


Fatores associados à não migração para o Novo Mercado de empresas do tipo uma ação - um voto^{*,**}

Leonardo Carvalho Sella¹

 <https://orcid.org/0000-0002-5159-8386>

E-mail: carvalhosella@gmail.com

Patricia Maria Bortolon²

 <https://orcid.org/0000-0001-8087-3837>

E-mail: patricia.bortolon@ufes.br

¹ Banestes S.A., Departamento de Gerência Financeira, Vitória, ES, Brasil

² Universidade Federal do Espírito Santo, Departamento de Ciências Contábeis, Vitória, ES, Brasil

Recebido em 01.07.2021 – Desk aceite em 20.07.2021 – 3ª versão aprovada em 18.02.2022

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editor Associado: Eliseu Martins

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi entender quais características e regras de listagem se relacionam com a não migração para o segmento do Novo Mercado em empresas que já obedecem ao princípio “uma ação - um voto”. A pesquisa busca entender quais características de governança, além do princípio uma ação - um voto, representam desafios à listagem no Novo Mercado. Dados os benefícios da adesão ao Novo Mercado mostrados na literatura e a existência de empresas no segmento tradicional que já atendem a um dos desafios à migração, qual seja, o uso de ações somente com direito a voto, a relevância do estudo reside em mostrar quais outras características de governança podem representar desafios à migração. O estudo sinaliza para reguladores e mercados quais características de governança podem representar desafios à adesão de segmentos superiores. Esse entendimento pode influenciar estratégias para a promoção de melhores práticas visando à superação de resistências a essas regras de governança. Para a literatura, os resultados mostram características que merecem estudos adicionais na medida em que representam desafios de adoção pelas empresas. Foram selecionadas as empresas do segmento tradicional que já têm apenas ações ordinárias e com o *propensity score matching* foram selecionadas empresas comparáveis do Novo Mercado. Foram observadas variáveis relacionadas às demais regras do Novo Mercado, estrutura de propriedade, estruturas piramidais, acordos de acionistas e a pontuação em um índice amplo de governança corporativa. As análises envolveram estatísticas descritivas, testes de diferença de médias e proporções e modelos *logit*. Os resultados mostram que as regras de *free float* e *tag along* mínimo têm forte relação com a não listagem no Novo Mercado de empresas que já cumprem a regra uma ação - um voto. Além disso, a concentração de propriedade e a qualidade da governança corporativa também estão relacionadas à não listagem no Novo Mercado.

Palavras-chave: *tag along*, *free float*, governança corporativa, uma ação - um voto, PSM.

Endereço para correspondência

Patricia Maria Bortolon

Universidade Federal do Espírito Santo, Departamento de Ciências Contábeis

Avenida Fernando Ferrari, 514 – CEP 29075960

Goiabeiras – Vitória – ES – Brasil

* Trabalho apresentado no XX USP International Conference in Accounting, julho de 2020.

** Os autores agradecem à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes) pelo apoio financeiro na realização desta pesquisa.



1. INTRODUÇÃO

Desde 2001, no Brasil, os segmentos especiais de listagem separam as empresas na B3 S.A. – *Brasil, Bolsa, Balcão* (B3) em diferentes níveis de governança corporativa. A adesão a esses segmentos é voluntária e, para fazer parte de algum desses, a empresa tem que cumprir uma série de pré-requisitos. As restrições impostas para a listagem nesses segmentos objetivam levar proteção aos acionistas e sinalizar aos investidores que tais empresas buscam melhores padrões de governança corporativa (Esqueda & O'Connor, 2020; Gonzalo & Silva, 2009). A literatura mostra que a adesão também traz benefícios para a empresa. Gonzalo e Silva (2009) encontram evidências de que a listagem nesses segmentos gera valorização e maior liquidez das ações.

A valorização das ações dessas empresas é consistente com o que Silveira et al. (2004) chamam de ciclo virtuoso da governança corporativa. Uma vez que a adoção de melhores práticas aumenta a proteção do acionista, tende-se a reduzir o prêmio pelo risco dessas empresas, reduzindo-se também seu custo de capital, o que acaba gerando mais oportunidades atrativas para captação de recursos para investimento e crescimento. Outros estudos também encontram impactos financeiros positivos às empresas que aderem ao Novo Mercado (Aldrighi et al., 2018; Procianny & Verdi, 2009; Silva & Leal, 2005; Silveira et al., 2004), o que reforça os benefícios.

Dentre os segmentos de listagem, o Novo Mercado é aquele que tem mais exigências para a adesão, sendo, portanto, onde espera-se que estejam listadas as empresas de melhor governança corporativa. Uma das suas principais exigências é que a empresa tenha apenas ações ordinárias, ou seja, ações que têm direito a voto. Nos demais segmentos de listagem, as empresas podem ter, também, ações preferenciais que conferem ao acionista apenas direitos sobre fluxo de caixa, mas não direitos de voto (Aldrighi et al., 2018; Gonzalo & Silva, 2009; Gorga, 2009).

A existência ou não de duas classes de ações influencia diretamente a estrutura de propriedade e controle da

empresa. Essa é uma característica determinante nas tomadas de decisões, como investimento, financiamento, distribuição dos fluxos de caixa e muitas outras (Burkart & Lee, 2008). A literatura mostra que empresas com ações de duas classes podem sofrer com conflitos de interesses entre acionistas, uma vez que esses controladores podem agir em interesse próprio, expropriando os minoritários (Burkart & Lee, 2008). No Brasil, os estudos sobre os impactos de ações de duas classes também encontram resultados que convergem com a ideia de expropriação do minoritário por meio do poder de voto (Aldrighi & Mazzer, 2007; Aldrighi & Postali, 2011; Andrade et al., 2015; Bortolon, 2013).

É sob argumentos como esses que a autorregulação do Novo Mercado exige que as empresas obedeçam ao princípio de uma “uma ação - um voto” em sua estrutura de propriedade. O raciocínio por trás desse princípio é oferecer maior proteção ao acionista minoritário, garantindo a todos os mesmos direitos de voto por ação.

Mesmo havendo debate em torno das ações de duas classes, a presente pesquisa observou que atualmente existem empresas do segmento tradicional que já cumprem o pré-requisito de terem apenas ações ON, mas que por algum motivo ainda não fizeram a adesão ao Novo Mercado; ou seja, essa exigência não é uma barreira para tais firmas migrarem para o segmento. Até o fim de 2018, excluindo empresas do setor financeiro e aquelas com patrimônio líquido negativo, havia 18 empresas que já cumpriam essa exigência, mas não haviam aderido ao Novo Mercado. Considerando os benefícios em aderir aos segmentos especiais, tanto para a empresa quanto para o acionista, a não adesão permanece uma questão não explicada.

Dessa forma, a presente pesquisa buscará responder ao seguinte problema: quais são os fatores associados à decisão de não migração para o segmento de listagem do Novo Mercado em empresas que já têm apenas ações com direito a voto?

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estruturas de Propriedade

A literatura mostra que ao redor do mundo prevalecem estruturas de propriedade com alta concentração acionária nas mãos de poucos acionistas controladores (Claessens et al., 2000; La Porta et al., 2000; Shleifer &

Vishny, 1997). Se, por um lado, isso reduz conflitos de agência entre gestores e acionistas, pois aumenta o poder de monitoramento do principal, por outro pode causar conflitos entre acionistas controladores e minoritários. La Porta et al. (1999) mostram que os controladores comumente usam mecanismos que geram desvios de

direitos, passando a ter mais direitos de voto em relação aos direitos de caixa, permitindo o controle da empresa com menor investimento.

As consequências dos desvios de direitos são amplamente estudadas, e muitos estudos defendem o princípio uma ação - um voto. O princípio defende que os votos dos acionistas sejam proporcionais às ações detidas, alinhando os direitos de voto aos de fluxo de caixa. No Brasil, a legislação permite que até 50% das ações sejam sem direito a voto. Somente a listagem no Novo Mercado exige apenas ações ON.

Além das ações sem direito a voto, os desvios de direitos podem ocorrer por meio de estruturas piramidais de controle, participação cruzada de ações e acordos de acionistas (Aldrighi & Mazzer, 2007; Silva & Leal, 2005).

A estrutura piramidal ocorre quando há uma ou mais empresas em uma cadeia de relações de propriedade para assumir o controle de outra determinada empresa (Aldrighi & Mazzer, 2007; Almeida & Wolfenzon, 2006; Andrade et al., 2015). Nessas estruturas, o controle pode ser obtido com menor investimento de capital.

No Novo Mercado, não há restrições às estruturas indiretas de propriedade, e, portanto, o desvio de direitos que não é permitido pelo uso de ações sem direito a voto pode ser atingido dessa forma. No Brasil, Andrade et al. (2015) encontram a presença de ações de duas classes em 69,5% das empresas e de estruturas indiretas em 78,8% das empresas de sua amostra.

