



Estrutura de Propriedade e Valor Adicionado: uma Análise das Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado da B3

Ownership Structure and Added Value: An Analysis of Companies Listed in B3's New Market Segment

Estructura de Propiedad y Valor Añadido: Análisis de las Empresas Incluidas en el Nuevo Segmento de Mercado de B3

Bruno Facundo Braga

<https://orcid.org/0000-0002-0515-0177>

Fucape Business School, Espírito Santo, Brasil

E-mail: brunofb.94@hotmail.com

Manuel Salgueiro Rodrigues Junior

<https://orcid.org/0000-0003-3824-7976>

Universidade Estadual do Ceará, Ceará, Brasil

E-mail: msrodriguesjr@gmail.com

RESUMO

O objetivo deste estudo é avaliar em que medida a estrutura de propriedade afeta a geração da riqueza e a sua distribuição aos proprietários. Com base numa amostra de 134 empresas listadas no segmento Novo Mercado que apresentaram informações financeiras relativas a 2017, realizaram-se testes t de Student e U de Mann-Whitney do valor adicionado total e sua distribuição aos acionistas. Em seguida, aplicou-se uma análise de regressão linear múltipla. Os resultados demonstram que, apesar da concentração de propriedade não se mostrar um preditor do valor adicionado e sua distribuição aos proprietários, firmas com a presença de acionista majoritário distribuem aos proprietários, em média, mais riqueza. Constatou-se, ainda, que a geração do valor adicionado total e a distribuição aos proprietários são afetadas negativamente pelo controle familiar e positivamente pelo estatal. Por fim, evidenciou-se que os controles estatal e institucional afetam positivamente a distribuição de riqueza aos proprietários. Os resultados propiciam maior embasamento à análise de investidores, sobretudo aos que têm predileção por companhias que possuem a característica de remunerar os acionistas na forma de dividendos e juros sobre capital próprio.

Palavras-Chave: Estrutura de propriedade. Valor adicionado. Remuneração de capitais próprios.

ABSTRACT

The purpose of this study is to assess the extent to which ownership structure affects the generation of wealth and its distribution to owners. Based on a sample of 134 companies listed in the Novo Mercado segment that presented financial information for the year 2017, Student's t tests and Mann-Whitney U tests were performed on the total value added and its distribution to shareholders. Then, a multiple linear regression analysis is applied. The results show that, despite the concentration of ownership, there is no predictor of added value and its distribution to owners, companies with the presence of a majority shareholder distribute more wealth to owners, in the media. It is also confirmed that the generation of total added value and distribution to owners is negatively affected by family control and positively by the State. Finally, it is evident that state and institutional controls positively affect the distribution of wealth to owners. The results provide a better basis for the analysis of investors, especially those who prefer companies that have the characteristic of remunerating shareholders in the form of dividends and juries on equity.

Keywords: Ownership structure. Added value. Remuneration of own capital.

RESUMEN

El objetivo de este estudio es evaluar en qué medida la estructura de propiedad afecta la generación de riqueza y su distribución a los propietarios. Con base en una muestra de 134 empresas listadas en el segmento Novo Mercado que presentaron información financiera del año 2017, se realizaron pruebas t de Student y U de Mann-Whitney sobre el valor agregado total y su distribución a los accionistas. Luego, se aplica un análisis de regresión lineal múltiple. Los resultados muestran que, a pesar de la concentración de la propiedad, no existe un predictor del valor agregado y su distribución a los propietarios, las empresas con presencia de un accionista mayoritario distribuyen más riqueza a los propietarios, en los medios. También se confirma que la generación de valor agregado total y la distribución a los propietarios se ve afectada negativamente por el control familiar y positivamente por el Estado. Finalmente, es evidente que los controles estatales e institucionales afectan positivamente la distribución de la riqueza a los propietarios. Los resultados brindan una mejor base para el análisis de los inversores, especialmente aquellos que prefieren empresas que tienen la característica de remunerar a los accionistas en forma de dividendos y jurados sobre acciones.

Palabras-Clave: Estructura de propiedad. Valor añadido. Retribución del capital social.

1 INTRODUÇÃO

Os estudos sobre governança corporativa têm se aprimorado nos últimos anos. Um dos tópicos mais discutidos se concentra no objetivo a ser buscado pelos administradores das companhias. Este é, inclusive, o debate mais antigo e fundamental sobre governança corporativa (SILVEIRA, 2015).

Autores como Friedman (1970) se posicionavam em favor de um viés mais favorável à geração de valor para o acionista, defendendo, inclusive, que a responsabilidade social das empresas é o aumento de seus lucros. É o conceito de *shareholder value* (valor para o acionista), que, segundo Silveira (2015), ganhou popularidade na década de 1980, trabalhando com a ideia de que o principal objetivo dos administradores seria gerar o máximo de retorno aos acionistas.

Há, todavia, autores que contrapõem os defensores do *shareholder value* como objetivo a ser perseguido pelos administradores. Dentre eles, ressalta-se o trabalho de Freeman (1994), o qual propõe uma abordagem que visa atender aos diversos *stakeholders* (partes interessadas).

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

Não obstante, os conflitos de agência podem, ainda, ocorrer entre acionistas majoritários e minoritários. Inclusive, este se configura no principal conflito de agência nas companhias abertas no Brasil (SILVEIRA et al., 2004). Naturalmente, os maiores detentores de ações com direito a voto possuem maior influência nas deliberações, estabelecendo ou influenciando as políticas que convergem com os objetivos por eles almejados.

