

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

### **Performance and Ownership Concentration in Brazil: Can the characteristics of the Boards of Directors interfere in this relationship?**

José Éliton dos Santos<sup>1</sup>  
Instituto Federal de Alagoas – IFAL  
eliton.santos@ifal.edu.br

**Resumo:** O objetivo desta pesquisa é analisar o impacto de características dos conselhos de administração na relação entre o desempenho empresarial e a concentração acionária. Para tanto, foram utilizadas como amostra as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas no Brasil, Bolsa, Balcão [B<sup>3</sup>] no período entre 2010 e 2020. Os dados da pesquisa foram extraídos na base de dados Economática© e dos Formulários de Referência das empresas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O desempenho foi mensurado pelo retorno sobre os ativos (ROA) e pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), ao passo que a concentração acionária foi mensurada pelo percentual de participação do maior, dos três e cinco maiores acionistas. As características do conselho de administração analisadas na mediação foram a presença de conselheiros independentes, a formação de *board interlocking* e a dualidade do *Chief Executive Officer* (CEO). Os resultados mostraram que apenas a independência do conselho causa impacto positivo na relação entre o desempenho empresarial e a concentração acionária, o que na prática pode mostrar que a relação entre desempenho e concentração acionária é influenciada por elementos intrínsecos aos conselhos de administração que podem atenuar a expropriação de acionistas minoritários.

**Palavras-chave** – Desempenho; Concentração acionária; Conselho de administração.

**Abstract:** The aim of this research is to analyze the impact of characteristics of boards of directors on the relationship between business performance and ownership concentration. For this purpose, publicly traded non-financial Brazilian companies listed on Brazil, Bolsa, Balcão (B3) in the period between 2010 and 2020 were used as a sample. The survey data were extracted from the Economática database and the companies' Reference Forms on the website of the Brazilian Securities Commission

---

<sup>1</sup> Instituto Federal de Alagoas — Senador Arnon de Melo – CEP 57700-000 – Arapiraca (AL) – Brasil  
Este é um artigo de acesso aberto, licenciado por Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0), sendo permitidas reprodução, adaptação e distribuição desde que o autor e a fonte originais sejam creditados.

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

(CVM). Performance was measured by the return on assets (ROA) and by the return on equity (ROE), while ownership concentration was measured by the percentage of participation of the largest, the three and five largest shareholders. The characteristics of the board of directors analyzed in the mediation were the presence of independent directors, shared or with the accumulation of the functions of chairman of the board and executive director. The results showed that only board Independence has a positive impact on the relationship between business performance and ownership concentration, which in practice may show that the relationship between performance and ownership concentration is influenced by elements intrinsic to boards of directors that can mitigate the expropriation of minority shareholders.

**Keywords** – Performance; Ownership Concentration; Boards of Directors.

### **Introdução**

A estrutura de propriedade e de controle consiste na forma como é distribuído o capital da empresa, avaliando-se a concentração de propriedade, a identificação do acionista majoritário e a composição da carteira (Campos, 2006). Segundo o artigo 116 da Lei 6.404/1976, é considerado acionista controlador o titular de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria dos votos e a possibilidade de escolher a maioria dos administradores. A estrutura de propriedade no Brasil tem como características o controle definido, sendo a grande maioria das empresas controladas por um único acionista com direito a voto (Da Silva & Leal, 2006; Vesco & Beuren, 2016; Marques, Guimarães & Peixoto, 2015), que por vezes adquire este controle pela emissão de ações sem direito a voto para ter o controle da empresa sem, no entanto, possuir 50% do capital da empresa (Peixoto & Buccini, 2013; Mishra & Kapil, 2017).

O perfil de estrutura de propriedade das empresas pode causar comportamentos diversos nas partes que tenham interesses nas organizações, como acionistas, potenciais investidores ou quaisquer interessados na propriedade da empresa, e dessa forma a configuração da estrutura de propriedade pode estar ligada a temas como Teoria da Agência, governança corporativa e conselhos de administração (Dakhlallh, Rashid & Abdullah, 2019). De acordo com Dakhlallh et al. (2019), o problema de Agência tem muito a ver com a estrutura de propriedade e o poder de monitoramento que é exercido pelos conselhos, em busca de alinhar os interesses de retorno dos acionistas para maximização do patrimônio e

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

cautela por parte dos gestores quanto ao risco inerente aos investimentos, influenciando assim o valor e o desempenho das empresas (Kirchmaier & Grant, 2005).

No Brasil, vários estudos têm empreendido esforços para analisar a relação entre a concentração acionária e o desempenho de empresas de capital aberto (Peixoto & Buccini, 2013; Da Silva & Leal, 2006; Okimura, Silveira e Rocha, 2007). Neste contexto, as características dos conselhos de administração tornam-se relevantes para estes estudos, haja visto a alta concentração acionária (controle) e reduzida contestabilidade do poder do acionista majoritário como pressupostos da estrutura de propriedade no Brasil (Konraht, Consoni & Fonseca, 2020).

A alta concentração pode influenciar diretamente nas decisões corporativas de investimentos, uma vez que grupos que dominam o controle podem usar do poder de decisão para atender a seus objetivos específicos, deixando assim o grupo de minoritários desprotegidos, bem como influenciar indiretamente nas decisões da administração (Gugler, Mueller & Yurtoglu, 2008; Mishra & Kapil, 2017), podendo estes movimentos serem suavizados pelos conselhos de administração (Christensen, Kent & Stewart, 2010). Assim, o objetivo deste trabalho é analisar a influência das características do conselho de administração na relação entre o desempenho empresarial e a concentração acionária das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto.

Pesquisas nacionais têm se dedicado a analisar a influência das características dos conselhos de administração no desempenho empresarial (Brandão & Crisóstomo, 2015; Dani, Kaveski, Leite, da Cunha & Santos, 2017) e outras têm se dedicado a estudar a relação entre a concentração acionária e o desempenho empresarial (Caixe & Krauter, 2013; Campos, 2006; Peixoto & Buccini, 2013) sem, no entanto, testar elementos mediadores nesta relação. Dessa forma, esta pesquisa preenche a lacuna de analisar se algumas características dos conselhos de administração podem impactar a relação entre o desempenho empresarial a concentração acionária.

Esta pesquisa se diferencia dos demais estudos por considerar a existência da mediação do conselho de administração na relação entre o desempenho empresarial e a concentração acionária através da interação de variáveis, demonstrando haver diferenças de resultados quando se leva em consideração a

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

independência, o compartilhamento de conselheiros e a acumulação dos cargos de CEO e presidente do conselho de administração.

No que pese a existência de pesquisas que analisam a relação entre o desempenho e a concentração acionária, esta pesquisa contribui com as discussões acerca das práticas de governança corporativa enquanto balizadora de comportamentos e características das empresas. Assim, este estudo contribui também com a literatura que explora a capacidade de empresas alcançarem melhores desempenhos corporativos observando fatores intrínsecos a elas mesmas, haja visto ser atribuição destas através de seus controladores escolherem como serão formados seus conselhos de administração.

