital aberto e com acionistas não pertencentes à família fundadora, assim como questões relacionadas com a gestão interna, como divergências intrafamiliares, disputas pela sucessão e benefícios privados concedidos aos membros da família (BERTRAND; SHOAR, 2006; SCHULZE et al., 2001). Para Aguilera, Desender e Castro (2012), a posição da família e o interesse na continuidade do negócio facilita o monitoramento sobre gestão e pode contribuir para um desempenho operacional superior. Quando presentes no conselho de administração, membros da família reduzem custos com conselheiros externos (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012). Por outro lado, o controle familiar pode ser prejudicial à empresa, dado o possível entrenchamento dos membros da família na gestão da empresa (MORCK; SHLEIFER; VISHNY, 1988).

O *controle empresarial* envolve a propriedade cruzada entre empresas controladoras e controladas (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Para Claessens e Yurtoglu (2013), fazer parte de um grupo pode beneficiar empresas controladas, particularmente em mercados emergentes, uma vez que o uso de mercados internos de fatores pode superar mercados externos ausentes ou incompletos. Semelhante ao controle familiar, a empresa controladora tem incentivo e habilidades para monitorar a gestão da empresa controlada (DESENDER et al., 2013). Empresas com controle empresarial, entretanto, tendem a ter pior transparência e estruturas de gestão menos claras, o que possibilita expropriação de acionistas minoritários

(CLAESSENS; YURTOGLU, 2013), em especial através de transações com partes relacionadas (WEISS; HILGER, 2012).

A estrutura de governança de empresas com *controle governamental* tende a ser mais voltada para *stakeholders* do que *shareholders* (AGUILERA, DESENDER; CASTRO, 2012): conselhos de administração compostos por indicações políticas e representantes dos empregados, com papel mais consultivo do que de monitoramento; objetivos estratégicos mais voltados para o crescimento de longo prazo do que para valorização da riqueza dos acionistas. Shleifer e Vishny (1997), entretanto, apontam que estas empresas são menos eficientes devido aos interesses particulares de seus gestores: políticos que controlam as empresas estatais têm objetivos diferentes do interesse social e poder sobre essas empresas para direcioná-las a perseguir objetivos políticos. No Brasil, a Lei n. 13.303/2016, denominada lei de responsabilidade social das estatais, trouxe perspectivas otimistas para o fortalecimento da governança dessas empresas (FONTES FILHO, 2018). Entre as obrigatoriedades previstas para empresas com controle governamental instituídas pela Lei 13.303/2016 estão critérios específicos para escolha e avaliação de administradores e instalação dos principais órgãos de fiscalização e controle.

### 3 METODOLOGIA

A população da pesquisa são as empresas de capital aberto com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A amostra foi composta por 300 empresas listadas na B<sup>3</sup> em 2020 que divulgaram todas as informações necessárias à análise, excluindo empresas em recuperação judicial e empresas que cujas ações apresentam índices de liquidez em bolsa mínimo (0,1). Fez-se esta restrição (liquidez em bolsa) para analisar apenas empresas que efetivamente estejam movimentando o mercado de capitais brasileiro, sujeitas a uma relação de agência mais clara entre acionistas minoritários e administradores/controladores.

Os dados foram coletados de documentos institucionais referentes ao ano de 2020 disponíveis no sítio eletrônico da CVM. O controle acionário foi identificado por meio de análise do item 15 (controle e grupo econômico) do formulário de referência, seguindo a metodologia de Crisóstomo e Brandão (2019). No item 15.3 a empresa deve declarar se existe, ou não, um acionista que controla a empresa e divulgar seus(s) nome(s). Os itens 15.1 e 15.2 referem-se à estrutura piramidal de propriedade da empresa, que permite confirmar as informações prestadas no item 15.3. Após a identificação do acionista controlador último, o tipo de controle acionário foi classificado em cinco categorias: familiar, quando o acionista controlador é uma pessoa física ou grupo de pessoas físicas pertencentes à mesma família; governamental, quando o acionista controlador é um ente estatal; empresarial, quando a empresa faz parte de grupo econômico, e o acionista controlador é uma empresa; compartilhado, quando há mais de um acionista controlador, e estes não pertencem ao mesmo grupo econômico ou à mesma família; e disperso, quando não há acionista controlador.

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

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

teste qui-quadrado apresentou significância estatística a nível de 5% foi processada a análise de correspondência pelo comando ANACOR do software SPSS 20®.

Como o propósito da análise é verificar associações entre linhas e colunas, foram construídos mapas perceptuais com os valores de similaridades resultantes das duas dimensões com maior inércia da análise de correspondência. Para cada associação foram construídos dois mapas perceptuais, utilizando valores de similaridades calculados a partir da distância qui-quadrado (ponderada a partir da representatividade de cada categoria) e da distância euclidiana (que não utiliza ponderações). A utilização adicional da distância euclidiana deve-se à presença de categorias com baixa representatividade em algumas categorias, o que prejudica a construção de mapas perceptuais construídos a partir da distância qui-quadrado (HAIR JR et al., 2009).