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

Estudos recentes sobre o assunto têm mostrado importantes resultados no tocante a essas duas dimensões. As pesquisas de Aguiar-Diaz, Ruiz-Mallorquí e Trujillo (2020), Alqirem et al. (2020) e Makris, Giannopoulos e Cheila (2022) apontam uma relação positiva entre concentração de propriedade e desempenho (medido por métricas de rentabilidade ou por crescimento na receita).

Não obstante, os trabalhos de Doan, Le e Tran (2020), Laporšek (2021), Mamatzakis e Xu (2021) e Rashid (2020) indicam que também há evidências de influência da identidade do acionista majoritário sobre o desempenho corporativo.

No que tange à temática da estrutura de propriedade e sua relação com a distribuição da riqueza gerada pelas companhias, nota-se uma carência de abordagens por parte da literatura, exceto pelos trabalhos de Bianchet et al. (2019), Góis et al. (2016), Lima, Góis e Luca (2015) e Santos, Chan e Silva (2007), num contexto nacional, e de Larraz, Gené e Pulido (2017), num contexto internacional. O estudo de Duqui, Jaafar e Warsame (2020) contribui indiretamente com a temática, haja vista avaliar a relação da estrutura de propriedade com a política de *payout* (percentual de distribuição de lucros aos proprietários).

Todavia, as referidas abordagens enfatizam apenas um dos aspectos da estrutura de propriedade: a identidade do maior acionista ou controlador.

Diante do exposto, o presente trabalho pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: em que medida a estrutura de propriedade, delineada nas dimensões de concentração de propriedade e identidade do acionista majoritário, afeta a geração da riqueza e a sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios em empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3?

Dessa forma, constitui-se como objetivo da pesquisa avaliar em que medida a estrutura de propriedade, delineada nas dimensões de concentração de propriedade e identidade do acionista majoritário, afeta a geração da riqueza e a sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios em empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3.

De uma perspectiva teórica, espera-se contribuir com as discussões sobre estrutura de propriedade, buscando compreender em que medida ela explica a geração e distribuição da riqueza por empresas de capital aberto no Brasil que possuem um nível de governança diferenciado (companhias listadas no Novo Mercado), considerando, diferentemente dos

estudos anteriormente citados, além da dimensão da identidade do acionista majoritário, a concentração de propriedade.

Do ponto de vista prático, o artigo visa contribuir com a análise de investidores, sejam individuais ou institucionais, na alocação de recursos para formação de um portfólio de investimentos, sobretudo pelo fato de que empresas com capacidade de gerar e distribuir riqueza na forma de dividendos de forma consistente seria um investimento atraente para a maioria dos investidores (MULYA; CHAERUDIN, 2020).

Além desta introdução, o presente artigo possui outras quatro seções. Na seção 2, que corresponde ao referencial teórico, são discutidos tópicos importantes para a pesquisa (valor adicionado, teoria da agência e estrutura de propriedade), bem como são apresentados resultados de estudos empíricos anteriores. Na seção 3 é apresentada a metodologia. A seção 4, por sua vez, traz a análise dos resultados. Por fim, a seção 5 contém a conclusão e considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DEMONSTRAÇÃO DO VALOR ADICIONADO

Existem diferentes perspectivas para a mensuração do conceito de criação de valor. Neste trabalho, a geração de valor é abordada sob a ótica do conceito de valor adicionado. Também chamado de valor agregado, consiste na riqueza gerada num determinado período, sendo calculado pela diferença entre as receitas auferidas e os insumos adquiridos por terceiros. No contexto brasileiro, a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) se apresenta como o instrumento da contabilidade para mensurar e demonstrar como uma entidade gera e distribui sua riqueza.

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

A DVA lida essencialmente com dois aspectos: a geração da riqueza e a sua distribuição entre empregados, terceiros, governos e proprietários (sócios ou acionistas). Através do demonstrativo, pode-se observar não simplesmente o lucro ou prejuízo, como proposto pela Demonstração do Resultado do Exercício (DRE), mas como as empresas contribuem para a geração e distribuição da riqueza aos diversos stakeholders.

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

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Jensen e Meckling (1976) definem relacionamento de agência como um contrato, no qual uma parte (principal) delega a outra (agente) autoridade para a tomada de decisão. Se ambas as partes – principal e agente – trabalharem com o intuito de maximizar os objetivos

individuais, pode-se pressupor que nem sempre este agir de acordo com o interesse daquele (CORREIA; AMARAL, 2008), ocasionando, dessa maneira, um conflito de interesses.

Nesse contexto, ressalta-se que a teoria da agência se preocupa em resolver dois problemas: (i) os conflitos entre principal e agente, e (ii) as dificuldades ou custos de monitoramento do agente por parte do principal (EISENHARDT, 1989). Os custos de agência, contudo, não se limitam apenas aos dispêndios com monitoramento por parte do principal, mas também contempla gastos com a concessão de garantias contratuais por parte do agente e, ainda, um custo residual (JENSEN; MECKLING, 1976).

Os conflitos de agência ocorrem, contudo, não apenas entre proprietários e gestores, mas também entre acionistas majoritários e minoritários (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2015). Inclusive, Silveira et al. (2004) afirmam que o principal conflito de agência está na relação entre os acionistas majoritários e minoritários. Desse modo, espera-se que cada acionista tenha interesses distintos e que a concentração da propriedade implique em autonomia decisória, o que determinará todas as demais decisões no âmbito organizacional (CAMPOS, 2006).