### **Revisão da Literatura**

#### **Estrutura de propriedade e concentração acionária**

As estruturas de propriedades das empresas mostram a configuração de poder e controle determinada pela posse de partes (ações) do capital destas empresas (Okimura et al., 2007; Caixe & Krauter, 2013). O trabalho seminal de Demsetz e Lehn (1985) se baseou em uma estrutura de propriedade que representasse a parte de ações detidas pelos 5 acionistas mais importantes, conjunto de acionistas esse que pode ser considerado as partes que se devem mais atenção na estrutura da empresa. Outros estudos que surgiram após o trabalho de Demsetz e Lehn (1985) iniciaram também a considerar a parte do capital que pertence à administração da empresa, como os membros dos conselhos de administração, por exemplo.

Para Demsetz e Villalonga (2001), a presença de gestores na estrutura de propriedade da empresa pode gerar conflitos. Segundo os autores, pode acontecer que gestores considerados acionistas não possuam os mesmos interesses comuns. Seguindo este argumento, é provável que membros dos conselhos que representam uma grande maioria de acionistas por eles eleitos não tenham os mesmos interesses que os gestores profissionais das empresas, ou mesmo membros que façam parte de uma estrutura familiar podem possuir interesses que sejam distintos da concepção inicial da estrutura administrativa (Elvin & Hamid, 2016)

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

Caixe e Krauter (2013) analisaram o impacto da concentração acionária no valor de mercado no Brasil, partindo do pressuposto que a concentração acionária pode influenciar (positiva ou negativamente) no desempenho das empresas, tanto por promover maior eficácia no monitoramento quanto por domínio do processo decisório. A amostra foi constituída de 297 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período entre 2001 e 2010 e os resultados mostraram a existência de uma relação quadrática, sendo o valor de mercado das ações influenciado pelo efeito-incentivo e a concentração no direito a voto influenciada pelo efeito-entrenchamento.

Mais recentemente, Ermel e Monte (2018) analisaram as características do controle acionário no Brasil. Com uma amostra de 224 empresas listadas na BM&F Bovespa no período de 2010 a 2013, os autores evidenciaram que ainda persiste no Brasil forte concentração acionária, caracterizando o mercado brasileiro como pouco pulverizado e bastante concentrado. Os resultados indicaram que o controle acionário no Brasil ainda é principalmente exercido por firmas familiares e que em média 65% do capital pertence a pelo menos aos 5 maiores acionistas.

Freitas, Pereira, de Vasconcelos e de Luca (2020) analisaram a estrutura de propriedade das empresas brasileiras à luz da concentração acionária. A amostra da pesquisa consistiu em 232 empresas listadas na B3, no período 2014 a 2016. Os resultados mostraram que em média, 49% das ações da empresa estão com o principal acionista, valor este que pode chegar em média a 75,2% se considerados os 5 maiores acionistas das empresas. Os resultados também evidenciam que as empresas brasileiras ainda possuem alta concentração acionária, corroborando estudos anteriores como Brandão e Crisóstomo (2015) e Caixe e Krauter (2013).

### **Concentração acionária e desempenho empresarial**

Ainda que muitos trabalhos tenham concluído que a estrutura de propriedade pode afetar o desempenho da empresa, o estudo seminal de Demsetz e Villalonga (2001) concluiu que não existe uma relação estatisticamente significativa entre essas variáveis. O estudo utilizou uma amostra de 223 empresas norte americanas e considerou como métricas para a concentração acionária o número de ações detidas pela administração e a quantidade de ações que estavam em poder dos 5 maiores acionistas das empresas.

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

Para os autores, o mercado dita as estruturas adequadas para as empresas e isto elimina qualquer previsão de relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas.

Semelhante ao trabalho de Demsetz e Villalonga (2001), o estudo de Welch (2003) com empresas listadas australianas também não encontrou relação significativa entre a concentração acionária e o desempenho das empresas quando a estrutura de propriedade é tratada como variável endógena. No entanto, assumindo que a relação entre as variáveis não é totalmente linear (Morck, Schleifer & Vishny, 1988), apresentou evidências que quando desprezada a endogeneidade da estrutura de propriedade, esta pode explicar o desempenho das empresas, verificando assim que a endogeneidade da estrutura de propriedade não é característica exclusiva no mercado norte-americano.

No mercado Europeu, Kirchmaier e Grant (2005) utilizaram 100 empresas das 5 maiores economias europeias para analisar a relação entre a concentração acionária e o desempenho das empresas. Segundo os autores, a endogeneidade não é um problema no mercado europeu, pois quando analisado em um longo período, as estruturas de propriedades são bastantes estáveis ao longo do tempo. A conclusão do estudo foi que existe uma relação estatisticamente significativa entre a estrutura de propriedade e o desempenho empresarial e que a alta concentração acionária destrói valor nas empresas.

No Brasil, Campos (2006) afirma que empresas menos concentradas possuem margens líquidas menores e dessa forma empresas mais concentradas incorrem em menores custos de Agência e consequentemente apresentam melhores desempenhos, resultados também encontrados por Vesco e Beuren (2016) que afirmaram haver relação positiva entre a estrutura de propriedade concentrada e o desempenho das empresas, dado o melhor monitoramento entre principal e agentes em empresas com maior concentração acionária. Em contraste, de acordo com Da Silva e Leal (2006), quando a estrutura de propriedade é fortemente marcada por concentração das ações em um único controlador a relação se inverte. Os autores analisaram uma amostra de empresas não financeiras listadas na Bovespa nos anos de 1998, 2000 e 2002 e verificaram que o desempenho empresarial está relacionado negativamente com a concentração acionária.

Em estudo semelhante e mais recente, Marques et al. (2015) evidenciaram que existe relação entre algumas características da estrutura de propriedade e valor empresarial, mas não há relação entre a

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

concentração do direito a voto e o desempenho empresarial. Quanto à geração de valor, segundo Caixe e Krauter (2013) a relação entre valor empresarial e concentração acionária no Brasil é quadrática, sofrendo alterações ao longo do tempo de acordo com os interesses dos controladores.

Na mesma linha de Marques et al. (2015), a proposta de Dami, Rogers e Ribeiro (2007) também buscou analisar a relação entre concentração acionária e desempenho empresarial no mercado brasileiro. Com uma amostra de empresas não financeiras listadas em bolsa no período entre 1997 e 2001, os autores evidenciaram que não há relação entre o grau de concentração e rentabilidade do patrimônio líquido, Q de Tobin (valor da empresa), estrutura de capital e tamanho do ativo, verificando assim que diferentemente de outros mercados emergentes, em mercados instáveis existem maior concentração acionária por conta da relação entre performance empresarial e concentração de posse e controle.

### **Características dos Conselhos de Administração e desempenho empresarial**

O conselho de administração desempenha dentre outras a função de mediar possíveis conflitos que possam surgir decorrentes de mudanças na estrutura de propriedade das empresas (Adams, Hermalin & Weisbach, 2010), decidindo e gerindo ações em nome dos proprietários de forma eficiente (Gaur, Bathula & Singh, 2015). A eficiência do conselho tratada pela literatura se deve a algumas características dos conselhos como por exemplo a participação de membros independentes, o compartilhamento de membros e pela separação (junção) das funções de (CEO) e presidente do conselho (Yang & Zhao, 2014)

Diversos estudos (Bhagat & Black, 1999; Hermalin & Weisbach, 2010; Cheung, Stouraitis & Wong, 2005; Dakhilallh et al., 2019) analisaram a relação entre a independência do conselho e o desempenho empresarial. Bhagat e Black (1999) constataram que no mercado norte – americano uma maior proporção de membros independentes no conselho de administração das empresas não garantiria um melhor desempenho e criação de valor quando comparado com empresas com menor número de membros independentes.