Quadro 1: Características da estrutura de governança corporativa analisadas

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

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

#### 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

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

Tabela 1: Controle acionário

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

A apresentação dos resultados da análise de correspondência foi estruturada de acordo com o item da estrutura de governança corporativa analisado (Quadro 1): composição da

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

#### 4.1 Controle acionário e composição da administração

Na Tabela 2 são apresentadas as tabelas de contingência da associação entre controle acionário e características da composição da administração. Das quatro características analisadas, os testes qui-quadrado indicaram que três têm associação com o tipo de controle acionário: independência do conselho de administração, relação entre órgãos de administração e relação entre administradores. Para estas características foi processada a análise de correspondência, cujos mapas perceptuais resultantes estão reproduzidos na Figura 1. Não foi encontrada associação entre controle acionário e diversidade de gênero.

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

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

**Órgãos da administração:** conselho de administração (CA) e diretoria executiva (DE).

**Controle acionário:** disperso (DISP), compartilhado (COMP), familiar (FAM), empresarial (EMP) e governamental (GOV).

**Independência do CA:** presença de membros do CA não indicados pelo controlador (MIN), presença de membros do CA independentes (IND), presença de membros do CA não indicados pelo controlador e independentes (MIN&IND) e ausência de membros do CA não indicados pelo controlador e independentes (SIND).

**Controle acionário x independência do CA:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 84,26 com p-valor<0,000

**Relação entre CA e DE:** presença de executivos no CA sem dualidade do CEO (EXEC), ausência de executivos no CA (SEXEC) e diretor-presidente ocupa o cargo de presidente do CA (DUAL CEO).

**Controle acionário x relação entre DE e CA:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 40,36 com p-valor<0,000.

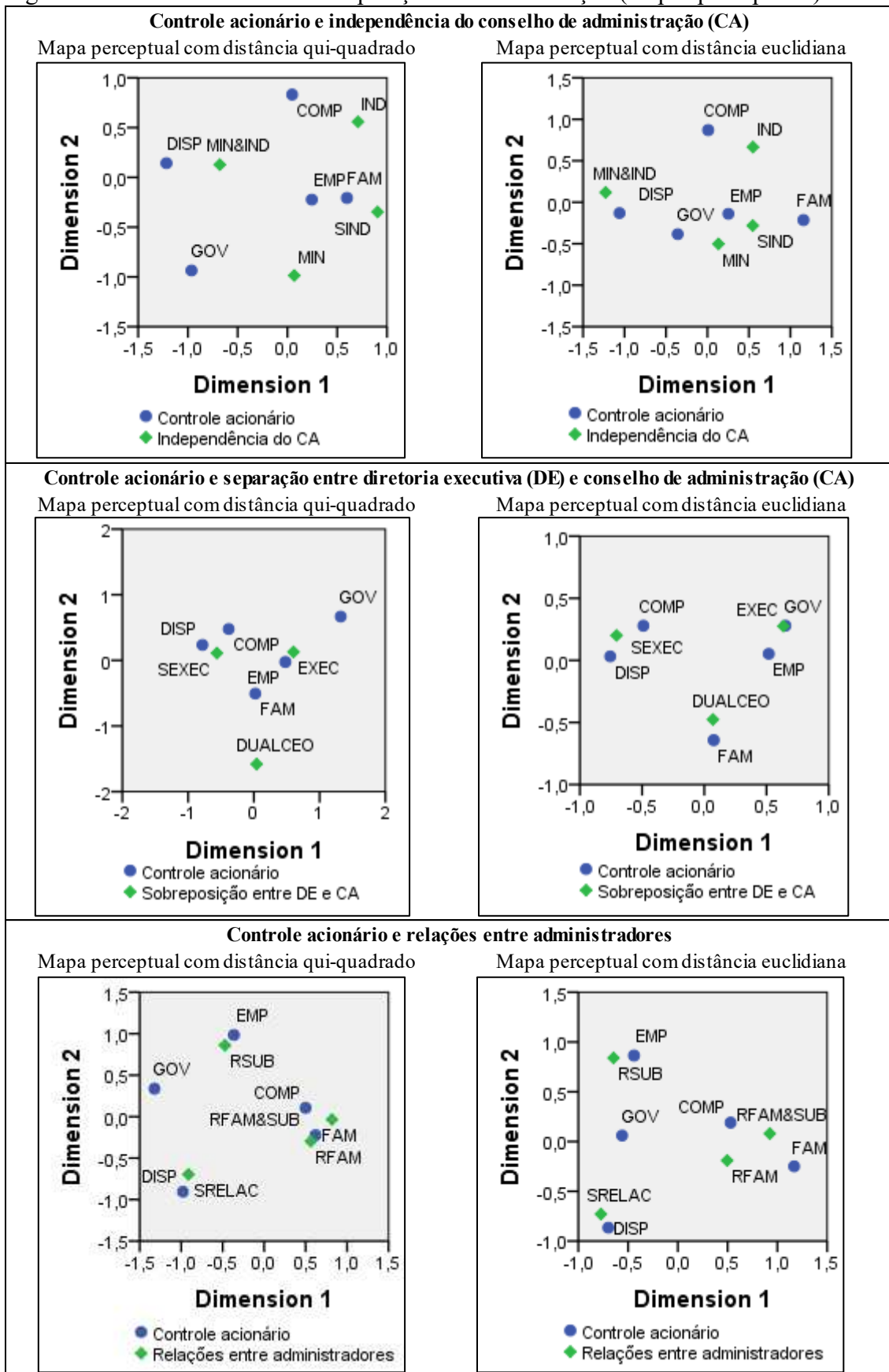
**Relações entre administradores:** presença de relações familiares entre membros do CA e/ou DE (RFAM), presença de relações de subordinação entre membros do CA e/ou DE (RSUB), presença de relações familiares e de subordinação entre membros do CA e/ou da DE (RFAM&SUB) e ausência de relações familiares e de subordinação entre membros do CA e/ou da DE (SRELAC).