Por outro lado, uma alta concentração acionária permite ao controlador utilizar recursos em benefício próprio, enquanto minoritários e outras partes da empresa arcam parcialmente com os custos (OKIMURA, 2003). Logo, à medida que o controlador aumenta sua participação na empresa, este fica menos dependente e sujeito às deliberações do conselho de administração e às decisões do mercado, o que possibilita a expropriação de riqueza dos demais acionistas, situação que caracteriza o efeito entrenchamento (GÓIS; PARENTE; PONTE, 2015).

Para Marques, Guimarães e Peixoto (2015), tal problema pode ser limitado pelos incentivos financeiros que o acionista controlador pode ter para não fazê-lo. Segundo os autores, a concentração de propriedade poderia, ainda, reduzir custos de agência por conta de um monitoramento eficaz por parte do controlador, o que caracteriza o efeito incentivo.

Diante disso, Góis, Parente e Ponte (2015) salientam que os conflitos de agência estão diretamente ligados à estrutura de propriedade, tendo vista que as dimensões da identidade do acionista majoritário e da concentração de propriedade podem ensejar em diferentes formas de alocação de recursos, impactando, também, a geração e distribuição da riqueza.

2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS ANTERIORES

Muitos trabalhos foram desenvolvidos nas últimas décadas visando mensurar a relação entre estrutura de propriedade e desempenho empresarial. Morck, Shleifer e Vishny (1988) investigaram a relação entre a propriedade da administração e o desempenho corporativo, por meio do Q de Tobin, que consiste na razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos físicos. Em seus achados, constataram que, em uma seção transversal das empresas da *Fortune* 500, o Q de Tobin primeiro aumentou e depois diminuiu à medida que as participações do conselho de administração aumentaram.

Ainda sobre a temática da relação entre estrutura de propriedade e valor corporativo, o estudo de Cho (1998) chegou a dois resultados distintos, ao analisar empresas de manufatura da *Fortune* 500: a regressão de mínimos quadrados ordinários sugeriu que a estrutura de propriedade afeta o investimento e, portanto, o valor corporativo. No entanto, resultados de regressão simultânea indicaram que o valor corporativo afeta a propriedade, mas não o contrário. Diante desses achados, o autor questionou os resultados de estudos que tratam a estrutura de propriedade como variável exógena.

Por outro lado, Demsetz e Villalonga (2001) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e desempenho corporativo quando a propriedade se torna multidimensional e

também quando é tratada como variável endógena. Contudo, os autores não encontraram relação estatisticamente significativa entre estrutura de propriedade e desempenho da empresa.

Villalonga e Amit (2006), por sua vez, analisaram se a propriedade, o controle e a gestão familiar afetaram o valor das empresas da *Fortune* 500. Em seus achados, descobriram que a propriedade familiar cria valor apenas quando o fundador atua como CEO da empresa familiar ou como presidente do conselho de administração de um CEO contratado. Além disso, constataram que as classes duplas de ações, pirâmides e acordos de voto reduzem o prêmio do fundador. Por fim, apontaram que, quando os descendentes atuam como CEOs, o valor da firma é deteriorado.

Registre-se, contudo, que os trabalhos acima possuem uma métrica em comum: a mensuração de geração de valor ou desempenho corporativo pelo Q de Tobin. No entanto, sabe-se que a geração de valor para o acionista se dá não somente pela valorização de suas ações, mas também remuneração de capitais próprios, por meio do pagamento de dividendos e de juros sobre capital próprio, parâmetro este considerado pela DVA, objeto de análise do presente estudo.

Desse modo, passa-se, então, a considerar estudos que, direta ou indiretamente, lidam com aspectos relacionados à estrutura de propriedade e geração e distribuição de valor adicionado conforme conceituado pela estrutura da DVA.

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

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

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

Lima, Góis e Luca (2015) desenvolveram sua pesquisa com o fim de estudar a associação entre a distribuição do valor adicionado e a identidade do acionista majoritário nas empresas brasileiras de capital aberto no ano de 2012, analisando um total de 435 empresas.

Em seu estudo, os autores classificaram a distribuição do valor adicionado a cada um dos agentes econômicos – empregados, governo, financiadores e proprietários – em quatro níveis, considerando os quartis de cada grupo analisado. Os resultados indicaram que a distribuição do valor adicionado é maior para os proprietários em quase todos os setores, porém, com oscilações que caracterizam uma grande diferença entre alguns deles. Em todos os setores a pesquisa revelou grande presença de empresas sob controle familiar, com exceção do setor de Utilidade Pública. Os achados indicaram, ainda, que companhias cujo maior acionista é um ente estatal apresentaram maior valor adicionado para todos os destinatários. Já as que têm acionista majoritário institucional demonstraram uma baixa distribuição entre todos os destinatários. Empresas com maior acionista familiar mantiveram distribuição média para empregados, governo e financiadores. Quando o majoritário foi identificado como estrangeiro, as companhias apresentaram uma maior distribuição para financiadores e proprietários, ao passo que demonstraram uma baixa distribuição para governo e empregados.

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

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

- H1: A concentração de propriedade impacta negativamente a geração do valor adicionado;
- H2: A concentração de propriedade impacta positivamente a distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios;
- H3: Existe diferença significativa de distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas de diferentes setores econômicos;
- H4: Existe diferença significativa na geração do valor adicionado em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional);
- H5: Existe diferença significativa na distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).