No mesmo sentido, Adams et al. (2010) concluíram que conselhos mais independentes não garantiria necessariamente melhores resultados, porém resultaria em melhores decisões corporativas. No entanto, a independência do conselho pode ser suprimida em empresas que possuem alta concentração

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

acionária já que grandes controladores tendem a indicar pessoas próximas a eles para o conselho de administração (Cheung, Stouraitis & Wong 2005). Contudo, Dakhlallh et al. (2019) relatam que independência do conselho tem influência significativa na relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho da empresa.

Conselhos de administração mais diversos e independentes possuem uma maior capacidade de monitoramento e consequentemente causam impacto (positivo/negativo) no desempenho da empresa (Nguyen, Locke, & Reddy, 2015). Estudos como Balsmeier, Buchwald e Stiebale (2014) e Adams et al. (2010) argumentam que a independência do conselho faz com que as empresas apresentem melhores resultados. No entanto, outros estudos (Nguyen et al., 2015; Sheikh, Wang & Khan, 2013) apontam que a independência do conselho diminui o desempenho das empresas já que conselheiros independentes podem servir a várias empresas, desconhecer o negócio delas e entrarem em conflito com membros internos. Assim, espera-se que a independência do conselho influencie na relação entre desempenho e estrutura de propriedade.

**Hipótese 1:** A independência do conselho de administração causa impacto (positivo/negativo) na relação entre desempenho e concentração acionária.

Outra característica do conselho de administração que causa impacto no desempenho das empresas é a dualidade do CEO (Rechner & Dalton, 1991; Lam & Lee, 2008; Yang & Zhao, 2014) que ocorre quando uma mesma pessoa ocupa o cargo diretor executivo e presidente do conselho (Yang & Zhao, 2014; Lam & Lee, 2008). No entanto, a literatura que trata da relação ainda apresenta resultados diversos sobre a existência da relação (Schiehl & Santos, 2004) bem como do impacto causado (Yang & Zhao, 2014). De acordo com Rechner e Dalton (1991) e Hsu, Lin, Chen e Huang (2019), empresas que apostam na dualidade do CEO apresentam piores resultados quando comparados àquelas que não comungam da dualidade. No entanto, estudos como Yang e Zhao (2014) e Lam e Lee (2008) apontam que empresas com status de dualidade apresentam melhores desempenhos.



## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

---

A existência da dualidade do CEO pode representar um poder estrutural em que o presidente do conselho recebe atribuições de CEO (Schiehll & Santos, 2004), o que por conseguinte pode causar conflitos de interesses, uma vez que o indivíduo que ocupa dois cargos sempre irá beneficiar um lado mais que o outro (Schiehll & Santos, 2004). De acordo com Cheung et al. (2005) e Schiehll e Santos (2004), a dualidade de CEO é mais comum em firmas que possuem grandes acionistas majoritários, uma vez que tal prática pode facilitar a concentração de poder para esses acionistas, o que compromete a atuação do conselho. Dessa forma, é aconselhável que os cargos de diretor executivo e presidente do conselho sejam separados para não comprometer o desempenho da empresa (Mishra & Kapil, 2018).

**Hipótese 2:** A existência de dualidade do CEO causa impacto negativo na relação entre desempenho e concentração acionária.

A prática de compartilhar membros dos conselhos de administração é conhecida na literatura como *Board interlocking* (Zona, Gomez-Mejia & Whitters, 2015). O efeito do *Board interlocking* deve ser analisado considerando-se a teoria da dependência de recursos, pois a necessidade de recursos externos da empresa pode afetar o desempenho (Jackling & Johl, 2009). Desta forma, a familiaridade e o conhecimento compartilhado entre os envolvidos no *Board interlocking* podem reduzir a incertezas do ambiente econômico bem como permitir que as expertises dos membros interligados possam disseminar boas práticas (Dicko & Ibrami, 2013).

A ocorrência de *board interlocking* nos conselhos de administração pode impactar no desempenho das empresas, mas sua amplitude não garantiria necessariamente efeitos positivos para as empresas (Zona et al., 2015). Esses efeitos estariam ligados aos recursos relativos das firmas (Teoria da dependência de recursos), a estrutura de poder, da distribuição da propriedade (Teoria da Agência) e à dualidade do CEO. Nesse aspecto, a ligação entre as teorias da Agência e da dependência de recursos poderia explicar melhor o desempenho das empresas, considerando a existência de conselheiros interligados que disseminam boas práticas e conseguem recursos em melhores condições (Jackling & Johl, 2009; Dicko & Ibrami, 2013; Zona et al., 2015).

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

---

**Hipótese 3:** A prática de *board interlocking* causa impacto positivo na relação entre desempenho e concentração acionária.

### Metodologia

#### Amostra e dados

A amostra desta pesquisa constitui-se das empresas brasileiras não financeiras de capital aberto listadas no Brasil, Bolsa, Balcão [B3] no período entre 2010 e 2020. A exclusão das empresas financeiras se deu pelo fato destas empresas possuírem regras de mercado específicas e suas inclusões na amostra poderiam causar vieses na pesquisa. O lastro temporal utilizado se baseou no fato das normas IFRS terem se tornado obrigatórias no Brasil a partir de 2010. Foram excluídas da amostra empresas que não possuíam todos os dados para o período analisado. Os dados foram extraídos dos formulários de referência das empresas disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e da base de dados Economatica e tratados no software Stata SE 17.0. A tabela a seguir sintetiza a amostra da pesquisa.

**Tabela 1.**

#### Descrição da amostra

Empresas listadas entre 2010 e 2020	416
Empresas excluídas do setor Financeiro e seguros	104
Empresas excluídas por falta de informações entre 2010 e 2020	69
<b>Total da Final da Amostra</b>	<b>243</b>

#### Variáveis da pesquisa

##### *Variáveis dependentes*

As variáveis dependentes do modelo mensuram o desempenho das empresas no período analisado. De maneira semelhante aos trabalhos de Da Silva e Leal (2006), Marques et al. (2015), Ghosh (2006) e Khanna e Palepu (2000) utilizou-se como métricas de desempenho o retorno sobre os ativos (ROA), mensurado pela razão entre o lucro líquido no ano t+1 e o ativo no ano t, e o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), mensurado pela razão entre o patrimônio líquido no ano t+1 e o ativo no ano t. As proxies

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

utilizadas para mensurar o desempenho das empresas buscam avaliar a capacidade destas remunerarem os ativos que são utilizados em suas operações (Ghosh, 2006; Khanna & Palepu, 2000). Espera-se que empresas que remuneram seus ativos de maneira satisfatória possuam ROA e ROE positivos e que, *ceteris paribus*, quanto maiores sejam esses indicadores melhor será para as empresas (Haryono & Iskandar, 2015).