As motivações por trás da adoção desse tipo de estrutura são investigadas na literatura. Os primeiros estudos apontavam como principal motivação a expropriação dos acionistas minoritários (La Porta et al., 1999). Porém, os resultados encontrados por Almeida e Wolfenzon (2006) mostram que em ambientes com baixa proteção legal existem vantagens de financiamento ao se adotarem estruturas piramidais, uma vez que essas permitem acessar recursos internos que não seriam obtidos por meio de financiamento externo. De fato, estudos encontram estruturas piramidais que não estão associadas a grandes desvios de direitos. Aldrighi e Postali (2011), por exemplo, encontram que, no Brasil, a porcentagem detida pelo maior acionista último é em média muito maior do que a necessária para assumir o controle por meio de pirâmides.

Bortolon (2013) encontra evidências que apontam para maiores desvios de direitos nas estruturas piramidais com mais níveis até o acionista último. Entretanto, nem todas as evidências apontam para o motivo expropriação. Por exemplo, as pirâmides são mais comuns em empresas maiores, intensivas em capital, sugerindo a motivação financiamento. Andrade et al. (2015) mostram que

na presença de estruturas piramidais o desempenho financeiro é maior, principalmente quando há menos níveis até o acionista último. Os autores também argumentam que essas estruturas podem ser alternativas para essas empresas acessarem recursos, relevante em um mercado ainda em desenvolvimento.

Apesar da extensa literatura sobre as motivações, não há consenso. Nos estudos aqui revisados, para o mercado brasileiro, os achados são mais coerentes com Almeida e Wolfenzon (2006). Entretanto, em estudo mais recente, Aldrighi et al. (2018) encontraram menor probabilidade de estruturas piramidais no Novo Mercado. Sendo esse segmento o de maior padrão de governança, o resultado é mais aderente à lógica da expropriação dos acionistas minoritários.

2.2 Acordos de Acionistas

Os acordos de acionistas podem ser definidos como contratos voluntários que regem as relações entre acionistas em uma empresa. Com os acordos, uma nova estrutura de propriedade pode passar a existir, havendo diversos acionistas que podem desfrutar do controle da empresa. A literatura mostra que os efeitos desses acordos sobre o valor da firma podem ser negativos ou positivos; positivo quando os acionistas signatários exercem um monitoramento mútuo e de outros grandes acionistas, e negativo se oportuniza acordos para expropriação dos minoritários (Silva, 2012).

Em estudo sobre os acordos de acionistas no Brasil, Silva (2012) encontra que as cláusulas mais comumente encontradas são de (i) direitos de preferência, que obrigam o acionista que deseja vender suas ações para terceiros a oferecerem, primeiramente, aos acionistas do acordo, que terão preferência de compra; (ii) restrição de venda das ações, que proíbem o acionista que deseja vender suas ações o fazerem sem prévio consentimento de todos os acionistas do acordo; (iii) fornecimento de controle, requerendo consentimento unânime de todos os acionistas para a tomada de decisões importantes; e (iv) não concorrência – exigências relacionadas à proibição ao acionista de atuar como concorrente da empresa.

Gorga (2009) analisa acordos de acionistas em 84 empresas dos segmentos especiais de governança corporativa sem acionistas majoritários. Segundo a autora, na ausência de acionistas com mais de 50% das ações com direito a voto, é mais provável que haja acordos com cláusulas que garantam o controle. Os resultados mostraram que 50% da amostra tinham algum tipo de acordo de acionistas. Mais especificamente, no Novo Mercado, 66,67% das empresas sem acionista majoritário

tinham acordos, enquanto no Nível 2 apenas 9,52 e 23,81% no Nível 1 os tinham. A autora afirma que o resultado é esperado, já que se prevê que acordos aconteçam em estruturas de propriedade mais dispersas, como no Novo Mercado.

Silva (2012) evidencia, ainda, que empresas com acordos de acionistas têm maior valor, contrariando a lógica de que esses podem ser usados para expropriar os acionistas minoritários. Por meio de um índice criado com 24 perguntas sobre os mecanismos dos acordos, o autor encontra resultado que aponta para maior proteção dos acionistas e maior valor da empresa. Gelman et al. (2015), entretanto, analisando apenas empresas listadas em segmentos especiais e cláusulas de vinculação de votos, encontraram relação negativa com o valor das firmas. Em contrapartida, cláusulas genéricas sobre outros assuntos relevantes apresentaram efeito positivo, convergindo com o resultado de Silva (2012). Os autores afirmam que os efeitos dependem das características dos acordos e acreditam na prevalência dos efeitos negativos, devido à fraca proteção legal e aos altos benefícios privados de controle no Brasil.

López-Iturriaga e Santana-Martín (2015) testam o impacto dos acordos nas políticas de dividendos das empresas e encontram efeitos negativos sobre o *payout*, indicando que os controladores buscam aumentar o fluxo de caixa disponível para suas decisões discricionárias. Os autores concluem que isso aumenta os desvios de direito entre fluxos de caixa e voto e a possibilidade de expropriação.

2.3 Regulação no Brasil e no Mundo

No Brasil e no mundo, de modo geral, a regulação do mercado de capitais se dá por duas vias: a regulação feita pelo Estado, via legislação ou órgãos regulatórios, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e a regulação privada, feita por diversas entidades.

De acordo com o relatório da Organisation for Economic Co-operation & Development (OECD, 2019), em quase todos os mercados observados existe a permissão para se realizar a emissão de ações com limitações de direitos de voto ou sem direito a voto. De 49 jurisdições levantadas pelo relatório, apenas na Indonésia, em Israel e em Singapura não há permissão para emissão de tais ações. Além disso, em pouco mais da metade dos países (26 de 49), essas ações têm como característica, assim como no Brasil, a preferência na distribuição do lucro da empresa. Entretanto, quando observadas as economias emergentes, além do Brasil, somente África do Sul e Indonésia permitem ações sem direito a voto, sendo essas proibidas em países como Rússia, China, México e Índia.

Na França, existem três classes de ações, sendo uma exclusiva para empresas petrolíferas. Nos mercados escandinavos, nos quais por muito tempo houve protecionismo, investidores estrangeiros só podiam adquirir ações sem direito a voto (Muus, 1998). Na Itália, a legislação se assemelha à brasileira, na qual ações sem direito a voto têm direito a maior participação nos dividendos e preferência em relação às ações com direito a voto na liquidação (Linciano, 2003).

O mercado brasileiro é regulado principalmente pelo Estado, porém, desde o início do século XXI, vem crescendo a participação da regulação privada (Donaggio, 2017). Em 2001, a B3 criou três segmentos especiais de listagem, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, que apresentam exigências crescentes de práticas de governança corporativa. A adesão é voluntária mediante cumprimento das exigências via contrato com a B3. Outras iniciativas de regulação privada são, por exemplo, o código de melhores práticas da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e as normas sobre governança editadas pela Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).

La Porta et al. (2000) afirmam que o ambiente legal é importante para evitar a expropriação dos acionistas minoritários. Segundo os autores, à medida que a proteção legal dos acionistas minoritários aumenta, os custos para obter controle da empresa por meio de desvios de direitos ficam mais altos. De alguma maneira, é o que a autorregulação da B3 tentou fazer em 2001, ao criar os segmentos especiais de listagem.

O modelo brasileiro foi baseado, em grande parte, no alemão (Donaggio, 2017). Lançado em 1997, chamava-se Neuer Market, tendo como foco empresas de médio e pequeno porte e exigia padrões de *disclosure* superiores aos das demais empresas. Comparando o segmento de listagem alemão com os de outros países europeus, Donaggio (2017) afirma que suas regras eram consideradas as mais rígidas e, ao mesmo tempo, as de maior sucesso. Em consulta realizada à bolsa de valores alemã (Deutsche Börse) em outubro de 2020, o mercado alemão tinha o total de 495 empresas listadas, das quais 303 (61%) faziam parte do mais alto segmento de governança. No Brasil, em consulta realizada na mesma data, havia 395 empresas listadas e, dessas, 157 (40%) estavam no Novo Mercado. Ou seja, a proporção do segmento superior na Alemanha é maior do que a proporção que se encontra no Novo Mercado. Gorga (2009) mostra que o objetivo de incentivar a migração para os segmentos de melhor governança não parece ter sido muito bem-sucedido. Ao analisar os padrões de migração, a autora encontra que, no Novo Mercado, apenas 16,3% das empresas migraram do segmento tradicional, sendo que o restante foram empresas que abriram capital já no segmento superior.