3 METODOLOGIA

3.1 AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

A população do estudo compreende as 141 empresas brasileiras listadas no segmento Novo Mercado da B3 em 22 de janeiro de 2019, período de coleta dos dados. Compõem a amostra aquelas que, na referida data, haviam divulgado o Balanço Patrimonial, a DVA e o Formulário de Referência, relativos ao exercício de 2017, totalizando 134 empresas. Foram excluídas, portanto, as companhias que não haviam divulgado tais dados, seja porque abriram capital após o ano de 2017 ou por qualquer outro motivo que as tenha levado a não realizar tal divulgação.

A utilização do exercício de 2017 é justificada pelo fato de, no período de coleta, as companhias ainda não terem divulgado as demonstrações financeiras do exercício de 2018.

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

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

3.2 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

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

Segundo o CPC 36 (Pronunciamento técnico CPC-36, 2012), baseado nas normas internacionais de contabilidade, notadamente o *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 10, uma companhia é controlada quando um acionista detiver, cumulativamente, as seguintes características: (a) poder sobre a investida; (b) exposição ou direitos a retornos variáveis de seu envolvimento com a investida; e (c) a capacidade de usar seu poder sobre a investida para afetar o valor dos retornos do investidor.

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

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

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

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

Quadro 1 – Descrição das variáveis de estudo.

Variável	Definição	Operacionalização	Estudos anteriores
TAM	Tamanho da Empresa	Ativo Total, em unidades monetárias	Dami, Rogers e Ribeiro (2007)
RDVA	Receita constante na DVA	Valor total da receita constante na DVA, em unidades monetárias	Adaptado de Sonza e Kloeckner (2014)
PROP	Propriedade do maior acionista direto	Porcentagem de ações ordinárias do maior acionista direto	Adaptado de Caixe e Krauter (2013)
CONT	Participação acionária do maior acionista controlador	Porcentagem de participação direta e indireta do maior acionista controlador no capital votante	Caixe e Krauter (2013)
FAMI	Acionista controlador familiar: controle exercido por indivíduos ou famílias	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas que cujo maior acionista controlador é familiar e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2015); Góis <i>et al.</i> (2016)
ESTR	Acionista controlador estrangeiro: controle exercido por investidores estrangeiros, tanto indivíduo quanto instituições	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas que cujo maior acionista controlador é estrangeiro e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2015); Góis <i>et al.</i> (2016)
INST	Acionista controlador institucional: controle exercido por bancos, companhias de seguros, fundos de pensão ou de investimentos	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas que cujo maior acionista controlador é institucional e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2015); Góis <i>et al.</i> (2016)
ESTA	Acionista controlador estatal: controle exercido por Município, Estado ou União	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas que cujo maior acionista controlador é estatal e 0 para as demais	Góis, Parente e Ponte (2015); Góis <i>et al.</i> (2016)
SETOR	Representa o setor econômico segundo a classificação da B3	Variável <i>dummy</i> 1 para empresas pertencentes ao setor i e 0 para as demais	Adaptado de Góis, Parente e Ponte (2015)

Fonte: Elaborado pelos autores.

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

A variável PROP, no trabalho de Caixe e Krauter (2013) considerou o percentual do total de ações ordinárias e preferenciais em posse do maior acionista, com o objetivo de verificar a concentração no direito sobre o fluxo de caixa. Contudo, considerando a peculiaridade das empresas listadas no segmento Novo Mercado, que não emitem ações sem direito a voto, e no intuito de não excluir da análise as companhias que não possuem acionista majoritário, adaptou-se a referida variável para que contemple a concentração de propriedade do investidor com maior participação direta na companhia analisada.

Em relação às variáveis relacionadas a setores econômicos, a adaptação se deu no sentido de que este trabalho utilizou todos os setores econômicos da B3. Góis, Parente e Ponte (2015), no entanto, utilizaram apenas parte deles, tendo em vista a peculiaridade de seu objeto de estudo.

3.3 TÉCNICAS ESTATÍSTICAS E MODELAGEM

Primeiramente, foram realizados testes de comparação de grupos, a fim de verificar se as diferenças da média e da mediana populacionais do valor adicionado total e do valor destinado à remuneração de capitais próprios são estatisticamente significantes, quando comparada às médias e às medianas amostrais, considerando a concentração de propriedade e a identidade do acionista majoritário.

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

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

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

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

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

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

4 RESULTADOS E ANÁLISES

4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E TESTES DE COMPARAÇÃO DE GRUPOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas de valor adicionado total e valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios por categoria de acionista majoritário.

Tabela 1 – Estatísticas Descritivas

	N	Valor adicionado total				
		Média (reais mil)	Mediana (reais mil)	Desvio padrão (reais mil)	Mínimo (reais mil)	Máximo (reais mil)
SCONT	38	2.110.606	800.431	3.041.178	-452.037	11.866.199
ESTA	7	13.342.876	8.757.598	15.052.222	1.175.593	43.538.045
ESTR	17	3.897.237	1.220.197	4.889.701	-1.040.228	17.313.396
FAMI	63	1.871.067	610.555	4.468.120	-383.279	34.020.717
INST	9	6.665.635	732.220	17.419.804	1.702	53.072.425
Total	134	3.117.344	831.365	7.119.542	-1.040.228	53.100.000
Valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios						
SCONT	38	103.290	17.554	617.437	-1.098.854	1.882.316
ESTA	7	3.567.618	2.519.310	4.166.945	153.401	12.275.303
ESTR	17	427.804	252.247	849.418	-1.621.675	2.000.173
FAMI	63	187.062	66.466	459.516	-531.594	1.807.433
INST	9	2.200.639	163.361	5.810.039	-4.726	17.669.991
Total	134	505.684	93.559	1.971.813	-1.621.675	17.700.000

Nota. SCONT: sem acionista majoritário; ESTA: acionista majoritário estatal; ESTR: acionista majoritário estrangeiro; FAMI: acionista majoritário familiar; INST: acionista majoritário institucional.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Os dados revelam que companhias sob controle estatal (ESTA) geraram e distribuíram, em média, mais riqueza aos proprietários do que outros grupos. Por outro lado, as firmas com controle familiar (FAMI) são as que apresentaram os menores valores médios de geração de riqueza e as empresas sem acionista majoritário (SCONT) as que, em média, menos distribuíram riqueza aos proprietários.