### *Variáveis Independentes*

As variáveis independentes desta pesquisa buscam medir o grau de concentração acionária das empresas. De acordo com Demsetz e Villalonga (2001), Kirchmaier e Grant (2005) e Welch (2003), a concentração acionária pode ser mensurada pela razão entre a quantidade de ações pertencentes a determinado grupo (ou apenas um) de acionistas e a quantidade total de ações da empresa. Semelhante aos trabalhos de Rashid (2020) e Mishra e Kapil (2017), utilizou-se três percentuais de concentração acionária nesta pesquisa, mensurando a participação do maior, dos três maiores e dos cinco maiores acionistas. A escolha por estes percentuais se justifica pelo fato do mercado acionário brasileiro ser altamente concentrado e estes percentuais serem suficientes para demonstrar o grau de concentração neste mercado (Dami et al., 2007; Okimura et al., 2007; Da Silva, 2006).

### *Variáveis de interação*

Para medir o grau de influência das características do conselho de administração, criou-se variáveis de interação entre a concentração acionária e variáveis *dummies* que representam a presença de conselheiros independentes, o compartilhamento de membros com outros conselhos e a dualidade do CEO. De acordo com Dakhlallh et al. (2019), a presença de conselheiros independentes pode interferir na relação entre o desempenho das empresas e a concentração acionária, visto que conselheiros independentes não possuem laços diretos com os controladores da firma.

Quanto a dualidade do CEO, Cheung et al. (2005) e Schiehl e Santos (2004) comentam que tal prática é mais comum em empresas com alto grau de concentração acionária e para Mishra e Kapil (2018) é aconselhável que as funções diretor executivo e presidente do conselho sejam separadas, uma vez que o

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

acúmulo dessas funções pode comprometer o desempenho das empresas. Segundo Jackling e Johl (2009), o compartilhamento de membros poderia impactar o desempenho das empresas, e tal impacto poderia também existir quando o desempenho é afetado pelo alto nível de concentração de poder nas empresas (Zona et al., 2015).

### *Variáveis de controle*

De acordo com Marques et al., (2015) e Da Silva e Leal (2006), o crescimento de vendas da empresa pode ser um indicador de desempenho. Nesta pesquisa, mensurou-se o crescimento da empresa levando em consideração a variação da receita de vendas nos anos  $t$  e  $t-1$ . Espera-se que o desempenho da empresa melhore ao passo que a receita de vendas cresça. Dessa forma, espera-se uma relação positiva entre o desempenho das empresas e o crescimento das vendas.

Semelhantemente aos estudos de Da Silva e Leal (2006), Okimura et al. (2004), Caixe e Krauter (2013) e Silveira et al. (2004), controlou-se o tamanho das empresas mensurado pelo logaritmo natural do ativo das empresas, pois segundo Lee (2009), existe uma relação entre o desempenho e o tamanho das empresas. Assim, espera-se uma relação positiva entre o desempenho e o tamanho das empresas. Lee (2009) também fornece evidências que o lucro das empresas também estaria diretamente relacionado com o desempenho das empresas, haja visto o lucro ser um dos principais indicadores de rentabilidade. Assim, controlou-se o efeito do lucro líquido das empresas e espera-se uma relação positiva entre o lucro e o desempenho das empresas.

Controlou-se também o efeito das dívidas sobre o desempenho das empresas. De acordo com Yazdanfar e Ohman (2015), Campello (2006) e Singh e Faircloth (2005), empresas com alto grau de endividamento têm menores taxas de desempenho quando comparadas com empresas menos endividadas. Assim, espera-se uma relação negativa entre o desempenho e o nível de endividamento das empresas.

De acordo com Burger, Damijan, Kostevc e Rojec (2017) e Zhao, Jiang, e Li, (2015) em períodos de crises econômicas os desempenhos das empresas tendem a reduzir, dado a dificuldades que tais crises causam nos mercados como um todo. Controlou-se os efeitos das crises nos anos de 2012, causada na Zona do Euro, 2014 a 2016 no Brasil causada principalmente por fatores políticos e a crise mundial

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

causada pela pandemia do Coronavírus em 2020. Portanto, espera-se uma relação negativa entre o desempenho e as crises econômicas. Por outro lado, Sarhan, Ntim e Al-Najjar (2019) e Pillai e Al-Malkawi (2018) sugerem que empresas listadas em níveis de Governança Corporativa possuem melhor desempenho. Assim, controlou-se o efeito da Governança Corporativa e esperamos um efeito positivo desta no desempenho das empresas. A tabela a seguir sintetiza as variáveis desta pesquisa.

**Tabela 2.**  
Descrição das variáveis

VARIÁVEL	FONTE	DESCRIÇÃO	REFERÊNCIAS	SINAL ESPERADO
<b>Variáveis dependentes</b>				
<b>ROA</b>	Econômica	Razão entre o lucro líquido e o ativo das empresas	Ghosh (2006); Khanna e Palepu (2000)	Não se aplica
<b>ROE</b>	Econômica	Razão entre o PL e ativo das empresas	Ghosh (2006); Khanna e Palepu (2000)	Não se aplica
<b>Variáveis independentes</b>				
<b>CA</b>	Econômica	% de ações do maior, dos três e cinco maiores acionistas	Da Silva e Leal (2006); Marques et al. (2015); Ghosh (2006); Khanna e Palepu (2000)	+ / -
<b>BI</b>	CVM	<i>Dummy</i> - 1 se a empresa pratica <i>board interlocking</i> e valor 0 caso contrário	Jackling e Johl (2009); Kaczmarek et al. (2012); Dicko e Ibrami (2013)	Não se aplica
<b>IND</b>	CVM	<i>Dummy</i> - 1 se a empresa possui conselheiro independente e valor 0 caso contrário	Balsmeier, Buchwald e Stiebale (2014); Yang e Zhao (2014)	Não se aplica
<b>DUAL</b>	CVM	<i>Dummy</i> -1 se há dualidade do CEO e valor 0 caso contrário	Rechner e Dalton, (1991); Elsayed (2007); Lam e Lee, (2008); Yang e Zhao (2014)	Não se aplica
<b>BI*CA</b>	CVM + Econômica	Interação entre as variáveis BI e CA	Autor	+
<b>IND*CA</b>	CVM + Econômica	Interação entre as variáveis IND e CA	Autor	+ / -
<b>DUAL*CA</b>	CVM + Econômica	Interação entre as variáveis DUAL e CA	Autor	-
<b>Variáveis de controle</b>				
<b>TAM</b>	Econômica	Logaritmo natural dos ativos das empresas	Okimura et al. (2004); Caixe e Krauter (2013); Silveira et al. (2004)	+
<b>CRESC</b>	Econômica	Razão entre as vendas no ano t e no ano t-1.	Marques et al. (2015); Da Silva e Leal (2006)	+
<b>LL</b>	Econômica	Logaritmo natural do lucro líquido das empresas	Lee (2009)	+

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

<b>CR</b>		<i>Dummy</i> -1 se há crise econômica no ano e valor 0 caso contrário	Damijan et al. (2014); Zhao et al. (2015)	-
<b>GC</b>	[B <sup>3</sup> ]	<i>Dummy</i> -1 se a empresa é listada em algum segmento de Governança Corporativa valor 0 caso contrário	Sarhan et al. (2019) e Pillai e Al-Malkawi (2018)	+
<b>END</b>	Econômica	Razão entre o passivo exigível e o ativo total	Yazdanfar e Ohman (2015); Campello (2006); Singh e Faircloth (2005)	-

### Modelos Econométricos

Os resultados desta pesquisa são obtidos a partir da operacionalização dos modelos abaixo no *software* Stata. Como a pesquisa utiliza duas variáveis dependentes de desempenho, são utilizados dois modelos distintos.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 Bi * CA_{it} + \beta_3 Ind * CA_{it} + \beta_4 Dual * CA_{it} + \sum_{k=6}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \varepsilon_{it}$$

(modelo 1)

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 Bi * CA_{it} + \beta_3 Ind * CA_{it} + \beta_4 Dual * CA_{it} + \sum_{k=6}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \varepsilon_{it}$$

(modelo 2)

Os coeficientes  $\beta_1$  capturam a relação entre o desempenho das empresas e a concentração acionária destas. Os coeficientes  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  e  $\beta_4$  capturam o impacto da presença de conselheiros independentes, da dualidade do CEO e do compartilhamento de membros do conselho de administração na relação entre o desempenho e a concentração acionária e o coeficiente  $\beta_k$  representa as variáveis de controle do modelo.