Apesar de diversos estudos apontarem para consequências positivas da listagem nos segmentos diferenciados (Silva & Leal, 2005; Gonzalo & Silva, 2009; Procianny & Verdi, 2009; Silveira et al., 2004), existem críticas a algumas regras e à necessidade de maior *enforcement*. Ao analisar as notificações e multas aplicadas pela B3 exercendo a função reguladora, entretanto, Donaggio (2017) identifica que o modelo de autorregulação no Brasil pode ser considerado de sucesso. O autor também mostra que, com o passar do tempo, foram feitas alterações nas normas dos segmentos de listagem a fim de melhorar

sua eficiência. As mudanças mais recentes ocorreram em 2018, destacando-se a flexibilização do *freefloat* e a obrigatoriedade do comitê de auditoria para as empresas listadas no Novo Mercado.

Com relação à regulação estatal, a Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, mudou a porcentagem permitida de ações preferenciais na estrutura de propriedade das empresas, diminuindo de dois terços para 50%. A mudança, entretanto, foi válida apenas para as empresas que abriram capital após a nova legislação, limitando sua efetividade (Aldrighi e Mazer, 2007; Gelman et al. 2015).

3. METODOLOGIA

3.1 Coleta dos Dados e Seleção da Amostra

Foram identificadas as empresas do segmento tradicional que já cumprem o princípio uma ação - um voto e, a partir dessas, foram feitas as análises, comparando-as com empresas semelhantes do Novo Mercado. Em 2019, excluindo empresas do setor financeiro e aquelas com patrimônio líquido negativo durante os últimos cinco anos, observaram-se 18 empresas nessa situação.

O período de análise foi de 2014 a 2018. Foram utilizadas as bases de dados Comdinheiro, Thomson Reuters Eikon, os formulários de referência das próprias empresas e os acordos de acionistas. Além disso, para completar o índice de governança corporativa, o presente estudo buscou informações em estatutos sociais e *websites* das companhias da amostra. O levantamento dos dados, nas múltiplas fontes mencionadas, ocorreu ao longo de 2019.

A partir das 18 empresas do grupo de interesse, foram selecionadas 18 empresas do Novo Mercado para compor o grupo de comparáveis. A seleção foi feita por meio do *propensity score matching* (PSM), um método multivariado para escolha de indivíduos comparáveis aos de um grupo de interesse. Por meio de um escore de propensão obtido a partir de um conjunto de variáveis, são escolhidos os pares mais próximos. Essa abordagem reduz um potencial viés de seleção. Para fazer o *matching*, foi escolhido o critério *near neighbor*, que busca os escores mais próximos. As variáveis escolhidas para cálculo do escore de propensão foram as relativas à estratégia financeira das empresas (investimento, financiamento, dividendos) e as variáveis de desempenho e tamanho, como proposto no exemplo empírico do estudo de Shipman et al. (2017). A operacionalização das variáveis encontra-se na Tabela 3.

O modelo do PSM utilizado para encontrar as empresas comparáveis do Novo Mercado foi o seguinte:

$$\log\left(\frac{p(Trad = 1)}{1 - p(Trad = 1)}\right) = \beta_0 + \beta_1 Investimento_i + \beta_2 Financiamento_i + \beta_3 Dividendos_i + \beta_4 Desempenho_i + \beta_5 Tamanho_i + e_i \quad \boxed{1}$$

Além da amostra selecionada pelo PSM, foram selecionadas empresas de forma manual, com objetivo de fazer uma análise de robustez dos resultados. A seleção manual se deu por meio da escolha de empresas com características semelhantes àsquelas do grupo de interesse em tamanho do ativo, patrimônio líquido e setor de atuação.

3.2 Variáveis

A Tabela 1 contém variáveis das exigências do Novo Mercado, definidas como *dummies*, que assumem o valor de 1 se a empresa cumpre o pré-requisito e 0 quando o contrário.

Tabela 1
Variáveis relacionadas às exigências do Novo Mercado

Exigências do Novo Mercado		
Variável	Exigência	Descrição
FF_MIN	Free float mínimo	25 ou 15%, caso o ADTV seja superior a R\$ 25 milhões
COMP	Composição do conselho de administração	Mínimo de três membros, dos quais pelo menos dois ou 20% (o que for maior) independentes, com mandato unificado de até dois anos
VED_AC	Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor principal não podem ser a mesma pessoa.
TAG_D	Concessão de tag along	100% para ações ON
AUD	Comitê de auditoria	Obrigatória a instalação de comitê de auditoria

ADTV = average daily trading volume.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 2 representa as variáveis de estrutura de propriedade, sua descrição e o sinal esperado de cada uma com a probabilidade de a empresa estar listada no segmento tradicional. Nesse construto, foram analisadas variáveis para concentração de propriedade, características dos acionistas, acordos de acionistas e estruturas indiretas de propriedade.

Tabela 2
Variáveis de estrutura de propriedade

Variável	Descrição/cálculo	Sinal esperado	Referências
Concentração de propriedade			
FF	% das ações em circulação	-	Ding et al. (2016)
MAIORON	% da participação detido pelo maior acionista último	+	Stulz (1988)
PART3	% da participação detida pelos três maiores acionistas	+	Stulz (1988)
Características dos acionistas			
EST	Dummy = 1 se há estrangeiro entre os três maiores acionistas	-	Inácio-Soares e Marcon (2019)
INST	Dummy = 1 se há investidor institucional entre os três maiores acionistas	±	Gillan e Starks (2000)
GOV	Dummy = 1 se há governo entre os três maiores acionistas	+	La Porta et al. (1999)
FISICA	Dummy = 1 se há pessoa física entre os três maiores acionistas	+	La Porta et al. (1999)
Acordo de acionistas			
D_AA	Dummy = 1 se há acordo de acionistas na empresa	+	Gelman et al. (2015), Silva (2012)
QT_AC	Número total de acionistas presentes no acordo	+	Gorga (2009)
PART_AA	% da participação conjunta dos acionistas presentes no acordo	+	Gorga (2009)
AA_CONTROLE	Dummy = 1 se a participação conjunta dos acionistas do acordo é maior que 50%	±	Gorga (2009), Silva (2012)
Estruturas indiretas de propriedade			
D_IND	Dummy = 1 se há estrutura indireta de propriedade	±	Gorga (2009), Silva e Leal (2005)
D_CONTROLE	Dummy = 1 se o maior acionista último passou a ter mais de 50% das ações com direito a voto da empresa	±	Aldrighi et al. (2018), Andrade et al. (2015), Gorga (2009)
D_PN	Dummy = 1 se há ações preferenciais em empresas que compõem a estrutura indireta	±	Gorga (2009), Silva e Leal (2005)
DESVIO_AC1 (AC2;AC3)	Diferença entre os direitos de voto e os direitos de fluxo de caixa do maior acionista último, do segundo maior e do terceiro maior	+	Bortolon (2013), Silva e Leal (2005)
NÍVEL	Número de níveis na estrutura indireta	+	Andrade et al. (2015), Bortolon (2013)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Para medir o nível de governança corporativa das empresas da amostra, foi calculado o Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), adaptado do índice publicado em documento do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014). Na literatura, o índice foi inicialmente elaborado por Silva e Leal (2005) e estudos posteriores o utilizaram como medida para o nível de governança corporativa das empresas da B3. Os índices encontrados na literatura (Silva & Leal, 2005; Silveira et al., 2008; IBGC, 2014), de modo geral, são constituídos de perguntas que compõem quatro dimensões de governança: (i) transparência; (ii) composição e funcionamento do conselho de administração; (iii) ética e conflitos de

interesse; e (iv) direito dos acionistas. O índice usado como base nesse estudo (IPGC) é composto pelo total de 24 perguntas. Devido à particularidade deste trabalho, três perguntas foram retiradas do índice, por tratar de características de ações sem direito a voto, característica que não está presente nas amostras (interesse e comparáveis) deste estudo. Desse modo, o índice fica composto por 21 perguntas respondidas para cada uma das empresas da amostra. Por fim, foram usadas, como controle, as variáveis financeiras representadas na Tabela 3. Como a literatura costuma mostrar que existem relações entre valor, desempenho e saúde financeira e a listagem nos segmentos diferenciados, faz-se importante que sejam incluídas.