A fim de verificar a significância das diferenças entre as estatísticas descritivas, serão realizados testes de comparação entre os grupos por meio do teste t de Student.

Com o objetivo de verificar se os dados seguem uma distribuição normal, procedeu-se com os testes de especificação de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, rejeitando-se a hipótese nula de normalidade dos dados, tanto para a variável valor adicionado total (VAT) quanto para a de valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios (VACP), conforme demonstrado na Tabela 2.

Tabela 2 – Testes de Normalidade

Variável	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
VAT	0,301***	134	0,000	0,440***	134	0,000
VACP	0,283***	134	0,000	0,369***	134	0,000

(***) Significante ao nível de 1%.

Nota. VAT: valor adicionado total; VACP: valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Embora os testes tenham sugerido que não haja normalidade na distribuição dos dados, optou-se por permanecer com a análise do teste t de Student, haja vista que, em grandes amostras, seus resultados podem ser válidos para qualquer distribuição (LUMLEY *et al.*, 2002).

*Estrutura de Propriedade e Valor Adicionado:
Uma Análise das Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado da B3*

Nesse sentido, Hair *et al.* (2009) apontam que os efeitos de não-normalidade são mais nocivos a amostras inferiores a 50 observações, o que não é o caso desta pesquisa, que conta com 134 observações.

Adicionalmente, procedeu-se com o teste U de Mann-Whitney, considerado um dos mais poderosos testes não paramétricos e uma alternativa ao t de Student (FÁVERO; BELFIORE, 2017).

Na sequência, realizou-se a aplicação do teste de Levene, a fim de identificar a homogeneidade das variâncias das amostras analisadas, seguida dos testes t de Student para amostras independentes e U de Mann-Whitney, a fim analisar se há diferença estatisticamente significativa entre empresas com e sem acionista majoritário, no tocante ao valor adicionado total e à distribuição destinada à remuneração de capitais próprios, conforme Tabela 3.

Tabela 3 – Comparação de Firmas com e sem Acionista Majoritário

Variável	Teste de Levene		Teste t de Student			Teste U de Mann-Whitney			
	Igualdade Variância	Z	Sig.	t	df	Sig.	Z	U	Sig.
VAT	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	2,805*	0,096	-1,030	132	0,305	-0,671	1688	0,502
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,450	131,708	0,149			
VACP	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	2,528	0,114	-1,493	132	0,138	-2,014**	1416	0,044
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-2,216	122,631	0,029			

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

Nota. VAT: valor adicionado total; VACP: valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Apesar de não apresentar homogeneidade de variância, o teste t de Student aplicado à variável de valor adicionado total (VAT) sugere que não há diferença estatisticamente significativa nas diferenças de média dos grupos de firmas com e sem acionista majoritário. O teste U de Mann-Whitney também não apresenta significância.

A variável de valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios (VACP), por sua vez, apresenta homogeneidade de variância, contudo os testes de comparação dos grupos divergem quanto aos resultados: enquanto o teste paramétrico não apresentou significância, o teste não paramétrico sugere haver diferença na distribuição de valor adicionado aos proprietários.

A Tabela 4 apresenta dados de valor adicionado total e sua distribuição destinada à remuneração de capitais próprios, no tocante à comparação entre empresas com diferentes tipos de acionista majoritário (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).

Tabela 4 – Comparação para os Diferentes Tipos de Acionista Majoritário

Variável	Teste de Levene		Teste t de Student			Teste U de Mann-Whitney			
	Igualdade Variância	Z	Sig.	t	df	Sig.	Z	U	Sig.
Valor adicionado total									
ESTA	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	10,39***	0,002	-3,493	94	0,001	-3,319***	76	0,001
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,848	6,203	0,113			
ESTR	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	0,030	0,863	-0,211	94	0,833	-1,396	526	0,163
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-0,301	41,544	0,765			
FAMI	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	14,78***	0,000	2,823	94	0,006	-2,75***	683	0,006
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,211**	36,712	0,033			
INST	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	8,231***	0,005	-1,218	94	0,226	-0,308	367	0,758
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-0,594	8,244	0,568			
Valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios									
ESTA	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	8,52***	0,004	-3,726	94	0,000	-3,431***	68	0,001
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-1,971*	6,203	0,095			
ESTR	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	0,580	0,448	0,471	94	0,639	-1,195	547	0,232
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	0,830	76,196	0,409			
FAMI	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	19,17***	0,000	2,949	94	0,004	-3,143***	632	0,002
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	2,146**	32,516	0,039			
INST	$\sigma_1^2 = \sigma_2^2$	17,64***	0,000	-2,162	94	0,033	-0,497	352	0,620
	$\sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$	-	-	-0,872	8,115	0,408			

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

Nota. ESTA: acionista majoritário estatal; ESTR: acionista majoritário estrangeiro; FAMI: acionista majoritário familiar; INST: acionista majoritário institucional.