**Controle acionário x relações entre administradores:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 117,58 com p-valor<0,000.

**Diversidade de gênero:** diversidade de gênero no CA (DIVERCA), diversidade de gênero na DE (DIVERDE), diversidade de gênero no CA e na DE (DIVERCA&DE) e ausência de diversidade de gênero no CA e na DE (SDIVER).

**Controle acionário x diversidade de gênero:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 17,37 com p-valor de 0,136.

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





A independência do conselho de administração foi mensurada pela presença de conselheiros não indicados pelo acionista controlador e de conselheiros independentes. Nas empresas com controle disperso predominam conselhos de administração com membros independentes e indicados por acionistas minoritários. Quanto ao controle compartilhado, aproximadamente 88% das empresas tem conselheiros independentes. Embora não tenha apresentado similaridade no mapa perceptual com nenhuma categoria da independência do conselho de administração, observa-se que nas empresas com controle governamental sempre há conselheiros não indicados pelo ente governamental controlador. Empresas com controle familiar e empresarial destacam-se pelo maior percentual de conselhos de administração formados por membros indicados pelo controlador e não independentes.

A sobreposição entre os órgãos de administração foi medida pela participação de diretores executivos no conselho de administração. Novamente observou-se que empresas com controle disperso e compartilhado prezam por maior independência entre os órgãos da administração, com conselhos de administração em sua maioria compostos por membros não pertencentes à diretoria executiva. Por outro lado, em empresas com controle empresarial e governamental é mais comum a presença de executivos no conselho de administração. A dualidade do CEO, em que o diretor-presidente ocupa cumulativamente o cargo de presidente do conselho de administração, é pouco comum nas empresas amostradas, sendo mais presente nas empresas com controle familiar.

As relações entre os administradores foram analisadas pela presença de relações familiares e de subordinação entre membros do conselho de administração e da diretoria executiva. Quando a empresa é controlada por outra empresa predominam relações de subordinação, em que um administrador da empresa controladora assume um cargo na diretoria executiva ou no conselho de administração da empresa controlada. Em empresas com controle compartilhado e familiar, além das relações de subordinação há uma associação com relações familiares, em que dois ou mais membros da mesma família assumem posições nos órgãos de administração da empresa ou de outras empresas do mesmo grupo econômico. Empresas com controle disperso, por sua vez, estão associadas com a ausência de relações de subordinação e familiar. O controle governamental não apresentou associação com nenhuma categoria da independência do conselho de administração, estando em aproximadamente 50% das empresas com este tipo de controle relações de subordinação.

A diversidade de gênero, identificada pela presença de mulheres nos órgãos de administração, não está associada com o tipo de controle acionário. A análise descritiva mostra que a participação feminina é mais comum no conselho de administração do que na diretoria executiva. Ademais, observou-se que aproximadamente um terço das empresas analisadas (102) são administradas somente por homens, indicando a necessidade de as empresas avançarem no que tange à igualdade de gênero nos cargos de administração.

## **4.2 Controle acionário e práticas da administração**

As tabelas de contingência da associação entre controle acionário e práticas da administração (avaliação, mandato e remuneração) são mostradas na Tabela 3. Testes qui-quadrado indicaram que há associação significativa entre controle acionário e práticas relativas à avaliação e ao mandato dos administradores. Para estas práticas foi processada a análise de correspondência, cujos mapas perceptuais estão dispostos na Figura 1. Por outro lado, não se verificou associação do controle acionário com o tipo de remuneração dos administradores (variável e de longo prazo).

A avaliação dos administradores foi medida pela presença de mecanismos formais de avaliação do conselho de administração e da diretoria executiva. Sete empresas avaliam apenas o conselho de administração, e foram agrupadas com as empresas que avaliam os dois órgãos da administração. A análise conjunta da tabela de contingência e dos mapas perceptuais indica

que empresas com controle governamental tendem a dispor de mecanismos de avaliação dos dois órgãos que compõe a administração. Empresas com controle disperso, compartilhado e empresarial tendem a avaliar mais a diretoria executiva. Já em empresas com controle familiar não há predominância quanto à avaliação de órgãos de administração.

O prazo de mandato do conselho de administração predominante na amostra é de dois anos. Entretanto, os órgãos de administração das empresas com controle familiar e empresarial tendem a ter mandatos com prazo diferente: por um lado, observa-se associação do controle familiar com prazos de mandatos mais curtos (1 ano); por outro lado, verificou-se associação do controle empresarial com mandatos mais longos (3 anos).