Tabela 3
Variáveis das características econômico-financeiras

Variável	Descrição/cálculo	Sinal esperado	Referências
Investimento			
IMOB	Varição do imobilizado/ativo	±	Silveira et al. (2008), La Porta et al. (2000)
FCI	Fluxo de caixa de investimentos/ativo		
Financiamento			
END	Passivo total/ativo	-	Silveira et al. (2008)
END_CP	Passivo circulante/ativo		
END_LP	Passivo não circulante/ativo		
Dividendos			
PAYOUT	Total de dividendos/lucro líquido	-	La Porta et al. (2000), Silva (2004)
DY	Dividendo por ação/preço da ação		
Desempenho			
QTOBIN	Valor de mercado/ativo	±	Silva e Leal (2005)
MTB	Valor de mercado/patrimônio líquido		
ROA	Lucro líquido/ativo		
ROE	Lucro líquido/patrimônio líquido		
Tamanho			
LNAT	Logaritmo do ativo	-	Silva e Leal (2005)

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.3 Métodos de Análise

Para evitar possíveis problemas com *outliers*, foi utilizado o método de winsorização com limites superior e inferior de 2,5%. Inicialmente, foi analisada a estatística descritiva da amostra e, em seguida, testes de diferença entre médias e proporções foram feitos para comparar as variáveis entre o grupo de interesse e as comparáveis. Por fim, modelos multivariados do tipo *logit* permitiram

avaliar as variáveis que têm relação com a permanência no segmento tradicional de listagem da B3.

Foram realizados modelos com construtos distintos para evitar problemas de variáveis colineares, quais sejam, modelos de regressões contendo (i) as regras do Novo Mercado em conjunto com os demais construtos, à exceção do IPGC; (ii) o IPGC em conjunto com os demais construtos; e (iii) as dimensões do IPGC juntamente com os construtos. Dessa forma, os modelos usados nessa etapa foram:

$$\log\left(\frac{p(Trad=1)}{1-p(Trad=1)}\right) = \beta_0 + \beta_1(\text{Regras Novo Mercado}_i \text{ ou } IPGC_i \text{ ou } \text{Dimensões do IPGC}_i) + \beta_2 \text{Estrutura de Propriedade}_i + \beta_3 \text{Estruturas Piramidais}_i + \beta_4 \text{Acordos de acionistas}_i + \beta_5 \text{Controle} + e_i \quad \boxed{2}$$

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela 4 representa as estatísticas descritivas. No Pannel A estão as estatísticas das variáveis que representam as regras do Novo Mercado. Entre essas, as de vedação à acumulação de cargos (VED_AC) e à existência de comitê de auditoria (AUD) tiveram resultados que merecem maior atenção nesse momento. A primeira, por mostrar que a grande maioria (89%) das empresas cumpre o pré-requisito de o diretor presidente e o presidente do conselho serem pessoas diferentes, resultado consistente com Andrade et al. (2015). O resultado sugere que essa exigência pode não ser de grande importância para impedir as empresas de migrarem para o Novo Mercado.

Já a variável AUD apresentou proporção muito baixa de empresas com essa característica nas duas amostras. Resultados semelhantes também são encontrados em outros estudos no Brasil (Bortolon et al., 2019; Luca et al., 2010). O comitê de auditoria pode representar um importante impeditivo para a migração ao segmento superior. Além disso, é importante ressaltar que essa é uma das regras que passou a ser exigida para listagem no Novo Mercado somente a partir de 2018 e, como a amostra abrange o período de 2014 a 2018, não havia obrigatoriedade em seu cumprimento em quase todo o período observado.

Tabela 4
Estatísticas descritivas

Variável	n	Média/proporção	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
Painel A – Regras do Novo Mercado					
FF_MIN	160	0,581		0	1
COMP	173	0,474		0	1
VED_AC	172	0,89		0	1
TAG_D	173	0,566		0	1
AUD	173	0,191		0	1
Painel B – Estrutura de propriedade					
FF	160	28,185	20,965	0,265	81,797
MAIORON	169	37,201	28,465	0	99,637
PART3	155	64,5	25,073	15,854	99,97
EST	155	0,316		0	1
INST	144	0,417		0	1
FISICA	155	0,477		0	1
GOV	168	0,22		0	1
Painel C – Estruturas indiretas					
D_IND	170	0,629		0	1
D_CONTROLE	170	0,235		0	1
D_PN	170	0,312		0	1
NÍVEL	170	3,1	2,543	1	13
DESVIO_AC1	169	1,175	0,484	0	3,17
DESVIO_AC2	169	0,995	0,621	0	4,371
DESVIO_AC3	169	0,911	0,464	0	3

Nota: As médias referem-se às variáveis quantitativas e as proporções às variáveis dummies.

AUD = comitê de auditoria estabelecido; COMP = conselho de administração com pelo menos três membros e ao menos dois independentes ou 20%; D_CONTROLE = presença de estrutura indireta usada para assumir o controle da firma; D_IND = presença de estrutura indireta; D_PN = presença de ações PN na estrutura indireta; DESVIO_AC1 = desvio de direitos no maior acionista último; DESVIO_AC2 = desvio de direitos no segundo maior acionista último; DESVIO_AC3 = desvio de direitos no terceiro maior acionista último; EST = presença de acionista estrangeiro entre os três MAUs; FF = free float; FF_MIN = free float mínimo de 25 ou 15%, se há volume de negociação diário acima de 15 milhões; FISICA = presença de pessoa física entre os três MAUs; GOV = Presença de governo entre os três MAUs; INST = presença de acionista institucional entre os três MAUs; MAIORON = concentração de propriedade no MAU; NÍVEL = número de níveis na estrutura indireta; PART3 = concentração de propriedade nos três MAUs; TAG_D = 100% de tag along; VED_AC = não acumulação de cargos do presidente do conselho de administração e diretor presidente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No Painel B da Tabela 4, as características da estrutura de propriedade mostram que a concentração de propriedade no maior acionista (MAIORON) é acima de 37% e a participação conjunta dos três maiores acionistas (PART3) é superior a 64%. O alto grau de concentração nas empresas brasileiras é conhecido e amplamente evidenciado na literatura (Bortolon et al., 2019; Leal et al., 2002).

Os tipos de acionistas mais presentes na amostra são pessoa física e acionistas institucionais. Enquanto a grande participação de pessoa física é consistente com o encontrado por Aldrighi e Mazzer (2007), o alto número de acionistas institucionais é algo que difere bastante do encontrado pelos autores. Em seu estudo, observaram a presença de fundos de investimento e de pensão em apenas 7,2% das observações. Além disso, o número de acionistas estrangeiros e governo foi superior ao encontrado pelos autores. As diferenças podem ser devidas às diferentes amostras e período analisado, sendo a amostra deste estudo restrita devido aos objetivos da pesquisa.

O Painel C mostra que estruturas piramidais estão presentes em 62,9% das observações. O valor elevado é consistente com os 78,8% encontrado por Andrade et al. (2015). Em contrapartida, o resultado difere um pouco do apresentado por Aldrighi et al. (2018) que, analisando empresas do Novo Mercado, encontram que 18,8% dessas tinham estruturas piramidais.

A variável D_CONTROLE, por sua vez, mostra que em apenas 23,5% das observações da amostra a estrutura piramidal foi usada para assumir o controle da empresa. Ou seja, apesar da elevada frequência da estrutura indireta, o uso para assumir o controle da empresa não é tão comum. Nesse ponto, o resultado é mais alinhado com o de Aldrighi et al. (2018), que

encontram que apenas em 32% das empresas que têm estruturas piramidais o maior acionista tem mais de 50% dos direitos de voto.

Foi observado, também, que em mais de 30% da amostra havia ações preferenciais em empresas que faziam parte da estrutura indireta de propriedade, podendo ser uma segunda forma de desvio de direitos na estrutura piramidal. Já em relação ao número de níveis, a média total foi próxima de 3. Os valores são consistentes com os de Bortolon (2013), que encontra média de 2,9 e 3,02 em suas amostras.

Com relação aos desvios, o maior acionista último apresentou desvio superior a 1, ou seja, tem mais direitos de voto do que direitos sobre o caixa da empresa. Os segundo e terceiro maiores acionistas últimos, entretanto, tiveram valores abaixo de 1 na amostra, o que demonstra que a alavancagem de votos por meio de estruturas indiretas é utilizada principalmente pelo maior acionista.

4.2 Testes de Diferença

A Tabela 5 refere-se às comparações de médias e proporções entre as empresas do segmento tradicional (SEG = 1) e Novo Mercado (SEG = 0). Como esperado, a proporção de empresas do Novo Mercado que atende às regras do segmento é superior, com diferenças estatisticamente significativas. Apenas a variável AUD não apresentou diferença com significância estatística. A obrigatoriedade de haver comitê de auditoria surgiu apenas em 2018 e, portanto, é normal que mesmo as empresas do Novo Mercado tenham baixa adesão a essa regra. Apenas 24,1% das empresas do Novo Mercado tinham comitê de auditoria no período.