### Análise dos Resultados

#### Estatísticas Descritivas

A tabela a seguir demonstra a estatística descrita da amostra da pesquisa. A estatística descritiva tem como objetivo demonstrar o comportamento das variáveis a fim de obter-se um panorama da amostra

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

como um todo. Os parâmetros analisados são a média, o desvio padrão, os percentis 25, 50 e 75 e os valores mínimos e máximos de cada variável.

**Tabela 3.**

Estatística descritiva

	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>P25</b>	<b>P50</b>	<b>P75</b>	<b>Min</b>	<b>Max</b>
ROA	1.272543	49.40764	-0.1199799	3.373692	7.348087	-834.619	54.31941
ROE	3.60685	47.13994	-0.3468205	8.326429	18.27622	-344.385	1.803.886
MA	51.35536	30.3822	24.99177	47.41944	76.24225	6.99612	100
3MA	68.76515	26.15887	48.35722	69.24888	98.63313	15.4055	100
5MA	73.50404	23.7273	55.03856	75.02726	99.74324	18.48886	100
LL	11.7666	1.902195	10.70459	11.97125	12.96649	3.612.295	16.36979
CRESC	11.92951	2.067745	10.82215	12.02441	13.23614	3.637586	16.40872
TAM	14.92876	1.73901	13.87847	14.97346	16.06317	7.674153	19.98539
END	30.1772	19.0336	14.58444	29.97048	43.69951	0	89.44228

*Nota.* Rentabilidade do ativo (**ROA**) – Razão entre o lucro líquido em t e ativo em t-1; Rentabilidade do patrimônio líquido (**ROE**) - razão entre o lucro líquido em t e o patrimônio líquido em t-1; Maior acionista (**MA**) - percentual de ações pertencentes ao maior acionista; Três maiores acionistas (**3MA**) - percentual de ações pertencentes aos 3 maiores acionistas; cinco maiores acionistas (**5MA**) - percentual de ações pertencentes aos 5 maiores acionistas; Lucro líquido (**LL**) – logaritmo natural do lucro líquido; Crescimento (**CRESC**) – variação das vendas em t e t-1; Tamanho da empresa (**TAM**) – logaritmo natural do ativo total; Endividamento (**END**) – Razão entre o passivo exigível e o ativo total.

A variável ROA apresentou valores positivos e negativos, o que mostra que existem empresas que estão obtendo resultados negativos em alguns exercícios. Da mesma forma, a variável ROE também apresenta resultados negativos, o que demonstra que algumas empresas estão com patrimônio líquido negativo em alguns períodos. As variáveis de concentração acionária mostram que em média a concentração sobe ao passo em que mais acionistas são considerados. Os valores de 51.35536, 68.76515 e 73.50404 das variáveis MA, 3MA e 5MA respectivamente evidenciam que a concentração acionária no Brasil é predominante para alguns acionistas, como evidenciado anteriormente por Freitas et al. (2020). Os valores máximos para estas mesmas variáveis iguais a 100 mostram que em algumas situações todas as ações de determinadas empresas pertencem a um, a três ou a 5 acionistas apenas, evidenciando assim também o alto nível de concentração acionária.

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

**Tabela 4.**

Distribuição de frequência das variáveis *dummies*

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BI	70,6%	70,4%	64,0%	66,7%	66,4%	66,8%	62,0%	61,8%	60,5%	60,9%	57,6%
IND	25,7%	30,3%	34,0%	35,8%	35,3%	38,3%	38,6%	42,0%	42,7%	44,1%	47,2%
DUAL	17,8%	19,8%	18,9%	20,1%	22,9%	21,4%	22,0%	21,5%	19,4%	18,7%	19,3%

A tabela de distribuição de frequência acima mostra que a prática de *board interlocking* vem se sofrendo pequenas reduções ao longo do tempo, com valores variando entre 70,6 % em 2010 e 57,6% em 2020. Diferentemente, a presença de conselheiros independentes nos conselhos tem aumentado ao longo do tempo, com valores variando entre 25,7% em 2010 e 47,29% em 2020. Estes valores podem demonstrar que as empresas têm entendido que há benefícios diversos na manutenção de conselheiros imparciais em seus quadros. Quanto à dualidade do CEO, os valores oscilam em todo o período estudado. Estes resultados podem indicar que não há intenções tão claras em destinar o cargo de diretor executivo e de presidente do conselho de administração para a mesma pessoa, ou então os motivos para tal prática podem ter validade curta, o que justificaria a oscilação de tal compartilhamento de funções.

### Discussão dos resultados

Os resultados desta pesquisa são oriundos da utilização de regressões múltiplas que utilizam dados em painel para o período entre 2010 e 2020. As regressões foram operacionalizadas utilizando o método de efeitos fixos. A utilização de tal método foi escolhida como apropriada para o modelo após a realização dos testes de *Chow*, Teste de LM de *Breusch-Pagan* e Teste de *Hausman*. A tabela a seguir mostra os resultados que serviram de base para a escolha do método:

**Tabela 5.**

Testes de especificação

Teste	Modelo I			Modelo II		
	OBS	F-stat	Prob(stat)	OBS	F-stat	Prob(stat)
Teste de <i>Chow</i>	2.100	17,33	0.000	2100	19,26	0.000
Teste de LM de <i>Breusch-Pagan</i>	2.100	268.69	0.000	2100	167.09	0.000
Teste de <i>Hausman</i>	2.100	29.13	0.000	2100	26.47	0.000



## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

O valor prob(stat) de 0.000 no teste de *Chow* indica que entre o método *Pooled* e o método de efeitos fixos deve-se usar este último pois rejeita-se a hipótese nula. O valor prob(stat) de 0.000 no teste de LM de *Breusch-Pagan* indica que entre o método *Pooled* e o método de efeitos aleatórios deve-se utilizar este último pois rejeita-se a hipótese nula. O valor prob(stat) de 0.000 no teste de Hausman indica que entre o método de efeitos aleatórios e o método de efeitos fixos deve-se utilizar este último pois rejeita-se a hipótese nula.