Fonte: Dados da Pesquisa.

No tocante ao valor adicionado total, apenas em empresas que possuem controle estrangeiro (ESTR) há homogeneidade de variância. O teste t de Student aponta que, em empresas cujo maior acionista controlador é caracterizado como estatal (ESTA), estrangeiro (ESTR) e institucional (INST) não foram constatadas diferenças estatisticamente significantes. Por outro lado, firmas sob o controle de famílias ou indivíduos (FAMI) apresentaram diferença significativa de média do valor adicionado total. Já o teste U de Mann-Whitney sugere que, além do grupo de companhias controladas por famílias (FAMI), há também diferença de valor adicionado total em empresas sob controle estatal (ESTA).

Em relação à média de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios, da mesma forma, o teste de Levene demonstra que há homogeneidade de variância apenas em empresas em que o acionista majoritário é caracterizado estrangeiro (ESTR). Ademais, tanto os resultados do teste paramétrico quanto do não paramétrico demonstram que em firmas cujo controle é familiar (FAMI) e em empresas sob o controle estatal (ESTA) há diferença significativa.

4.2 ANÁLISE DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA

Na Tabela 5 são apresentados os resultados da regressão linear múltipla para o valor adicionado total em firmas com acionista majoritário (modelo 1), para o valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios em firmas com acionista majoritário (modelo 2) e para o valor adicionado total em firmas sem acionista majoritário (modelo 3). Registre-se que o modelo 4, que visava a análise de regressão linear múltipla para o valor adicionado destinado

*Estrutura de Propriedade e Valor Adicionado:
Uma Análise das Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado da B3*

à remuneração de capitais próprios em firmas sem acionista majoritário, não apresentou preditores significantes e, portanto, foi excluído da análise.

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

Tabela 5 – Efeito da Estrutura de Propriedade na Geração do Valor Adicionado e em sua Distribuição Destinada à Remuneração de Capitais Próprios

		Firmas c/ Majoritário					Firmas s/ Majoritário			
Quantidade		96					38			
Modelos		VAT (1)			VACP (2)		VAT (3)			
R ² ajustado		0,892			0,643		0,750			
Variáveis	Coefficiente	T	Sig.	Coefficiente	T	Sig.	Coefficiente	T	Sig.	
TAM	0,145***	3,269	0,002	0,504***	6,241	0,000	0,460***	4,308	0,000	
RDVA	0,798***	17,656	0,000	0,281***	3,449	0,001	0,353***	3,317	0,002	
PROP	-0,025	-0,725	0,471	-0,032	-0,506	0,965	-0,140	-1,634	0,112	
CONT	-0,046	-1,351	0,180	-0,078	-1,243	0,217	-	-	-	
FAMI	-0,082**	-2,346	0,021	-0,099	-1,394	0,167	-	-	-	
ESTR	-0,053	-1,170	0,245	0,018	0,294	0,770	-	-	-	
INST	0,044	1,149	0,254	0,169***	2,750	0,007	-	-	-	
ESTA	0,007	0,166	0,869	0,130*	1,960	0,053	-	-	-	
SBIND	0,034	0,984	0,328	0,022	0,351	0,726	-0,006	-0,066	0,948	
SCIC	-0,015	-0,427	0,670	0,020	-0,315	0,754	0,084	0,957	0,346	
SCNC	0,063*	-1,749	0,084	-0,103	-1,571	0,120	0,142	1,662	0,106	
SFIN	0,000	0,012	0,991	0,079	1,236	0,220	-0,145*	-1,710	0,097	
SMATB	0,128***	3,736	0,000	0,240***	3,855	0,000	-0,049	-0,586	0,562	
SPGB	-0,011	-0,316	0,753	-0,026	-0,407	0,685	-0,136	-1,421	0,165	
SAUD	-0,015	-0,449	0,654	-0,045	-0,721	0,473	0,042	0,498	0,622	
STINF	-0,009	-0,263	0,793	-0,033	-0,525	0,601	0,044	0,528	0,601	
STEL	0,052	1,536	0,128	0,024	0,394	0,695	-	-	-	
SUPUB	0,053	1,493	0,139	0,076	1,230	0,222	0,358***	4,266	0,000	
SOUT	0,001	-0,029	0,977	0,002	0,036	0,971	-	-	-	

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

Nota. TAM: tamanho da empresa; RDVA: receita constante na DVA; PROP: propriedade do maior acionista direto; CONT: participação acionária do maior acionista controlador; FAMI: acionista majoritário familiar; ESTR: acionista majoritário estrangeiro; INST: acionista majoritário institucional; ESTA: acionista majoritário estatal; SBIND: Bens Industriais; SCIC: Consumo Cíclico; SCNC: Consumo Não Cíclico; SFIN: Financeiro; SMATB: Materiais Básicos; SPGB: Petróleo, Gás e Biocombustíveis; SAUD: Saúde; STINF: Tecnologia da Informação; STEL: Telecomunicações; SUPUB: Utilidade Pública; SOUT: Outros Setores.

Fonte: Dados da Pesquisa.

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

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

Por outro lado, as variáveis de concentração de propriedade, notadamente a de propriedade do maior acionista direto (PROP) e de participação acionária do maior acionista controlador (CONT), não se mostraram estatisticamente significantes, tanto no tocante à geração de valor adicionado quanto à sua distribuição destinada à remuneração de capitais

próprios, rejeitando-se, portanto, as hipóteses 1 e 2, sob a ótica do teste de regressão. Tais resultados divergem dos achados de Bianchet et al. (2019), nos quais constaram que empresas com menor concentração de propriedade distribuíram montantes médios superiores de valor adicionado para pessoal, terceiros e proprietários.