Tabela 5
Testes de diferença

		SEG = 0		SEG = 1			
Painel A – Regras do Novo Mercado							
Variáveis	n	Proporção	n	Proporção	Estat. χ^2	Sig.	
FF_MIN	73	0,822	87	0,379	31,948	***	
COMP	83	0,771	90	0,2	56,482	***	
VED_AC	82	1	90	0,789	19,461	***	
TAG_D	86	0,942	87	0,195	98,127	***	
AUD	83	0,241	90	0,144	2,6059	NS	
Painel B – Estrutura de propriedade							
Variáveis qualitativas	n	Proporção	n	Proporção	Estat. χ^2	Sig.	
EST	69	0,435	86	0,221	8,099	***	
INST	65	0,492	79	0,354	2,789	*	
FISICA	69	0,58	86	0,395	5,216	**	
GOV	78	0,064	90	0,356	20,669	***	
Variáveis quantitativas	n	Média	n	Média	Estat. <i>t</i>	Sig.	
FF	73	41,031	87	17,405	8,4437	***	
MAIORON	79	24,052	90	48,742	-6,4207	***	
PART3	69	48,242	86	77,544	-8,8392	***	
Painel C – Estruturas indiretas							
Variáveis qualitativas	n	Proporção	n	Proporção	Estat. χ^2	Sig.	
D_IND	80	0,5	90	0,744	10,85	***	
D_CONTROLE	80	0,088	90	0,367	18,344	***	
D_PN	80	0,225	90	0,389	5,302	**	
Variáveis quantitativas	n	Média	n	Média	Estat. <i>t</i>	Sig.	
NÍVEL	80	3,038	90	3,156	-0,302	NS	
DESVIO_AC1	79	1,019	90	1,311	-4,375	***	
DESVIO_AC2	79	1,117	90	0,888	2,516	**	
DESVIO_AC3	79	1,117	90	0,73	5,996	***	

Notas: O teste *t* foi realizado pressupondo variâncias diferentes. A premissa de normalidade é atendida a partir da aproximação da distribuição das médias amostrais à distribuição normal dado o tamanho das amostras (teorema do limite central). Também foi realizado o teste não paramétrico de diferença de médias Wilcoxon-Mann-Whitney que apresentou os mesmos resultados para todas as variáveis quantitativas, exceto para DESVIO_AC2, que não manteve diferença estatisticamente significativa.

AUD = comitê de auditoria estabelecido; COMP = conselho de administração com pelo menos três membros e ao menos dois membros independentes ou 20%; D_CONTROLE = presença de estrutura indireta usada para assumir o controle da firma; D_IND = presença de estrutura indireta; D_PN = presença de ações PN na estrutura indireta; DESVIO_AC1 = desvio de direitos no maior acionista último; DESVIO_AC2 = desvio de direitos no segundo maior acionista último; DESVIO_AC3 = desvio de direitos no terceiro maior acionista último; EST = presença de acionista estrangeiro entre os três MAUs; FF = free float; FFMIN = free float mínimo de 25 ou 15%, se há volume de negociação diário acima de 15 milhões; FISICA = presença de pessoa física entre os três MAUs; GOV = presença de governo entre os três MAUs; INST = presença de acionista institucional entre os três MAUs; MAIORON = concentração de propriedade no MAU; NÍVEL = número de níveis na estrutura indireta; PART3 = concentração de propriedade nos três MAUs; TAG_D = 100% de tag along; VED_AC = não acumulação de cargos do presidente do conselho de administração e diretor presidente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A variável TAG_D teve 94,2% de cumprimento e a VED_AC teve 100% de adesão no Novo Mercado. O comportamento dessas no segmento tradicional, entretanto, foi bastante diferente. A exigência de 100% de tag along foi pouquíssimo obedecida no segmento

tradicional (19,5%), enquanto a vedação à acumulação de cargos teve 78,9% de cumprimento. O alto número de empresas do segmento tradicional que obedecem à regra VED_AC é consistente com o que é evidenciado pelo IBGC (2014). Em contrapartida, existem poucas

evidências quanto ao cumprimento da regra de *tag along* de 100% na literatura, contudo, há discussão quanto à sua efetividade como mecanismo de governança corporativa (Beirão & Lima, 2017; Silveira et al., 2008). Forti et al. (2015), entretanto, mostram que em empresas com *tag along* de 100%, a distribuição de dividendos é menor, o que os autores atribuem a um menor conflito entre controladores e minoritários. A diferença entre os grupos pode indicar que o *tag along* de 100% pode ser fator relevante na decisão de listagem no Novo Mercado.

Com relação à estrutura de propriedade, o *free float* apresentou média superior no Novo Mercado. Bortolon e Silva (2015) mostram que o baixo *free float* é um dos fatores que influenciam o fechamento de capital, o que sugere que esse pode ser um desafio para as empresas se manterem listadas e ainda mais para migrar para um nível com maior exigência nesse sentido. A concentração de controle do maior acionista (MAIORON) e dos três maiores (PART3) é superior no segmento tradicional, com diferenças estatisticamente significativas. Isso reforça a conclusão de Gorga (2009), que a adesão aos segmentos especiais diminuiu a concentração de propriedade nessas empresas.

Com relação às variáveis que representam as características dos acionistas, foi possível observar a maior presença de estrangeiros (EST), acionistas institucionais (INST) e pessoa física (FISICA) no segmento do Novo Mercado. Diferentemente, a presença do governo (GOV) entre os três maiores acionistas foi maior no segmento tradicional.

As diferenças de proporções para as variáveis D_IND e D_CONTROLE foram estatisticamente significantes a 1%, mostrando a presença de pirâmides, e seu uso para assumir o controle foi mais frequente no segmento tradicional. O resultado diverge da ideia de que as empresas do Novo Mercado possam usar esse mecanismo devido à impossibilidade de alavancar o controle por meio de ações de duas classes (Andrade et al. 2015; Gorga, 2009). Além disso, a proporção de empresas que adotam ações preferenciais em outras empresas da pirâmide foi superior no segmento tradicional.

O número de níveis da estrutura indireta não teve diferença entre os segmentos, resultado diferente do esperado, não convergindo com Andrade et al. (2015) e Bortolon (2013), que encontraram relação do número de níveis da pirâmide com nível de governança corporativa das empresas. Já o desvio de direitos do maior acionista último apresentou diferença estatisticamente significativa a 1%, com maior média de desvio observado no segmento tradicional. Com relação aos segundo e terceiro maiores acionistas últimos, apresentaram maior desvio no

Novo Mercado, sendo superior a 1, enquanto no segmento tradicional foi inferior a 1. Ou seja, as estruturas indiretas são mais aproveitadas para alavancar os direitos de voto por esses acionistas no Novo Mercado do que no segmento tradicional. Nesse aspecto, o resultado parece convergir mais com Andrade et al. (2015) e Gorga (2009) sobre a utilização de pirâmides na ausência de ações de duas classes. Uma explicação para isso ocorrer mais com os segundo e terceiro maiores acionistas pode estar no fato de que o maior acionista pode já concentrar grande parte da propriedade da empresa, não sendo necessária a utilização desse artifício com tanta frequência nas empresas.

4.3 IPGC

Os resultados dos testes de diferença do IPGC estão resumidos na Tabela 6 e mostram que, na grande maioria das perguntas, há diferenças estatisticamente significantes na proporção das respostas positivas para as perguntas entre os segmentos. Esse aspecto era esperado, dado que as exigências sobre as práticas de governança corporativa no Novo Mercado (SEG = 0) são mais rígidas. As médias das quatro dimensões também apresentam diferenças estatisticamente significantes, com as empresas do Novo Mercado apresentando pontuação média superior à do segmento tradicional (SEG = 1). O mesmo ocorreu para a média dos escores total e escalar, que também foram superiores no Novo Mercado.

Com relação às perguntas, algumas merecem destaque devido à diferença observada entre os grupos. A sexta pergunta, por exemplo, sobre a disponibilização das apresentações aos analistas de mercado no *website* das empresas, foi positiva em mais de 90% das observações do Novo Mercado, enquanto no segmento tradicional houve apenas 18,9% de respostas positivas. Ao longo da coleta de dados para elaboração do IPGC, observaram-se *websites* com informações mais claras, precisas e de fácil acesso no Novo Mercado, enquanto muitos *websites* de empresas presentes no segmento tradicional não facilitam o acesso à informação.

As perguntas P14, P15 e P19 merecem destaque por não terem apresentado nenhuma resposta positiva nas observações das empresas do segmento tradicional.

Por fim, não há proibição de empréstimo em favor do controlador em cláusulas do estatuto social ou acordo de acionistas; o estatuto não facilita a participação dos acionistas nas assembleias, adotando o princípio de boa-fé, e os acordos não se absterem de vincular ou restringir os votos dos conselheiros de administração ou de indicar diretores para a sociedade.