As outras práticas da administração referem-se ao tipo de remuneração: variável e de longo prazo. Uma empresa fornece remuneração variável apenas para membros do conselho de administração, e foi agrupada junto com empresas que fornecem remuneração variável para os dois órgãos da administração. A análise descritiva indica predominância de remuneração variável apenas para a diretoria executiva. A remuneração de longo prazo, cujo principal componente são as opções de ações, é menos utilizada, mas também é mais comum para a diretoria executiva. O conselho de administração, por sua vez, tem predominantemente remuneração fixa (sem remuneração variável e de longo prazo).

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

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

**Órgãos da administração:** conselho de administração (CA) e diretoria executiva (DE).

**Controle acionário:** disperso (DISP), compartilhado (COMP), familiar (FAM), empresarial (EMP) e governamental (GOV).

**Avaliação dos administradores:** avaliação da DE (AVALDE), avaliação do CA e da DE (AVALCA&DE) e ausência de avaliação do CA e da DE (SAVAL).

**Controle acionário x avaliação dos administradores:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 34,75 com p-valor<0,000.

**Mandato do CA:** membros do CA com mandato de 1 ano, dois anos ou três anos.

**Controle acionário x mandato do CA:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 31,69 com p-valor<0,000.

**Mandato da DE:** membros da DE com mandato de 1 ano, dois anos ou três anos.

**Controle acionário x mandato da DE:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 50,52 com p-valor<0,000.

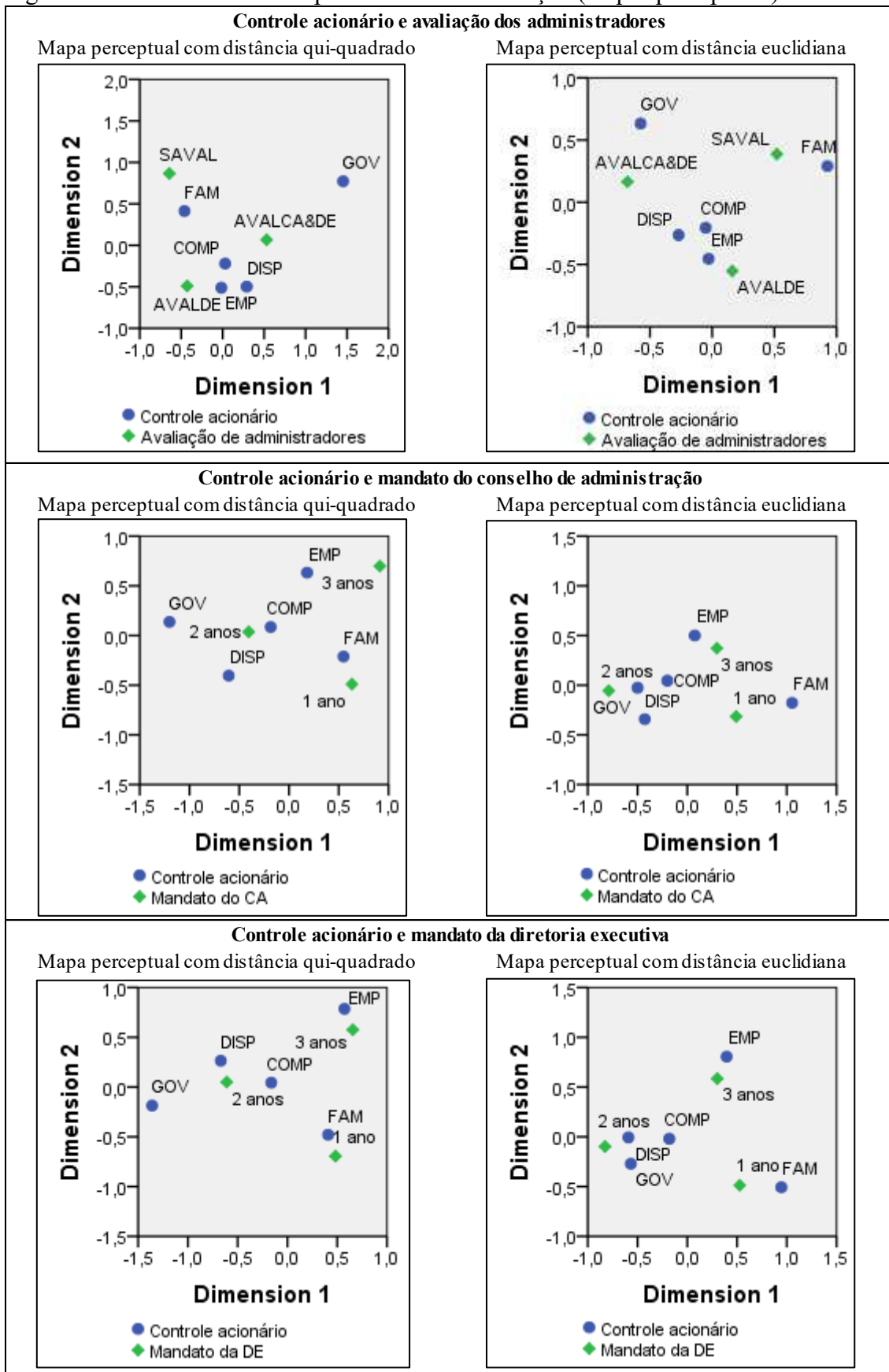
**Remuneração variável:** remuneração variável para DE (REMVDE), remuneração variável para CA e DE (REMVCA&DE) e ausência de remuneração variável para CA e DE (Sem REMVAR)

**Controle acionário x remuneração variável:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 10,22 com p-valor de 0,250.