As regressões desta pesquisa consistiram em dois modelos distintos com variáveis dependentes diferentes. Os resultados buscaram analisar a possível relação entre o desempenho das empresas com os seus respectivos níveis de concentração acionária, levando-se em consideração as ações detidas pelo maior (I), pelos três (II) e pelos cinco (III) maiores acionistas.

**Tabela 6.**

Regressão do modelo I

$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 BI*CA_{it} + \beta_3 IndCA_{it} + \beta_4 DualCA_{it} + \sum_{k=6}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \epsilon_{it}$						
	(I)		(II)		(III)	
Variáveis	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
CA	0.0991861	0.276	0.014764	0.874	0.010067	0.914
BI*CA	0.042238	0.156	0.0268185	0.085*	0.0242735	0.072*
IND*CA	0.0330338	0.042**	0.0275163	0.072*	0.024742	0.034**
DUAL*CA	0.051904	0.120	0.0274501	0.303	0.0238128	0.346
CRESC	1.61e-07	0.816	1.36e-07	0.532	1.31e-07	0.528
TAM	-5.64e-08	0.000***	-4.68e-08	0.000***	-4.73e-08	0.000***
LL	2.62e-06	0.014**	2.66e-06	0.013**	2.66e-06	0.013**
END	-0.112308	0.076**	-0.1144219	0.087*	-0.1138974	0.034**
GC	0.3128473	0,000***	0.1933423	0,000***	0.2133323	0,000***
CR	-0.0934245	0,000***	-0.0746341	0,000***	-0.0454903	0,000***
CONSTANTE	705.182	0.202	0.7352571	0.916	1.016261	0.890
Observações	2100		2100		2100	
R-sq within	0.0932		0,0873		0,0786	
R-sq between	0.0879		0,1021		0,9745	
R-sq overall	0,1101		0,0934		0,1093	

*Nota 1.* Concentração acionária (CA) – percentual de ações do maior, dos três e dos cinco maiores acionistas; Interação entre as variáveis *board interlocking* e a concentração acionária (BI\*CA); Interação entre as variáveis conselheiro independente e concentração acionária (IND\*CA); Interação entre as variáveis dualidade do CEO e concentração acionária (DUAL\*CA) Lucro líquido (LL) – logaritmo natural do lucro líquido; Crescimento (CRESC) – variação das vendas em t e t-1; Tamanho da empresa (TAM) – logaritmo natural do ativo total; Endividamento (END) – Razão entre o passivo exigível e o ativo total; Governança corporativa (GC) – *dummy* – 1 se a empresa é listada em algum segmento de Governança corporativa na B3 e 0 caso o contrário; Crise (CR) – *dummy* – 1 se é ano de crise econômica 0 caso o contrário.

*Nota 2.* \*\*\*, \*\* e \* representam significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

O modelo I que teve como variável dependente o retorno sobre o ativo (ROA) demonstrou não haver relação estatística significativa entre o desempenho das empresas e a concentração acionária, uma vez que em nenhuma situação o p-value foi significativo. Estes resultados são semelhantes aos de Marques et al. (2015), que testaram a mesma relação no mercado brasileiro no período entre 1998 e 2001, aos resultados de Dami et al. (2007) que também não encontraram relação destas variáveis no mercado brasileiro e aos achados Chancharat e Chancharat (2019) e Laporšek, Dolenc, Grum e Stubelj (2021) que também não encontraram relação significativa entre o desempenho e a concentração acionária em mercados internacionais.

Quando analisado a interação de variáveis de características do conselho de administração e a concentração acionária, percebe-se que a dualidade do CEO não apresentou resultados significativos que pudessem mostrar evidências que acumular as funções de diretor executivo e presidente do conselho impactasse no desempenho da empresa quando analisado a concentração acionária. No entanto, as características do conselho de compartilhar conselheiros e possuir membros independentes apresentaram p-value significativos estatisticamente e coeficientes positivos.

Estes resultados sugerem que o compartilhar conselheiros e possuir independência podem impactar a relação entre o desempenho e a concentração acionária em todos os níveis testados. Assim, os resultados apresentam evidências que sugerem que ainda que a concentração acionária não possa impactar o desempenho, as características do conselho possuem a capacidade de alterar a relação entre o poder de posse de ações e o desempenho empresarial.

**Tabela 7.**  
Regressão do modelo II

$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 CA_{it} + \beta_2 BI_{it} CA_{it} + \beta_3 IndCA_{it} + \beta_4 DualCA_{it} + \sum_{k=6}^n \beta_k CTRLS_{kit} + \varepsilon_{it}$						
	(I)		(II)		(III)	
Variáveis	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
CA	0.1231127	0.166	0.1576416	0.083*	0.1692796	0.064*
BI*CA	-0.0191944	0.510	-0.0115279	0.620	-0.0100755	0.649
IND*CA	0.564231	0.041**	0.4398145	0.077*	0.3327537	0.027**
DUAL*CA	-0.0324158	0.320	-0.0292109	0.261	-0.0276291	0.263
CRESC	6.01e-07	0.373	5.61e-07	0.406	5.67e-07	0.401

1797

## Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?

<b>TAM</b>	-9.99e-08	0.000***	-9.33e-08	0.003***	-9.39e-08	0.099*
<b>LL</b>	8.86e-06	0.000***	8.92e-06	0.000***	8.95e-06	0.000***
<b>END</b>	-0.3480719	0.000***	-0.3592132	0.000***	-0.3583291	0.000***
<b>GC</b>	0.243943	0.000***	0,2012654	0.000***	0.1484324	0.000***
<b>CR</b>	-0.198364	0.000***	-0.9362463	0.000***	-0.0853453	0.000***
<b>CONSTANTE</b>	5.430.766	0.315	118.215	0.861	-0.3413699	0.962
<b>Observações</b>	<b>2100</b>		<b>2100</b>		<b>2100</b>	
<b>R-sq within</b>	<b>0,0783</b>		<b>0,0753</b>		<b>0,0874</b>	
<b>R-sq between</b>	<b>0,0649</b>		<b>0,9334</b>		<b>0,0912</b>	
<b>R-sq overall</b>	<b>0,0994</b>		<b>0,0894</b>		<b>0,0993</b>	

*Nota 1.* Concentração acionária (CA) – percentual de ações do maior, dos três e dos cinco maiores acionistas; Interação entre as variáveis *board interlocking* e a concentração acionária (BI\*CA); Interação entre as variáveis conselheiro independente e concentração acionária (IND\*CA); Interação entre as variáveis dualidade do CEO e concentração acionária (DUAL\*CA) Lucro líquido (LL) – logaritmo natural do lucro líquido; Crescimento (CRESC) – variação das vendas em t e t-1; Tamanho da empresa (TAM) – logaritmo natural do ativo total; Endividamento (END) – Razão entre o passivo exigível e o ativo total; Governança corporativa (GC) – *dummy* – 1 se a empresa é listada em algum segmento de Governança corporativa na B3 e 0 caso o contrário; Crise (CR) – *dummy* – 1 se é ano de crise econômica 0 caso o contrário.

*Nota 2.* \*\*\*, \*\* e \* representam significância a 1%, 5% e 10% respectivamente.