Tabela 6

Testes de diferenças entre médias e proporções do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC)

#	Perguntas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	SEG = 0		SEG = 1		Estat. χ^2	Sig.	Documentação consultada
		n	Proporção	n	Proporção			
P1	Publica informações sobre políticas e mecanismos para lidar com conflitos de interesses?	89	1,00	90	0,69	32,82	***	Formulários de referência e estatuto social
P2	A companhia revela informações detalhadas sobre a remuneração fixa e variável da administração e diretoria?	82	0,87	90	0,62	13,18	***	Formulários de referência
P3	A companhia revela informações sobre a remuneração mínima e média e/ou remuneração individual da administração?	82	0,95	90	0,71	17,18	***	Formulários de referência
P4	A empresa teve algum parecer de auditoria independente com ressalvas nos últimos 5 anos?	85	1,00	90	0,86	13,26	***	Demonstrações financeiras
P5	O <i>website</i> da companhia possui uma seção de Relações com os Investidores, contendo o Relatório Anual?	87	0,91	90	0,56	27,81	***	<i>Website</i> institucional
P6	O <i>website</i> disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado?	86	0,91	90	0,19	91,29	***	<i>Website</i> institucional
P7	O Relatório Anual inclui a implementação de princípios de Governança Corporativa, além das descrições da composição do conselho de administração e da estrutura de propriedade?	86	0,21	90	0,23	0,15	NS	Relatório anual e <i>website</i> institucional
P8	As funções de presidente do conselho e presidente executivo são exercidas por pessoas diferentes?	83	1,00	90	1,68	32,13	***	Formulários de referência
P9	A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciado em documentos públicos?	82	0,50	90	0,22	14,47	***	Formulários de referência e estatuto social
P10	O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente executivo?	83	0,96	90	0,31	78,44	***	Formulários de referência
P11	O conselho tem número adequado de membros, conforme recomendações do IBGC 15?	83	0,93	90	0,50	38,00	***	Formulários de referência
P12	Os membros do conselho têm mandatos com a duração adequada, conforme recomendações do IBGC 16?	82	0,39	90	0,32	0,87	NS	Formulários de referência
P13	O conselho de administração se reúne de 6 a 12 vezes por ano?	82	0,42	90	0,29	2,99	*	Formulários de referência
P14	Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto social ou acordo de acionistas?	85	0,18	90	0,00	17,37	***	Estatuto social e acordos de acionistas
P15	O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação comprobatória de direito de voto (comprovante de acionista e/ou os instrumentos de mandato) e adotando o princípio da boa-fé?	82	0,21	90	0,00	20,71	***	Estatuto social
P16	A companhia possui política de negociação de ações?	82	1,00	90	0,68	31,78	***	Formulários de referência
P17	O estatuto da empresa concede direitos de <i>tag along</i> adicionais além do legalmente exigido?	86	0,94	90	0,57	33,02	***	Estatuto social
P18	O controle da companhia é direto?	62	0,39	79	0,30	1,07	NS	Base de dados da estrutura de propriedade das companhias

Tabela 6
Cont.

#	Perguntas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	SEG = 0		SEG = 1		Estat. χ^2	Sig.	Documentação consultada
		n	Proporção	n	Proporção			
P19	Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do conselho de administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade?	88	0,05	90	0,00	4,19	**	Acordos de acionistas
P20	O <i>free float</i> é maior ou igual a 25%?	71	0,79	86	0,43	20,70	***	Base de dados da estrutura de propriedade das companhias
P21	Há cláusulas de <i>poison pills</i> no estatuto social da empresa?	82	0,82	90	0,22	60,74	***	Formulários de referência
Variáveis quantitativas		n	Média	n	Média	Estat. t	Sig.	
P1-P7	Transparência	90	5,53	90	3,86	-6,71	***	
P8-13	Conselho de administração	90	3,86	90	2,32	-7,84	***	
P14-P16	Ética e conflito de interesses	90	1,27	90	0,68	-7,36	***	
P17-P21	Direitos dos acionistas	90	2,58	90	1,47	-6,50	***	
	Total	90	13,23	90	8,32	-9,44	***	
	Escalar	90	5,51	90	3,47	-9,44	***	

Notas: O teste *t* foi realizado pressupondo variâncias diferentes. A premissa de normalidade é atendida a partir da aproximação da distribuição das médias amostrais à distribuição normal, dado o tamanho das amostras (teorema do limite central). Também foi realizado o teste não paramétrico de diferença de médias Wilcoxon-Mann-Whitney, que apresentou os mesmos resultados para todas as variáveis quantitativas.

Conselho de administração = dimensão que trata do conselho de administração no IPGC composta pelas perguntas 8 a 13; Direitos dos acionistas = dimensão de direitos dos acionistas do IPGC composta pelas perguntas 17 a 21; Escalar = pontuação escalar das empresas no IPGC numa escala de 0 a 10 pontos possíveis; Ética e conflitos de interesses = dimensão de ética e conflitos de interesse do IPGC composta pelas perguntas 14 a 16; NS = não significativo; P1 a P21 = perguntas que compõem o IPGC; Total = pontuação total das empresas no IPGC numa escala de 0 a 21 pontos possíveis; Transparência = dimensão de transparência do IPGC composta pelas perguntas 1 a 7.

* = $p < 0.1$; ** = $p < 0.05$; *** = $p < 0.01$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

4.4 Regressões Logit

As regressões 1, 2 e 3 da Tabela 7 contêm os resultados com as variáveis que representam as regras do Novo Mercado. A variável VED_AC não foi incluída para evitar problemas de estimação, uma vez que há pouca variabilidade nas amostras (a característica está presente em 100% das empresas do Novo Mercado e quase 80% do segmento tradicional). As proxies para o *free float* (FF_MIN e FF) apresentaram problema de multicolinearidade e, portanto, somente a *dummy* para a regra do *free float* mínimo foi utilizada. As correlações entre proxies da estrutura de propriedade (MAIORON, PART3, FF) e da estrutura indireta (D_IND, NÍVEL e D_CONTROLE) e os consequentes efeitos na multicolinearidade determinaram as escolhas de variáveis dos modelos 1, 2 e 3.

Entre as regras do Novo Mercado, as variáveis estatisticamente significantes e consistentes entre as especificações foram a exigência de 100% de *tag along* (1%) e a composição do conselho de administração (5%),

ambas com sinal negativo. Em contrapartida, as *dummies* que representam o *free float* mínimo e a existência de comitê de auditoria não foram significativas, essa última impactada pela pouca observância mesmo no grupo do Novo Mercado, dada a exigência ser recente (2018) com empresas cumprindo ainda o prazo de adequação.

Com relação às características dos maiores acionistas, apenas a presença de acionista estrangeiro (EST) e de governo (GOV) foram estatisticamente significativas em todas as regressões. O primeiro resultado converge com a ideia de que a presença de acionista estrangeiro está associada a melhores práticas de governança (Inácio-Soares & Marcon, 2019). Já o resultado da segunda é consistente com a pior qualidade de governança em empresas que têm presença do governo entre os principais acionistas (Klein et al., 2005).

MAIORON e PERCENT3 foram usadas em regressões diferentes e ambas apresentaram resultado estatisticamente significativo e com sinal positivo, mostrando que as empresas com menor concentração de propriedade têm

maior probabilidade de listagem no Novo Mercado. Uma vez que a concentração de propriedade é associada à expropriação dos minoritários (La Porta et al., 1999), o resultado é esperado, dado que os acionistas controladores podem não estar dispostos a aderirem às regulamentações do Novo Mercado.

Com relação às estruturas piramidais, a variável D_CONTROLE apresentou sinal positivo e com significância estatística. O resultado mostra que empresas em que os acionistas usam pirâmides para assumir o controle têm mais chance de estarem listadas no segmento tradicional. Esse resultado converge com Aldrighi et al. (2018). A variável NÍVEL, entretanto, apresentou sinal contrário ao esperado. O sinal negativo e estatisticamente significativo sugere que mais níveis na estrutura piramidal diminuem as chances de listagem no segmento tradicional. Considerando a maior concentração de controle e desvios de direitos do maior acionista identificados nos testes univariados (MAIORON e DESVIO_AC1), é possível que o objetivo de alavancagem de controle já tenha sido atingido nesse grupo de empresas sem que fossem necessárias pirâmides com muitos níveis. Quando comparada ao número de níveis, a diferença entre os grupos não se mostrou significativa.

O segundo conjunto de regressões (4, 5 e 6) foi realizado com o IPGC. Nessas não foram incluídas variáveis de regras do Novo Mercado, bem como as de estruturas indiretas e acordo, uma vez que perguntas do índice abordam direta ou indiretamente esses temas.