**Remuneração de longo prazo:** remuneração de longo prazo para CA (REMLPCA) remuneração de longo prazo para DE (REMLPDE), remuneração de longo prazo para CA e DE (REMLPCA&DE) e ausência de remuneração de longo prazo para CA e DE (SREMLP),

**Controle acionário x remuneração de longo prazo:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 18,88 com p-valor de 0,092.

Figura 2: Controle acionário e práticas da administração (mapas perceptuais)



Análises de correspondência adicionais, cujos resultados não reportados, mostraram que o prazo de mandato da diretoria executiva está positivamente associado com o prazo de mandato do conselho de administração, o que indica que as empresas tendem a uniformizar o prazo de mandato dos seus administradores. De forma semelhante, observou-se associação entre os tipos de remuneração investigados, indicando que as empresas que adotam remuneração variável para seus administradores tendem a adotar também remuneração de logo prazo.

### 4.3 Controle acionário e sistema de fiscalização e controle

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

A instalação do conselho fiscal foi categorizada de acordo com o tipo de instalação deste órgão, se instalado: permanente ou temporário. Os resultados indicam que todos os tipos de controle acionário estão associados com a instalação do conselho fiscal. Em empresas com controle governamental o conselho fiscal é instalado em caráter permanente por 92% da amostra. Nas empresas com controle familiar e empresarial sua instalação é predominantemente temporária, apenas nos exercícios sociais em que for requerida na assembleia geral ordinária. Já o controle disperso e compartilhado está mais associado à não instalação do conselho fiscal.

Também foi investigada no âmbito do conselho de administração a instalação de dois órgãos responsáveis pelo controle interno da empresa: comitê de auditoria e auditoria interna. Novamente observou-se associação da instalação dos dois órgãos com o controle governamental. Empresas com controle disperso instalam com mais frequência o comitê de auditoria, embora mais da metade destas empresas também tenham auditoria interna ligada ao conselho de administração. A instalação apenas da auditoria interna é menos comum, e ocorre principalmente em empresas com controle empresarial.

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

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

**Órgãos de fiscalização e controle:** conselho fiscal (CF), comitê de auditoria (CAU) e auditoria interna (AI).

**Controle acionário:** disperso (DISP), compartilhado (COMP), familiar (FAM), empresarial (EMP) e governamental (GOV).

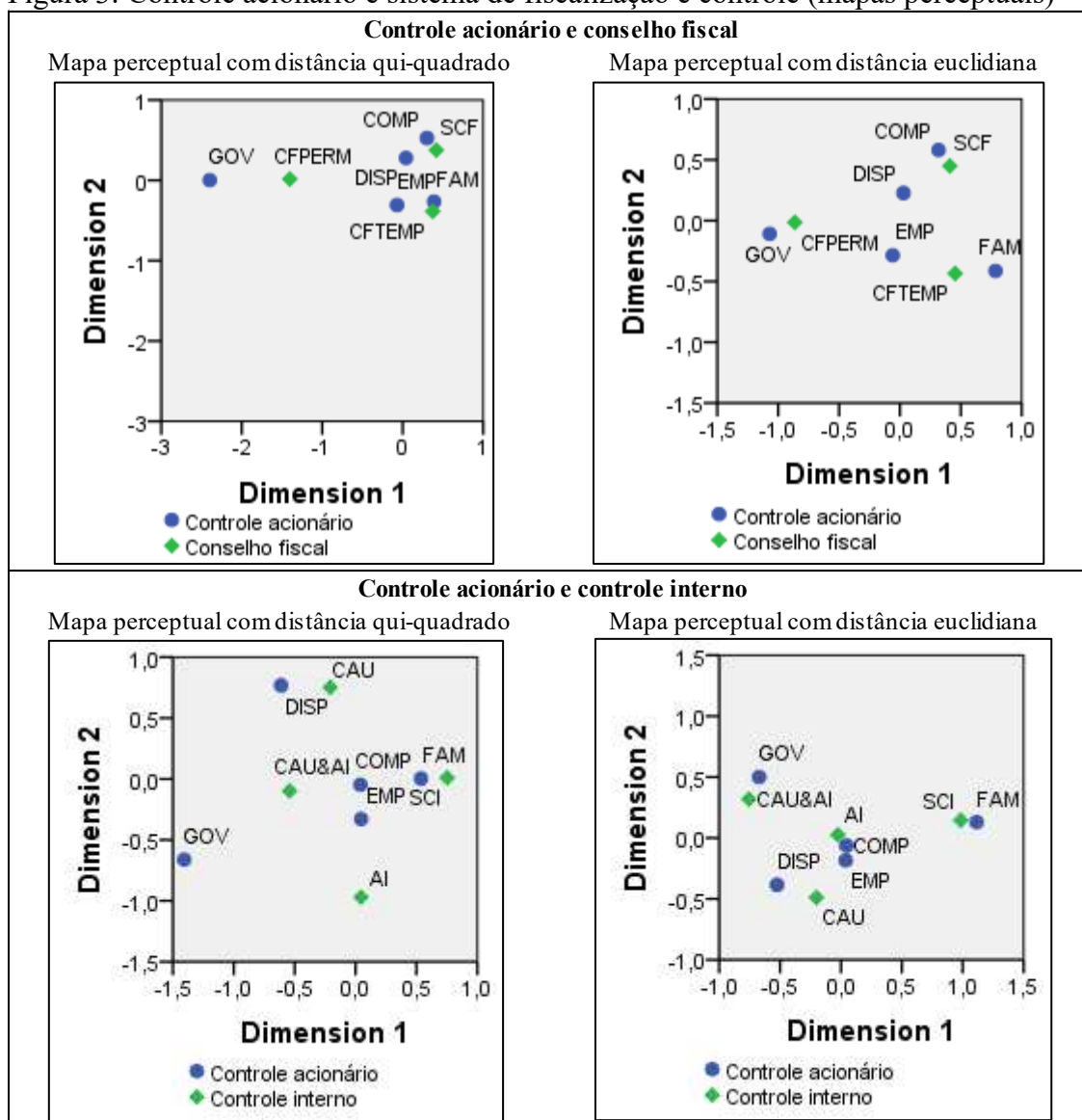
**Conselho fiscal:** CF instalado temporariamente (CFTEMP), CF instalado permanentemente (CFPERM) e CF não instalado (SCF).