O modelo II que teve como variável dependente o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) mostrou que existe relação significativa e positiva entre o desempenho e a concentração acionária apenas quando levado em consideração os três e os 5 maiores acionistas. Este resultado difere em partes dos achados de Marques et al. (2015) que não encontraram relação estatisticamente significativa entre as variáveis, mas corrobora os achados de Campos (2006) e Vesco e Beuren (2016) que sugerem que apresentaram evidências que o desempenho é afetado positivamente pela concentração acionária.

Ainda no segundo modelo, quando analisado a capacidade de características dos conselhos de administração interferirem na relação entre o desempenho e a concentração acionária, percebe-se que as variáveis de interação entre a concentração acionária e a *board interlocking* e a dualidade do CEO não apresentaram em nenhuma situação resultados estatísticos significativos, o que demonstra que estas características dos conselhos de administração não interferem em tal relação quando o retorno é medido pelo ROE.

No entanto, quando analisado a interação entre o fato de os conselhos possuírem conselheiros independentes e a concentração acionária mensurada tanto em pelo maior, quanto pelos três ou cinco maiores acionistas observa-se que a independência do conselho interfere positivamente na relação entre o desempenho e a concentração acionária. Estes resultados são semelhantes aos encontrados por Dakhllalh

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

et al. (2019) e podem demonstrar que a imparcialidade de conselheiros sem laços com os controladores pode melhorar o desempenho da empresa, mesmo naquelas situações em que o controle é predominantemente de um acionista.

Os coeficientes no modelo I 0.0330338, 0.0275163 e 0.024742, e 0.564231, 0.4398145 e 0.3327537 no modelo II para as concentrações do maior, dos três e dos cinco maiores acionistas, respectivamente, na variável IND\*CA mostram que o efeito da presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração vai diminuindo o impacto ao passo que a concentração fica mais dispersa. Estes resultados sugerem evidências que o poder de monitoramento é mais presente em empresas com alto grau de concentração em um único acionista controlador, haja visto existir nestes casos maior número de minoritários que necessitam de proteção para não terem seus direitos expropriados totalmente.

Os resultados demonstraram que possuir conselheiros independentes pode melhorar o desempenho da empresa quando levado em consideração a concentração acionária, semelhantemente ao que já havia demonstrado Dakhllalh et al. (2019). Assim, a hipótese 1 da pesquisa é aceita. Quanto às características do conselho, por mais que Jackling e Johl (2009), Zona et al. (2015) e Dicko & Ibrami (2013) tenham demonstrado que o *board interlocking* pode afetar o desempenho, o mesmo não foi possível demonstrar quando leva-se em consideração a concentração acionária, rejeitando-se assim a hipótese 3. Da mesma forma, a dualidade do CEO não impactou a relação entre o desempenho e a concentração acionária, ainda que tal dualidade pudesse impactar o desempenho como sugerido por Lam e Lee (2008) e Yang e Zhao (2014). Assim, também se rejeita a hipótese 2 da pesquisa.

### **Considerações Finais**

O objetivo desta pesquisa foi analisar o impacto de características dos conselhos de administração na relação entre o desempenho empresarial e a concentração acionária. A motivação deste estudo é fundamentada no fato de pesquisas anteriores terem demonstrado que práticas de governança corporativa relacionadas ao conselho de administração impactam tanto no desempenho como na concentração acionária. No entanto, pesquisas já haviam evidenciado não existir relação entre o desempenho e a

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

concentração acionária e tantas outras não encontraram resultados convergentes, mostrando assim ainda existir um vasto campo de pesquisa nesta área.

Os resultados da pesquisa mostraram parcialmente que a concentração acionária tem relação positiva e significativa com o desempenho da empresa. Ainda que este não seja o objetivo principal desta pesquisa, este resultado demonstra que esta relação ainda carece de análises, principalmente pelo fato de resultados anteriores serem diferentes quando analisados o mesmo perfil de amostra. Uma possível explicação para resultados diversos nesta relação pode ser o fato de a estrutura de propriedade nas empresas brasileiras ser um fator extrínseco que não seria determinado necessariamente por elementos internos à empresa.

Quanto à análise das características dos conselhos de administração, os resultados apresentaram evidências que a presença de conselheiros independentes pode impactar na relação entre o desempenho e a concentração acionária. Este achado pode ser explicado pelo fato de que empresas muito concentradas tendem a centralizar as decisões em torno de alguns poucos acionistas que detêm o controle da empresa, atendendo assim aos interesses do acionista majoritário e expropriando os interesses dos minoritários. Assim, a presença de conselheiros independentes pode melhorar o desempenho de empresas altamente concentradas pois estes são na grande maioria das vezes imparciais quanto às decisões que são tomadas, trazendo assim para dentro da empresa uma visão que alcança os interesses e opiniões de todos os acionistas.

Quanto à dualidade do CEO e o compartilhamento de membros do conselho, a pesquisa não encontrou evidências significativas que sugerissem que estas variáveis pudessem impactar na relação entre desempenho e concentração acionária. Estes resultados demonstram que, ainda que estes fatores tenham relação tanto com o desempenho quanto com a concentração acionária, eles não são capazes de interferir na estrutura de propriedade ao ponto de fazer com que as decisões da empresa sejam capazes de alterar substancialmente os resultados.

Na prática, os resultados desta pesquisa podem demonstrar ao mercado, em especial aos acionistas minoritários, que existem fatores dentro dos conselhos de administração que são capazes de melhorar o desempenho das empresas quando estas possuem altos níveis de concentração de controle e poder. Com

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

efeito, as evidências aqui demonstradas são capazes de explicar as divergências que existem nos resultados anteriores ao mostrar que elementos fora do desempenho empresarial e da concentração acionária podem explicar melhor a relação destas variáveis.

A pesquisa tem como limitação a grande redução do número de empresas na amostra dado a falta de informações completas para o período analisado e a possível endogeneidade das variáveis. Pesquisas futuras podem analisar o impacto das características do conselho na relação entre o desempenho e outras vertentes da estrutura de propriedade, como a presença de famílias, governos ou investidores institucionais ou estrangeiros na estrutura acionária.

### **Referências**

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107. <https://doi.org/10.1257/jel.48.1.58>
- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107. DOI: 10.1257/jel.48.1.58
- Balsmeier, B., Buchwald, A., & Stiebale, J. (2014). Outside directors on the board and innovative firm performance. *Research Policy*, 43(10), 1800-1815. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.06.003>
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance. *The Business Lawyer*, 921-963.
- Burger, A., Damijan, J. P., Kostevc, Č., & Rojec, M. (2017). Determinants of firm performance and growth during economic recession: The case of Central and Eastern European countries. *Economic Systems*, 41(4), 569-590. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.05.003>
- Burger, A., Damijan, J. P., Kostevc, Č., & Rojec, M. (2017). Determinants of firm performance and growth during economic recession: The case of Central and Eastern European countries. *Economic Systems*, 41(4), 569-590. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.05.003>