O IPGC apresentou relação negativa e estatisticamente significativa em todas as regressões, ou seja, quanto maior a pontuação no IPGC, menor a probabilidade de listagem no segmento tradicional. O resultado é coerente, já que alguns quesitos do índice coincidem com exigências do

Novo Mercado e, como esperado, empresas do segmento têm piores práticas de governança.

Quanto às características dos maiores acionistas, apenas a presença de acionista estrangeiro foi estatisticamente significativa. Já as variáveis que representam a concentração de propriedade (MAIORON e PART3) não apresentaram resultados com significância estatística. Um motivo para isso pode ser que o IPGC possivelmente tem um poder explicativo maior sobre a variável dependente, se comparado com as variáveis anteriormente utilizadas, fazendo com que algumas deixem de capturar sua relação com a presença no segmento tradicional.

Nas regressões 7, 8 e 9 foram usadas as variáveis para as dimensões do IPGC e foi retirada a que representa a dimensão de ética e conflito de interesses, por motivo semelhante ao ocorrido com a variável VED_AC nas regressões com as regras do Novo Mercado. Uma vez que seu escore era composto por apenas três perguntas e o comportamento era muito semelhante ao longo da amostra, a variável gerou problemas de estimação.

As dimensões de transparência e conselho de administração foram estatisticamente significantes em todas as regressões e com sinal negativo, convergindo com o observado nos testes de diferença. A dimensão de direitos dos acionistas, por seu turno, foi estatisticamente significativa apenas em uma das regressões, mostrando que pode ser a que tem menos relação com a listagem no segmento tradicional. Esse aspecto é importante, já que muitas exigências do Novo Mercado são relacionadas à proteção do acionista minoritário.

O comportamento das variáveis dos demais construtos foram, de modo geral, semelhantes aos da regressão com o escore do IPGC. Isso já era de certa forma esperado, dado que as dimensões nada mais são do que partes que compõem o índice.

Tabela 7
Regressões logit

	Variável dependente: SEGMENTO (Tradicional = 1 e Novo Mercado = 0)								
	Regras do Novo Mercado			IPGC			Dimensões do IPGC		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
FF_MIN	0,739 (1,147)		-2,002 (1,464)						
COMP	-4,473** (1,945)	-4,217** (1,938)	-6,674** (2,712)						
TAG_D	-11,548*** (3,823)	-13,470*** (5,099)	-17,263** (6,847)						
AUD	-2,387 (2,357)	-0,336 (1,792)	-3,262 (2,401)						
IPGC				-1,655*** (0,379)	-1,591*** (0,394)	-1,526*** (0,387)			
TRANSPARÊNCIA							-1,276*** (0,451)	-1,334*** (0,484)	-1,394*** (0,505)

Tabela 7
Cont.

	Variável dependente: SEGMENTO (Tradicional = 1 e Novo Mercado = 0)								
	Regras do Novo Mercado			IPGC			Dimensões do IPGC		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
CONSELHO							-2,021***	-1,894***	-1,841***
							(0,542)	(0,564)	(0,558)
DIREITOS							-1,105**	-0,91	-0,611
							(0,5)	(0,574)	(0,661)
EST	-6,258**	-5,981**	-5,284*	-4,290***	-4,052***	-4,232***	-3,135***	-3,021***	-3,299***
	(2,537)	(3,031)	(2,884)	(1,526)	(1,572)	(1,491)	(1,052)	(1,062)	(1,117)
INST	1,67	1,139	3,575*	0,121	0,113	0,199	0,32	0,277	0,213
	(1,147)	(1,104)	(1,833)	(0,968)	(0,982)	(1,043)	(0,885)	(0,900)	(0,935)
FISICA	-0,488	1,476	0,324	2,025	1,984	2,356	1,457	0,9	1,381
	(1,379)	(1,851)	(1,585)	(1,364)	(1,386)	(1,485)	(1,193)	(1,223)	(1,229)
GOV	8,189***	9,243**	14,560**	2,734*	2,515*	2,411*	0,511	0,48	0,5
	(2,971)	(4,182)	(6,590)	(1,418)	(1,432)	(1,399)	(1,271)	(1,262)	(1,257)
MAIORON	0,126**			0,004	-0,002		0,006	0,001	
	(0,053)			(0,023)	(0,024)		(0,019)	(0,020)	
PART3		0,200**				0,033			0,037
		(0,093)				(0,026)			(0,027)
FF					-0,014			-0,02	
					(0,027)			(0,027)	
D_IND	-1,019	-1,980							
	(1,785)	(2,180)							
ACORDO	-0,371	1,412	-0,654						
	(1,487)	(1,783)	(1,713)						
NÍVEL			-1,778**						
			(0,790)						
D_CONTROLE			6,676**						
			(2,958)						
LNAT	2,847**	2,650**	4,305**	1,587***	1,484***	1,452***	1,235***	1,187***	1,227***
	(1,251)	(1,107)	(1,907)	(0,497)	(0,526)	(0,515)	(0,416)	(0,407)	(0,429)
Constante	-53,501**	-58,647**	-72,167**	-14,485*	-12,493	-15,242*	-10,503	-9,266	-13,512*
	(23,869)	(24,171)	(33,223)	(7,868)	(8,534)	(8,029)	(7,314)	(7,114)	(8,010)
Observações	130	130	130	133	133	133	133	133	133
Log likelihood	-20,53	-18,826	-17,019	-21,349	-21,218	-20,457	-26,449	-26,187	-25,39
Akaike information criterium	75,06	69,653	68,037	66,698	68,437	64,914	80,898	82,374	78,781
Estatística χ^2	138,39***	141,8***	145,41***	140,41***	140,67***	142,19***	130,21***	130,73***	132,32***
Pseudo R ² de McFadden	0,771	0,79	0,81	0,766	0,768	0,776	0,711	0,714	0,722

Nota: Variáveis de controle IMOB, END_LP, PAYOUT e ROA foram incluídas em todas as especificações, não apresentaram significância estatística e foram omitidas por questões de espaço. Erros-padrão entre parênteses.

ACORDO = presença de acordo de acionistas; AUD = comitê de auditoria estabelecido; COMP = conselho com pelo menos três membros e ao menos dois independentes ou 20%; CONSELHO = dimensão conselho de administração do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC); D_CONTROLE = dummy de presença de estrutura indireta usada para assumir o controle da firma; D_IND = dummy de presença de estrutura indireta; DIREITOS = dimensão direitos dos acionistas do IPGC; EST, INST, FISICA, GOV = dummies de presença de acionista estrangeiro, acionista institucional, pessoa física e governo, respectivamente, entre os três maiores acionistas últimos; FF = free float; FFMIN = free float mínimo de 25 ou 15% se há volume de negociação diário acima de 15 milhões; LNAT = logaritmo do ativo, representando o tamanho da empresa; MAIORON = concentração de propriedade no maior acionista último; NÍVEL = número de níveis na estrutura indireta; PART3 = concentração de propriedade nos três maiores acionistas últimos; TAG_D = 100% de tag along; TRANSPARÊNCIA = dimensão transparência do IPGC.

* = $p < 0.1$; ** = $p < 0.05$; *** = $p < 0.01$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A menos do tamanho (LNAT), as variáveis de controle financeiras (IMOB, END_LP, PAYOUT e ROA) não apresentaram coeficientes estatisticamente significativos e não são mostradas na Tabela 7. Esse resultado pode estar ligado ao fato de que essas variáveis foram usadas no PSM para encontrar o grupo de controle da amostra, tornando as duas amostras mais homogêneas nessas características. Isso reduz potenciais diferenças que podem existir entre os grupos nessas variáveis, o que se traduziu tanto nos testes de diferença quanto nas regressões lineares, com poucos resultados estatisticamente significativos.

4.5 Análises de Robustez

A análise de robustez envolveu a seleção manual da amostra de controle, conforme descrito ao final da seção 3.1. O tratamento dos dados seguiu os mesmos procedimentos da análise principal.

5. CONCLUSÕES

Este estudo tentou entender quais aspectos podem influenciar empresas a deixarem de aderir ao mais alto segmento de governança corporativa, o Novo Mercado. Mais especificamente, buscou-se analisar as empresas que já têm apenas ações ordinárias e ainda não migraram para o segmento superior, dado que a literatura aponta diferentes benefícios para as empresas lá listadas (Procianoy & Verdi, 2009; Silva & Leal, 2005; Silveira et al., 2004). Foram identificadas 18 empresas no segmento tradicional que já tinham apenas ações ordinárias e que se tornaram o grupo de interesse do estudo. Como grupo de controle, foram selecionadas empresas comparáveis do Novo Mercado por meio do PSM, e como análise de robustez, por seleção manual, observando setor de atuação, tamanho do ativo e patrimônio líquido.