**Controle acionário x conselho fiscal:** qui-quadrado ( $X^2$ ) de 96,28 com p-valor<0,000.

**Controle interno:** instalação de CAU ligado ao conselho de administração (CAU), instalação AI ligada ao conselho de administração (AI), instalação de CAU e AI ao conselho de administração (CAU\*AI) e ausência de CUA e AI ligados ao conselho de administração (SCI).

**Controle acionário x controle interno:** qui-quadrado ( $X^2$ ) 43,98 com p-valor<0,000.

Figura 3: Controle acionário e sistema de fiscalização e controle (mapas perceptuais)



#### 4.4 Discussão de resultados

O trabalho investigou a relação existente entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto. O tipo de controle acionário foi categorizado em disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental. Foram analisadas características referentes a composição, avaliação, mandato e remuneração dos órgãos de administração (conselho de administração e diretoria executiva) e instalação de órgãos de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna). Os resultados indicam que, das onze características analisadas apenas três não estão associadas ao controle acionário: diversidade de gênero, remuneração variável e remuneração de longo prazo.

Empresas com *controle disperso* são caracterizadas pela ausência de acionista controlador, o que torna mais clara a separação entre propriedade e administração (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). Os resultados indicam que nestas empresas há menor participação direta dos acionistas na administração, com maior independência e ausência de executivos no conselho de administração e ausência de relações familiares e de subordinação nos órgãos de administração. A literatura aponta que há maior necessidade de um sistema de monitoramento e controle gerencial nas empresas sem acionista controlador, devido à dificuldade de monitoramento direto dos acionistas sobre os atos dos gestores (AGUILERA;

DESENDER; CASTRO, 2012; DESENDER et al., 2013). Neste sentido, observou-se alto percentual de empresas com controle disperso que avaliam os órgãos de administração, sobretudo a diretoria executiva, responsável pelas decisões de gestão. Ademais, o conselho de administração destas empresas dispõe de órgãos responsáveis pelo controle interno, em especial o comitê de auditoria. A independência do conselho de administração nas empresas com controle disperso e a estrutura de controle interno que assessora este órgão no monitoramento dos atos de gestão podem funcionar como mecanismos de governança corporativa substitutos às funções do conselho fiscal, cuja instalação é pouco observada nestas empresas.

No *controle compartilhado* dois ou mais acionistas sem relação familiar e não pertencentes ao mesmo grupo econômico assumem a posição de controle acionário. Embora haja risco de usufruto de benefícios privados de controle em detrimento dos acionistas minoritários, a literatura tem apontado que o controle compartilhado é benéfico para a governança corporativa da empresa (CRISTÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SILVEIRA et al., 2009). De fato, os resultados indicam que o compartilhamento do controle favorece o papel de monitoramento da gestão, com maior independência do conselho de administração, separação entre as decisões de controle e de gestão, avaliação dos executivos e instalação de órgãos de controle interno. Em contrapartida, acionistas que participam do grupo de controle têm participação direta na administração por meio de relações familiares e de subordinação, diferentemente do que ocorre nas empresas com controle disperso. O conselho fiscal, instrumento de fiscalização que acionistas minoritários dispõem para monitorar a administração (LAMB, 2014), é pouco presente nas empresas com controle compartilhado.