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista De Administração*, 41(4), 369-380.
- Chancharat, S., & Chancharat, N. (2019). Board Structure, Ownership Structure, and Performance of Thai Listed Companies. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 13(3), 53-70. <https://doi.org/10.14453/aabfj.v13i3.4>
- Cheung, Y. L., Stouraitis, A., & Wong, A. W. (2005). Ownership concentration, firm performance, and dividend policy in Hong Kong. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(4), 431-449. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.12.001>
- Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372-386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>
- da Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2006). Ownership, control, valuation and performance of Brazilian corporations. *Corporate Ownership & Control*, 4(1), 300-308. <https://doi.org/10.22495/cocv4i1c2p6>
- Dakhlalh, M. M., Mohd Rashid, N. M. N. N., Abdullah, W. A. W., & Dakhlalh, A. M. (2019). The mediating effect of the managerial ownership towards the influence of the board of directors on the firm performance among jordanian public shareholders companies. *Journal of Environmental Treatment Techniques*, 7(4), 760-767. <https://doi.org/10.6007/IJARPED/v8-i3/6213>
- Dakhlalh, M. M., Rashid, N. M. N. M., Abdullah, W. A. W., & Dakhlalh, A. M. (2019). The effect of ownership structure on firm performance among Jordanian public shareholders companies: Board independence as a moderating variable. *International Journal of Academic Research in Progressive Education and Development*, 8(3), 13-31. <http://dx.doi.org/10.6007/IJARPED/v8-i3/6212>
- Dani, A. C., Kaveski, I. D. S., dos Santos, C. A., Leite, A. P. P., & da Cunha, P. R. (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p29-47>
- Dani, A. C., Kaveski, I. D. S., dos Santos, C. A., Leite, A. P. P., & da Cunha, P. R. (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29-47. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i1.2603>

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

- de Freitas Brandão, I., & Crisóstomo, V. L. (2015). Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. *Brazilian Review of Finance*, 13(3), 438-469. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of political economy*, 93(6), 1155-1177. <https://doi.org/10.1086/261354>
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), 209-233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Dicko, S., & El Ibrami, H. (2013). Directors' Connections, Financial Resources and Performance: An In-Depth Analysis of Canadian Companies. *International Journal of Business and Management*, 8(10), 1. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v8n10p1>
- Elvin, P., & Hamid, N. I. N. B. A. (2016). Ownership structure, corporate governance and firm performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(3), 99-108.
- Ermel, M. D. A., & Do Monte, P. A. (2018). Shareholder control, firm performance and executive compensation: Evidence from Brazilian market. *Brazilian Review of Finance*, 16(3), 455-491. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n3.2018.55898>
- Freitas, M. R. D. O., Pereira, G. M., De Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2020). Shareholder concentration, board structure and executive remuneration. *Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322-335. <https://doi.org/10.1590/s0034-759020200503>
- Gaur, S. S., Bathula, H., & Singh, D. (2015). Ownership concentration, board characteristics and firm performance. *Management Decision*. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2014-0519>
- Ghosh, S. (2006). Do board characteristics affect corporate performance? Firm-level evidence for India. *Applied Economics Letters*, 13(7), 435-443. <https://doi.org/10.1080/13504850500398617>
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 688-705. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.09.007>
- Haryono, U., & Iskandar, R. (2015). Corporate social performance and firm value. *International Journal of Business and Management Invention*, 4(11), 69-75.
- Hsu, S., Lin, S. W., Chen, W. P., & Huang, J. W. (2019). CEO duality, information costs, and firm performance. *The North American Journal of Economics and Finance*, 101011. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101011>



## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: Evidence from India's top companies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00760.x>
- Khanna, T., & Palepu, K. (2000). The future of business groups in emerging markets: Long-run evidence from Chile. *Academy of Management journal*, 43(3), 268-285. <https://doi.org/10.2307/1556395>
- Kirchmaier, T., & Grant, J. (2005). Corporate ownership structure and performance in Europe. *European management review*, 2(3), 231-245. <https://doi.org/10.1057/palgrave.emr.1500043>
- Konraht, J. M., Consoni, S., & Fonseca, M. W. (2020). The relation between the property structure and the leveraged debt cost via debenture issues in Brazil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 14(2). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i2.2533>
- Lam, T. Y., & Lee, S. K. (2008). CEO duality and firm performance: evidence from Hong Kong. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Laporšek, S., Dolenc, P., Grum, A., & Stubelj, I. (2021). Ownership structure and firm performance—The case of Slovenia. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 34(1), 2975-2996. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2020.1865827>
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. D., & Valadares, S. M. (2002). Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6, 7-18. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552002000100002>
- Lee, J. (2009). Does size matter in firm performance? Evidence from US public firms. *international Journal of the economics of Business*, 16(2), 189-203. <https://doi.org/10.1080/13571510902917400>
- Marques, T. D. Á., 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*, 16(4), 100. <https://doi.org/10.1590/1678-69712015/administracao.v16n4p100-133>
- Mishra, R. K., & Kapil, S. (2018). Effect of board characteristics on firm value: evidence from India. *South Asian Journal of Business Studies*, 7(1), 41-72. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-08-2016-0073>

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

- Mishra, R., & Kapil, S. (2017). Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0059>
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293-315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics & Finance*, 37, 184-202. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.022>
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Peixoto, F. M., & Buccini, A. R. A. (2013). Separação entre propriedade e controle e sua relação com desempenho e valor de empresas brasileiras: onde estamos? *Revista de Contabilidade e Organizações*, 7(18), 48-59. <https://doi.org/10.11606/rco.v7i18.55613>
- Pillai, R., & Al-Malkawi, H. A. N. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, 44, 394-410. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.110>
- Rashid, M. M. (2020). Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-02-2019-0056>
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1991). CEO duality and organizational performance: A longitudinal analysis. *Strategic management journal*, 12(2), 155-160. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120206>
- Rogers, P., Dami, A. B. T., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Contextus—Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30.
- Sarhan, A. A., Ntim, C. G., & Al-Najjar, B. (2019). Board diversity, corporate governance, corporate performance, and executive pay. *International Journal of Finance & Economics*, 24(2), 761-786. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1690>
- Schiehll, E., & Santos, I. O. D. (2004). Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração*, 39(4), 373-384.

## **Desempenho e concentração acionária no Brasil: As características dos conselhos de administração podem interferir nesta relação?**

---

- Sheikh, N. A., Wang, Z., & Khan, S. (2013). The impact of internal attributes of corporate governance on firm performance. *International Journal of Commerce and Management*.
- Silveira, A. D. M., Lanzana, A. P., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4).
- Vesco, D. G., & Beuren, I. M. (2016). Do the board of directors composition and the *board interlocking* influence on performance? *BAR - Brazilian Administration Review*, 13(2), 1–26. <https://doi.org/10.1590/1807-7692bar2016160007>
- Welch, E. (2003). The relationship between ownership structure and performance in listed Australian companies. *Australian journal of management*, 28(3), 287-305. <https://doi.org/10.1177/031289620302800304>
- Yang, T., & Zhao, S. (2014). CEO duality and firm performance: Evidence from an exogenous shock to the competitive environment. *Journal of Banking & Finance*, 49, 534-552. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.008>
- Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2015). Debt financing and firm performance: an empirical study based on Swedish data. *The Journal of Risk Finance*. <https://doi.org/10.1108/JRF-06-2014-0085>
- Zhao, X., Jiang, X., & Li, Z. (2015). The impact of the economic crisis on the financial performance of multinational corporations. *International Review of Economics & Finance*, 37, 55-68. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.013>
- Zona, F., Gomez-Mejia, L. R., & Withers, M. C. (2015). *Board interlocks* and firm performance. *Journal of Management*.

Submetido: 23/09/2021

Aceito: 05/10/2022