Foram utilizadas variáveis para representar regras do Novo Mercado, características da estrutura de propriedade, características de estruturas piramidais, acordos de acionistas, qualidade da governança corporativa e variáveis financeiras. As análises envolveram estatística descritiva, testes de diferença entre médias e proporções e, por fim, regressões *logit* nas quais a variável dependente foi uma *dummy* que representou a listagem da empresa no segmento tradicional.

De modo geral, a pesquisa encontrou que outras regras podem ter, de fato, relação com a decisão de não migração das empresas do segmento tradicional. Entre essas, a exigência de oferecer 100% de *tag along* nas ações foi aquela que pareceu a mais importante. O mínimo de *free float* exigido também teve resultados consistentes,

A maior parte dos achados foi consistente com os anteriores, principalmente aqueles que embasam as principais conclusões deste estudo. Assim, mantiveram-se os sinais significativos para as variáveis de *free float* mínimo (FFMIN), *tag along* (TAG_D), qualidade da governança (IPGC e seus subíndices) e concentração de controle (MAIORON, PART3, D_CONTROLE).

As diferenças identificadas em algumas especificações foram: (i) a identidade dos acionistas últimos (EST e GOV) não foram significativas; (ii) a regra de composição do conselho no Novo Mercado (COMP) se mostrou menos significativa; e (iii) as variáveis identificadoras de acordos de acionistas (ACORDO) e estruturas indiretas (D_IND) foram significativas.

As tabelas com os resultados do modelo *logit* não são apresentadas por restrições de espaço, mas estão disponíveis com os autores e serão fornecidas sempre que solicitadas.

podendo ser uma regra relevante. O resultado ainda se relaciona diretamente com uma possível resistência dos acionistas controladores em renunciar a parte do seu controle, uma vez que as variáveis de concentração de propriedade também têm relação com a listagem no segmento superior. Esse comportamento é também reforçado quando se observa que no segmento tradicional mais empresas utilizaram estruturas piramidais para alavancar o controle nas empresas. Por fim, observando os resultados do IPGC, entende-se que há, de fato, um desafio para as empresas analisadas do segmento tradicional em atender às melhores práticas de governança.

Ainda assim, o estudo apresentou algumas limitações, tais como o baixo número de observações na amostra, a impossibilidade de observar de maneira quantitativa todas as normas do Novo Mercado e de acessar informações subjetivas que podem influenciar a decisão de não migração das empresas como, por exemplo, possíveis decisões estratégicas da gestão. Além disso, não foi possível fazer uma análise mais abrangente dos acordos de acionistas por meio de regressões, devido ao baixo número de acordos que havia na amostra. Ainda, como o estudo abordou o período de 2014 a 2018 e houve mudança nas normas em 2018, acredita-se que algumas conclusões podem mudar ao longo do tempo.

Ademais, a pesquisa buscou estender o conhecimento acerca do comportamento das empresas ante os segmentos diferenciados de governança corporativa. Com isso, procurou-se entender aspectos importantes para os reguladores buscarem maior efetividade da autorregulação

por níveis de governança. Em um ambiente como o brasileiro, em que mudanças na legislação são difíceis de serem implementadas, as iniciativas de autorregulação como os segmentos diferenciados de listagem ganham maior relevância como ferramenta indutora de melhores práticas de governança. Conhecer a atitude das empresas ante as exigências pode contribuir para melhores definições a respeito das exigências. Além disso, o estudo é também

relevante para investidores e acionistas que querem entender a motivação de tais empresas em não buscar aproveitar os potenciais benefícios de listagem no Novo Mercado. Por fim, o trabalho contribui para a literatura, expandindo o conhecimento acerca das estruturas de propriedade, estruturas piramidais, acordos de acionistas e sobre o nível de governança corporativa das empresas em diferentes segmentos de listagem no Brasil.

REFERÊNCIAS

- Aldrighi, D. M., & Mazzer, R., Neto. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), 129-152. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402007000200001>
- Aldrighi, D. M., & Postali, F. A. S. (2011). Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Economia: Revista da ANPEC*, 12(1), 27-48.
- Aldrighi, D. M., Postali, F. A. S., & Diaz, M. D. M. (2018). Corporate governance and pyramidal ownership: The role of Novo Mercado. *Brazilian Review of Finance*, 16(1), 5. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v16n1.2018.72020>
- Almeida, H. V., & Wolfenzon, D. (2006). A theory of pyramidal ownership and family business groups. *The Journal of Finance*, 61(6), 2637-2680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01001.x>
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2015). Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), 555-595.
- Beirão, É. de S., & Lima, J. P. C. (2017). Mito x realidade: o tag along como mecanismo de proteção do acionista minoritário das sociedades anônimas brasileiras. *Revista de Administração do UNIFATEA*, 15(15), 6-26. <http://unifatea.com.br/seer3/index.php/RAF/article/view/778>
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 10(1), 2-18. <https://doi.org/10.4013/base.2013.101.01>
- Bortolon, P. M., & Silva, A. da, Junior. (2015). Determining factors for delisting of companies listed on BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 140-153. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201500910>
- Bortolon, P. M., Silva, L. S., & Barros, L. A. B. de C. (2019). Activism and the request for establishment of the fiscal council: Influence of monitoring, performance and ownership structure. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 22(2), 261-279. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2019v22n2a7
- Burkart, M., & Lee, S. (2008). One share-one vote: The theory. *Review of Finance*, 12(1), 1-49. <https://doi.org/10.1093/rof/rfm035>
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)
- Ding, X. (Sara), Ni, Y., & Zhong, L. (2016). Free float and market liquidity around the world. *Journal of Empirical Finance*, 38(A), 236-257. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2016.07.002>
- Donaggio, A. R. F. (2017). (How) does self-regulation work? Evidence from Brazilian corporate governance listing segments [Working Paper]. Social Science Research Network. <https://papers.ssrn.com/abstract=3198201>
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, Artigo 101077. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077>
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. e. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- Gelman, M., Castro, L. R. K. D., & Seidler, V. (2015). Efeitos da vinculação de conselheiros ao acordo de acionistas no valor da firma. *Revista de Administração de Empresas*, 55(3), 345-358. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020150309>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275-305.
- Gonzalo, C. A., & Silva, A. C. (2009). Brazil's Experiment with corporate governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(1), 34-44. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2009.00214.x>
- Gorga, E. (2009). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 29(2), 106.
- Inácio-Soares, J. M., & Marcon, R. (2019). Mecanismos internos de governança e a participação acionária de estrangeiros: uma análise das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 14(3), 251-264.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2014). *Evolução da governança corporativa nas empresas listadas em bolsa (2004-2012)*. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23492>
- Klein, P., Shapiro, D., & Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value: The Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 13(6), 769-784. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00469.x>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of*

- Finance*, 54(2), 471-517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Leal, R. P. C., Silva, A. L. C. da, & 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>
- Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. (2001, 31 de outubro). Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm
- Linciano, N. (2003). *Non-voting shares and the value of control: The impact of corporate regulation in Italy* [Working Paper]. Social Science Research Network. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410191
- López-Iturriaga, F. J., & Santana-Martín, D. J. (2015). Do shareholder coalitions modify the dominant owner's control? The impact on dividend policy: Shareholder coalitions and dividends. *Corporate Governance: An International Review*, 23(6), 519-533. <https://doi.org/10.1111/corg.12126>
- Luca, M. M. D., Martins, L. C., Maia, A. B. G. R., & Coelho, A. C. D. (2010). Os mecanismos de auditoria evidenciados pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e no Novo Mercado da Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(1), 101-130.
- Muus, C. (1998). *Non-voting shares in France: An empirical analysis of the voting premium* [Working Paper]. EconStor. <https://www.econstor.eu/handle/10419/76962>
- Organisation for Economic Co-operation & Development. (2019). *Corporate governance factbook 2019*. <https://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Corporate-Governance-Factbook-2019.pdf>
- Procianny, J. L., & Verdi, R. S. (2009). Adesão aos novos mercados da BOVESPA: Novo Mercado nível 1 e nível 2 – determinantes e consequências. *Brazilian Review of Finance*, 7(1), 107-136. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v7n1.2009.1429>
- Shipman, J. E., Swanquist, Q. T., & Whited, R. L. (2017). Propensity score matching in accounting research. *The Accounting Review*, 92(1), 213-244. <https://doi.org/10.2308/accr-51449>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP Management Journal*, 39(4), 348-361.
- Silva, A. L. C. (2012). Do shareholder agreements affect market valuation? *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 919-933. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.04.003>
- Silva, A. L. C., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de governança corporativa, desempenho e valor da firma no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1-18.
- Silveira, A. Di M. da, Lanzana, A. P., & Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2004). Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(4), 362-372. <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904362a372.pdf>
- Silveira, A. Di M. da, Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. de C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552008000300008>
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90039-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90039-6)