Empresas com *controle familiar* formam o grupo com maior representatividade na amostra. Uma das principais características destas empresas é sobreposição entre controle acionário e os órgãos de administração (SALVATO; MOORES, 2010). Corroborando este argumento, as empresas com controle familiar apresentam menor independência do conselho de administração, maior participação de executivos no conselho de administração e presença de relações familiares nos órgãos de administração. A presença de membros da família controladora nos órgãos de administração pode ajudar a explicar a ausência de mecanismos formais de avaliação e de órgãos de fiscalização e controle, sob o ponto de vista dos acionistas controladores: como os controladores estão diretamente envolvidos no processo de tomada de decisão da empresa, não seria necessário dispender recursos com outros mecanismos de monitoramento gerencial (AGUILERA; DESENDER; CASTRO, 2012). Entretanto, esta falta de mecanismos formais de monitoramento aliada à sobreposição entre controle acionário e administração eleva a possibilidade de usufruto de benefícios privados do controle, o que pode prejudicar a reputação das empresas familiares perante investidores. Ademais, o mandato mais curto dos administradores observado nas empresas familiares não deve prejudicar projetos de longo prazo, dada a presença de membros da família controladora nos órgãos de administração.

Empresas controladas por outras empresas ou administradoras de recursos de terceiros (fundos de investimento sem acionista controlador definido e fundos de pensão) foram categorizadas como de *controle empresarial*. As características da estrutura de governança destas empresas se assemelha à de empresas familiares, com participação direta do acionista controlador no processo de tomada de decisão: conselhos de administração com pouca presença de membros independentes e não indicados pelo acionista controlador, participação de executivos no conselho de administração e presença de relações de subordinação nos órgãos de administração (provavelmente administradores da empresa controladora). Esta sobreposição entre controle e administração pode facilitar o uso dos recursos da empresa controlada para beneficiar a empresa controladora, sobretudo com transações com partes relacionadas (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; WEISS; HILGER, 2012). Entretanto, a estrutura de monitoramento gerencial é mais completa do que nas empresas com controle familiar, com mecanismos de avaliação dos administradores (em especial dos diretores executivos) e

instalação de órgãos de controle interno no âmbito do conselho de administração. Outra especificidade das empresas com controle empresarial é o mandato dos administradores maior do que nas demais empresas amostradas, que pode ser benéfica ou prejudicial para a empresa: por um lado, contribui para uma visão gerencial de longo prazo; por outro lado, pode favorecer o entrincheiramento dos administradores.

Sociedades de economia mista, que apresentam *controle governamental*, estão pouco presentes no mercado de ações brasileiro. Entretanto, sua estrutura de governança corporativa difere das demais empresas com controle majoritário (familiar e empresarial). O conselho de administração é mais independente, com membros não indicados pelo controlador e independentes. Por sua vez, o sistema de fiscalização e controle é mais completo, com avaliação formal dos órgãos de administração, instalação permanente do conselho fiscal e presença de comitê de auditoria e auditoria interna ligados ao conselho de administração. Ressalte-se que a melhor estrutura de fiscalização e controle pode estar relacionada às exigências impostas pela lei das sociedades de economia mista (Lei nº. 13.303/2016). O que não difere as empresas com controle governamental das empresas com controle familiar e empresarial é a sobreposição entre controle acionário e administração: presença de relações de subordinação na metade das empresas, provavelmente integrantes do governo que assumem cargo no conselho de administração e na diretoria executiva; e presença de executivos no conselho de administração, o que prejudica a função monitoramento do conselho de administração. Estas características facilitam o uso da empresa para fins políticos (SHLEIFER; VISHNY, 1997)

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo investigou a relação existente entre controle acionário e estrutura de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto. À luz da abordagem contingencial da governança corporativa, os resultados indicam que a definição sobre quais mecanismos de governança corporativa são implementados na empresa é contingenciada pelo tipo de controle acionário da empresa. Cada tipo de controle acionário estudado (disperso, compartilhado, familiar, empresarial e governamental) apresenta questões específicas para a governança corporativa da empresa, e os resultados sugerem que a estrutura dos órgãos de administração (conselho de administração e diretoria executiva) e de fiscalização e controle (conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria interna) é influenciada por estas questões.

O trabalho apresenta contribuições teóricas e organizacionais para o campo da governança corporativa. Teoricamente, amplia-se a discussão sobre os fatores contingenciais que afetam a governança corporativa das empresas, especificamente o controle acionário. A literatura clássica em governança corporativa, baseada na teoria da agência, argumenta que a adoção de práticas de governança corporativa, ao mitigar conflitos de interesses entre acionistas e gestores, contribui para a efetividade do sistema empresa. O trabalho mostra que, mesmo analisando a governança corporativa sob a ótica da teoria da agência, os diferentes tipos de controle acionário podem impactar na natureza e na magnitude dos conflitos de agência, refletindo na estrutura de governança corporativa adotada pela empresa.

Na prática, o trabalho apresentou as características da estrutura de governança corporativa de cada tipo de controle acionário. A literatura empírica tem focado nas características das empresas familiares, historicamente predominantes no mercado de ações brasileiro. Entretanto, os resultados indicam que outros tipos de controle acionário vêm ganhando espaço neste mercado. Assim, é preciso aprofundar-se nas questões específicas de cada tipo de controle acionário, a fim de sejam propostas e implementadas práticas de governança corporativa mais apropriadas à ao ambiente organizacional de cada empresa.