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

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

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

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

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

Quadro 2 – Comparativo entre Resultados Esperados e Encontrados

Hipótese	Descrição	Resultados encontrados
H ₁	A concentração de propriedade impacta negativamente a geração do valor adicionado.	Todos os testes aplicados demonstraram que não há impacto significativo da concentração de propriedade na geração do valor adicionado.
H ₂	A concentração de propriedade impacta positivamente a distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios.	O teste U de Mann-Whitney demonstrou com significância estatística que a mediana de distribuição de valor adicionado aos proprietários do grupo de empresas com acionista majoritário é superior à de firmas sem acionista majoritário.
H ₃	Existe diferença significativa de distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas de diferentes setores econômicos.	A análise de regressão demonstra haver diferença significativa de distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios no setor de Materiais Básicos, apenas.
H ₄	Existe diferença significativa na geração do valor adicionado em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).	O teste t de Student demonstrou haver diferença significativa de geração de riqueza em empresas com controle familiar. O teste U de Mann-Whitney corroborou o resultado e demonstrou significância também para firmas com controle estatal.

*Estrutura de Propriedade e Valor Adicionado:
Uma Análise das Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado da B3*

H₅	Existe diferença significativa na distribuição de riqueza destinada à remuneração de capitais próprios em firmas com diferentes tipos de acionista controlador (estatal, estrangeiro, familiar e institucional).	Os testes t de Student e U de Mann-Whitney se mostraram significantes também para a distribuição de valor aos proprietários em firmas com acionista majoritário estatal e familiar. Além disso, a análise de regressão apontou influência na distribuição de valor destinada a capitais próprios nos contextos de controle estatal ou institucional.
----------------------	--	--

Fonte: Elaborado pelos autores.

5 CONCLUSÃO

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

No tocante à relação concentração de propriedade e distribuição de valor adicionado destinada à remuneração de capitais próprios, o teste U de Mann-Whitney apontou diferenças estatisticamente significantes, denotando que companhias com presença de acionista majoritário distribuem mais riqueza aos proprietários do que firmas sem a presença de controlador. O resultado está em linha com o efeito incentivo, preconizado na Teoria da Agência.

A análise da outra dimensão da estrutura de propriedade, que consiste na identidade do acionista majoritário, demonstrou que a geração do valor adicionado é afetada pelos contextos de controle estatal e familiar, sendo estes os grupos que geraram, respectivamente, o maior e o menor valor adicionado total médio, o que pode ser justificado pelo porte das firmas, dado que as variáveis de tamanho e receita se mostraram significativas na análise de regressão.

Em linha com esses resultados, os testes t de Student e U de Mann-Whitney mostraram significância para a variável de distribuição da riqueza gerada aos proprietários em firmas em que o maior acionista controlador é identificado como estatal e familiar. As companhias sob controle estatal foram as que distribuíram, em média, mais riqueza aos proprietários, ao passo que as empresas controladas por famílias ou indivíduos foram as que menos distribuíram riqueza média aos acionistas, quando consideradas empresas com controle definido, mas, ainda sim, distribuíram em média mais valor adicionado que empresas sem acionista majoritário.

A análise de regressão, por sua vez, constatou que os contextos de controle estatal e de controle institucional exercem influência positiva na distribuição do valor adicionado destinado à remuneração de capitais próprios, o que, mais uma vez, pode estar aliado tanto ao porte das empresas quanto ao efeito incentivo.

Conclui-se, portanto, que a identidade do acionista majoritário afeta a geração de valor adicionado e sua distribuição para capitais próprios nas empresas listadas no segmento Novo Mercado da B3. No tocante à dimensão de concentração de propriedade, ainda que esta não funcione como um preditor do valor adicionado total e da sua distribuição aos proprietários, pode-se concluir que há diferença de distribuição de riqueza aos acionistas em companhias com e sem controle definido.

Tais resultados ratificam o potencial informativo da DVA, como um instrumento de mensuração da geração e distribuição da riqueza, ao passo que também demonstram a relevância do estudo da estrutura de propriedade das firmas, podendo propiciar maior embasamento à análise de investidores, especialmente àqueles que visam compor um portfólio com a presença de companhias que possuem como característica maior remuneração dos acionistas na forma de dividendos e juros sobre capital próprio.

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

REFERÊNCIAS

- AGUIAR-DIAZ, Inmaculada; RUIZ-MALLORQUÍ, María Victoria; TRUJILLO, Lourdes. Ownership structure and financial performance of Spanish port service companies. **Maritime Economics & Logistics**, v. 22, n. 4, p. 674-698, 2020.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, abr./jun. 2005.
- ALQIREM, Raed *et al.* Ownership structure, earnings manipulation, and organizational performance: The case of Jordanian insurance organizations. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 7, n. 12, p. 293-308, 2020.
- BIANCHET, Taís Daiane Soares A. *et al.* Diferenças no valor adicionado em empresas familiares e não familiares listadas na BM&FBovespa. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**. v. 38, n. 1, p. 85-104, jan./abr. 2019.
- BRASIL. Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da República Federativa do Brasil]**, Brasília, DF, 28 dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 14 fev. 2019.
- CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/jun./jul./ago. 2013.
- CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v.41, n.4, p. 369-380, out./nov./dez. 2006.
- CARVALHAL-DA-SILVA, Andre Luiz. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 39, n. 4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.
- CHO, Myeong-Hyeon. Ownership structure, investment, and the corporate value: an empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 47, n. 1, p. 103-121, 1998.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Pronunciamento Técnico CPC 09: demonstração do valor adicionado. Brasília, DF, 30 out 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=40>>. Acesso em: 15 fev. 2019.

- Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Pronunciamento Técnico CPC 36: demonstrações consolidadas. Brasília, DF, 07 dez 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=67>>. Acesso em: 11 out. 2022.
- CORREIA, Laíse Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. Arcabouço teórico para os estudos de Governança Corporativa: os pressupostos subjacentes à Teoria da Agência. **Revista de Gestão**, v.15, n.3, p. 1-10, jul./set. 2008.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. **Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DEMSETZ, Harold; VILLALONGA, Belen. Ownership structure and corporate performance. **Journal of corporate finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.
- DOAN, Anh-Tuan; LE, Anh-Tuan; TRAN, Quan. Economic uncertainty, ownership structure and small and medium enterprises performance. **Australian Economic Papers**, v. 59, n. 2, p. 102-137, 2020.
- DUQI, Andi; JAAFAR, Aziz; WARSAME, Mohammed H. Payout policy and ownership structure: The case of Islamic and conventional banks. **The British Accounting Review**, v. 52, n. 1, p. 100826, 2020.
- EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.
- FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Elsevier Brasil, 2017.
- FRIEDMAN, Milton. The social responsibility of business is to increase its profits. **New York Times Magazine**, Nova Iorque, 13 set. 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsability-of-business-is-to.html>>. Acesso em: 14 jan. 2019.
- FREEMAN, Robert Edward. The politics of stakeholder theory: Some future directions. **Business ethics quarterly**, v.4, n.4, p. 409-421, out. 1994.
- GÓIS, Alan Diógenes *et al.* Distribuição do valor adicionado em diferentes contextos societários à luz da teoria contratual da firma. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 8, n. 3, 2016.
- GÓIS, Alan Diógenes; PARENTE, Paulo Henrique Nobre; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Estrutura de propriedade e investimentos em P&D: uma análise nas companhias abertas do Brasil. **BASE-Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 12, n. 1, p. 2-14, 2015.
- GUESSER, Ana Paula Günther; FEDRIGO, Juliana; EINSWEILLER, André Carlos. Demonstração do valor adicionado: A evolução e a distribuição da riqueza das empresas catarinenses listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 10, n. 1, p. 200-222, 2018.
- GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- HAIR, Joseph F. *et al.* **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- LAPORŠEK, Suzana *et al.* Ownership structure and firm performance – The case of Slovenia. **Economic Research-Ekonomska Istraživanja**, v. 34, n. 1, p. 2975-2996, 2021.
- LARRAZ, José Luis G; GENÉ, Jordi M.; PULIDO, Laura S. Productivity and value added distribution in family-owned businesses. **Intangible Capital**, v. 13, n. 1, p. 4-24, 2017.
- LIMA, Patrícia Augusto Monteiro; GÓIS, Alan Diógenes; LUCA, Márcia Martins Mendes De. Associação entre a Distribuição do Valor Adicionado e a Identidade do Acionista. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**. v. 18, n. 3, p. 66-84, set./dez. 2015.
- LUMLEY, Thomas *et al.* The importance of the normality assumption in large public health data sets. **Annual review of public health**, v. 23, n. 1, p. 151-169, 2002.
- MAKRIS, Ilias; GIANNOPOULOS, Vasileios; CHEILA, Efi. Associating Company-Specific Characteristics with Ownership Structure and Performance: An Analysis of Publicly Listed Firms from Selected Countries in the Eurozone during the 2008 Financial Crisis and Its Aftermath. **Businesses**, v. 2, n. 4, p. 435-447, 2022.
- MAMATZAKIS, Emmanuel; XU, Bingrun. Does ownership structure affect performance? Evidence from Chinese mutual funds. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 56, n. 4, p. 1399-1435, 2021.
- MARQUES, Thiago De Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, p. 100-133, 2015.
- MORCK, Randall; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. **Journal of financial economics**, v. 20, p. 293-315, 1988.
- MULYA, Yudhia; SRI, H.; CHAERUDIN, M. The Effective Trading Strategy for High Dividend Stocks on the Jakarta Stock Exchange. **International Journal Of Innovation, Creativity and Change**, v. 12, n. 9, p. 157-169, 2020.
- OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.
- RASHID, Md Mamunur. Ownership structure and firm performance: the mediating role of board characteristics. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 20, n. 4, p. 719-737, 2020.
- SANTOS, Ariovaldo dos; CHAN, Berry Lilian; SILIVA, Fabiana Lopes da. Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 1, p. 06-21, maio/ago. 2007.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da *et al.* Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração**, v.39, n.4, p. 362-372, out./nov./dez. 2004.

*Estrutura de Propriedade e Valor Adicionado:
Uma Análise das Empresas Listadas no Segmento Novo Mercado da B3*

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. **Revista de Administração**, v. 49, n.2, p. 322-388, abr./maio/jun. 2014.

VILLALONGA, Belen; AMIT, Raphael. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

WINK, Eduardo; SEVERO, Patrícia Schneider; DORNELLES, Matheus Tumekero. Demonstração do valor adicionado (DVA): distribuição de riqueza ao pessoal e aos capitais de entidades dos setores da autoindústria e de bens de capitais. **Revista Metropolitana de Sustentabilidade**, v. 5, n. 3, p. 61-80, set./dez. 2015.