Finalmente, cabe destacar que este trabalho tem uma proposta exploratório-descritiva, em que foi analisada apenas a associação entre controle acionário e estrutura de governança corporativa e suas possíveis motivações a partir do arcabouço teórico da teoria da agência.

Estudos futuros podem utilizar métodos mais apropriados para avaliar relações de causalidade entre controle acionário e governança corporativa, bem como investigar os efeitos das associações aqui encontradas sobre outputs corporativos, como o desempenho contábil e o valor de mercado. Para avançar na análise da abordagem contingencial da governança corporativa, pode-se investigar o efeito de outros atributos corporativos sobre a estrutura da governança corporativa, bem como buscar outras teorias organizacionais que ajudam a compreender esta abordagem, como a visão baseada em recursos e a teoria dos custos de transação.

## REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V. et al. An organizational approach to comparative corporate governance: Costs, contingencies, and complementarities. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 475-492, 2008.

AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; CASTRO, L. R. K. A Bundle Perspective to Comparative Corporate Governance. In: CLARKE, T.; BRANSON, D. (editors). **Sage Handbook of corporate governance**. New York: Sage Publications, 2012.

ATTIG, N. et al. Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 1164-1180, 2012.

BEBCHUK, L. A.; HAMDANI, A. The elusive quest for global governance standards. **University of Pennsylvania Law Review**, v. 157, n. 5, p. 1263-1317, 2009.

BERTRAND, M.; SCHOAR, A. The role of family in family firms. **Journal of Economic Perspectives**, v. 20, n. 2, p. 73-96, 2006.

BIANCHI, M.; BIANCO, M.; ENRIQUES, L. Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy. In: BARCA, F.; BECHT, M. **The control of corporate Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2001. pp. 154-186.

BRANDÃO, I. F. et al. Composição do conselho de administração e sensibilidade da remuneração executiva ao desempenho de mercado. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 30, n. 79, p. 28-41, 18, 2019.

BRASIL. **Lei nº. 13.303, de 30 de junho de 2016**. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Brasília, DF: 30 de junho de 2016. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm)>. Acesso em: 21 de julho de 2021.

CARVALHAL, A. Do shareholder agreements affect market valuation? Evidence from Brazilian listed firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 919-933, 2012.

CLAESSENS, S; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, vol. 15, p. 1-33, 2013.

CONNELLY, B. L. et al. Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management Studies**, v. 47, n. 8, 2010.

CORE, J. E.; HOLTHAUSEN, R. W.; LARCKER, D. F. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 371-406, 1999.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 120-140, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, 2020.

DEDMAN, E.; FILATOTCHEV, I. Corporate governance research: A contingency framework. **International Journal of Managerial Finance**, v. 4, n. 4, p. 248-258, 2008.



DEY, A. Corporate governance and agency conflicts. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 5, p. 1143-1181, 2008

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FONTES FILHO, J. R. A governança corporativa em empresas estatais brasileiras frente à Lei de Responsabilidade das Estatais (Lei nº 13.303/2016). **Revista do Serviço Público**, v. 69, p. 209-238, 2018.

GELMAN, M.; CASTRO, L. R. K.; SEIDLER, V. Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. **Revista de Administração de Empresas**, v. 55, n. 3, p. 345-358, 2015.

GRUPO DE TRABALHO INTERAGENTES. **Código brasileiro de governança corporativa: companhias abertas**. São Paulo: IBGC, 2016.

HAIR JR. et al. **Análise multivariada de dados**. 6 ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HASSEN, R. B.; EL OUAQDI, J.; OMRI, A. Executive compensation and ownership structure. **The Journal of Applied Business Research**, V. 31, n. 1, 2015.

HUSE, M. Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. **British Journal of Management**, v. 16, p. S65-S79, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LAMB, R. O conselho fiscal agrega valor para o acionista? In FONTES, J. R.; LEAL, R. P. C. **Governança corporativa e criação de valor**. São Paulo: Saint Paul, 2014.

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

MUNHÓS, J. L. Comitê de auditoria: um instrumento para redução de assimetria entre os sócios administradores e os sócios não administradores. In: FONTES FILHO, J. R.; LEAL, R. P. C. (org.) **Governança corporativa e criação de valor**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SALVATO, C.; MOORES, K. Research on Accounting in Family Firms: Past Accomplishments and Future Challenges. **Family Business Review** v. 23, n. 3, p. 193–215, 2010.

SCHULZE, W. S. et al. Agency relationships in family firms: Theory and evidence. **Organization Science**, v. 12, n. 2, p. 99-116, 2001.

SILVEIRA, A. D. M. et al. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v.44, n.3, p.173-189, 2009.

TINOCO, J. E. P.; ESCUDER, S. A. L.; YOSHITAKE, M. O conselho fiscal e a governança corporativa: transparência e gestão de conflitos. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 8, n. 16, 2011.

WEISS, C.; HILGER, S. Ownership concentration beyond good and evil: is there an effect on corporate performance? **Journal of Management & Governance**, v. 16, n. 4, p. 727-752, 2012.

YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.