

UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE MESTRADO ACADÊMICO EM ADMINISTRAÇÃO

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES

**MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO DE
ESTRANGEIROS: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

BIGUAÇU - SC
2017

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES

**MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO DE
ESTRANGEIROS: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS.**

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Universidade do Vale do Itajaí, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dra. Rosilene Marcon

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES

**MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO DE
ESTRANGEIROS: UMA ANÁLISE DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

Esta dissertação foi julgada adequada para a obtenção do título de Mestre em Administração e aprovada pelo Curso de Mestrado Acadêmico em Administração, da Universidade do Vale do Itajaí.

Área de Concentração: Estratégia, Gestão e Sociedade.

Profa. Dra. Rosilene Marcon
Coordenadora do Programa

Banca Examinadora:

Profa. Dra. Rosilene Marcon
Orientadora
UNIVALI

Profa. Dra. Anete Alberton
UNIVALI

Prof. Dr. Jeferson Lana
UNIVALI

Prof. Dr. Sílvio Parodi Oliveira Camilo
UNESC

Dedico este trabalho ao meu Marido Gustavo Lima Soares,
meu grande amor e também apoiador na academia, na vida e em tudo.

AGRADECIMENTOS

Parecia que este momento nunca chegaria... mas enfim chegou a parte de escrever o tão esperado tópico agradecimentos!

Primeiramente, quero agradecer a Deus que me guiou até aqui. Desde o início da minha jornada de vida e acadêmica, cada minuto sei que foi conduzido e permitido por Ele. Afinal, o próprio folego de vida foi Ele quem me deu. Então a Ele, toda a honra e toda a glória.

Quero agradecer também ao meu marido Gustavo Lima Soares, que no começo do mestrado era namorado, depois noivo e agora marido. Obrigada meu amor por toda a força, todo o carinho, todo o cuidado que tivestes comigo neste momento. Sem isto, não seria possível ter vivido estes meses tão trabalhosos. Cada noite de sono perdida, cada minuto que tu passou ao meu lado durante a coleta, eu com as minhas infundáveis planilhas e você com o seu “vai firme que eu tô aqui!” Agradeço a Deus todos os dias pela sua vida e pelo companheirismo que temos! Juntos somos mesmo mais fortes!

Agradeço também a minha família, minha mãe, meu irmão, minha sogra, meu sogro e ao meu pai. Mãe, sem suas orações, força e exemplo, não teria chego até aqui, quero lhe dar sempre mais e mais orgulho, obrigada por tudo. Alan, obrigada por todo o esforço em me ajudar neste trabalho e também por sempre me lembrar que “o que não me “MALTA, me FOLTACE”, sem palavras para te agradecer. Sogra e sogrinho queridos, obrigada por compreender minha ausência e sempre me apoiar, tudo isto tornou a caminhada mais fácil.

Aos amigos de jornada Zilton, Helena e Felipe, obrigada por terem tornado os trabalhos e as aulas um lugar mais agradável. Aos colegas de Grupo: Ruan, Lidinei, Karin e todos os outros que sempre me auxiliaram enviando material, artigos e dando a sua opinião sobre a minha pesquisa. Em especial agradeço aos amigos: Giovana, André e Eduardo Leonel. Muito obrigada por nunca terem poupado esforços em me auxiliar, desde a coleta até as análises, vocês foram fundamentais. Agradeço também a Cris, Lurdes e Carol que muito me auxiliaram nas burocracias acadêmicas. Em especial a Carol que além de me auxiliar, ouvir, apoiar e acalmar, sempre tentava me mostrar que uma hora tudo iria se ajustar. Agradeço também a minha amiga Cristina que sempre me apoiou, compreendeu minha ausência e me animou a seguir em frente. Obrigada amora! As minhas chefes e colegas de profissão Profas. Luciana Merlin Bervian, Francine Simas Neves e Josiane da Luz, muito obrigada por todo o apoio, compreensão e sem dúvida os conselhos que vocês me deram, contribuíram e muito para que eu não parasse na caminhada. O meu mais sincero agradecimento também a Karla Garcia Vailati, colega de Uni Júnior, amiga de Excel, de conselhos, risadas e também ouvido fundamental para as minhas inseguranças. Obrigada mesmo! Quando eu achei que estava tudo perdido você veio com o “somases” e tudo se resolveu!

Aos professores do programa os meus mais sinceros agradecimentos por terem contribuído para a minha formação acadêmica em especial a Profa. Dra. Rosilene Marcon, minha orientadora, com o seu clássico “te acalma”, obrigada por todo o seu empenho e dedicação ao longo deste processo.

Agradeço também aos Profs. Anete, Jeferson e Sílvio pelas suas colocações e também ao Governo do Estado de Santa Catarina por meio da bolsa de estudos UniEdu e a Univali com a bolsa para funcionários que me possibilitaram condições financeiras para concluir este mestrado.

Quando eu era filho aos pés de meu pai, tenro e único em estima diante de minha mãe, ele me ensinava e me dizia: Retenha o teu coração as minhas palavras; guarda os meus mandamentos e vive. Adquire a sabedoria, adquire o entendimento; não te esqueças nem te desvies das palavras da minha boca. Não a abandones e ela te guardará; ama-a, e ela te preservará. A sabedoria é a coisa principal; adquire, pois, a sabedoria; sim, com tudo o que possuis adquire o entendimento. Estima-a, e ela te exaltará; se a abraçares, ela te honrará, ela dará à tua cabeça uma grinalda de graça; e uma coroa de glória te entregará”. Pv. 4.3-9.

RESUMO

Os fluxos internacionais mundiais de recursos vêm apresentando redução ao longo dos últimos anos. Porém, apesar disto, o Brasil continua sendo o principal receptor de recursos advindos do investimento estrangeiro direto, acumulando em 2016 47% do total destinada à região da América Latina e Caribe. Neste contexto, este trabalho tem como objetivo analisar os efeitos dos mecanismos internos de governança na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto no período de 2007 à 2016 sob a ótica da teoria da agência. A amostra é composta por 581 empresas listadas na B3, Bolsa de Valores brasileira. Dentre as variáveis selecionadas têm-se quatro classes: identidade do acionista, Conselho de Administração, ambiente empresarial e ambiente macroeconômico. Dizem respeito à identidade do acionista nove classes advindas da teoria: família, propriedade privada nacional, investidor institucional, investidor estrangeiro, Governo, tesouraria e outros. Da base de empresas selecionadas, foram classificados 24.247 acionistas. No que diz respeito ao Conselho de Administração buscou-se verificar a quantidade total de conselheiros, a independência e a dualidade destes utilizando variáveis *dummys*. No que diz respeito as variáveis de controle, buscou-se verificar as que refletem o ambiente da empresa. Foram utilizadas as que refletem o desempenho e o setor no qual a empresa está inserida: que são: ROA, Ebitda e Q-Tobin. Já a respeito do ambiente macroeconômico as variáveis selecionadas refletem tanto o funcionamento do mercado de capitais, quanto da economia como um todo. Os dados em painel não balanceado, foram analisadas através da correlação e regressão com efeitos fixos. Os resultados foram estatisticamente significantes para a relação com acionistas classificados como família, propriedade privada ordinária, investidor institucional, Governo A (controlador) e Governo C (fundos de pensão), todos estes com coeficiente negativo. Demonstrando assim que o investidor estrangeiro responde a presença destes outros acionistas de maneira negativa, ou seja, a tendência é que ele venha menos para empresas com estas classificações. Já os coeficientes positivos foram encontrados na propriedade privada preferencial e Governo B preferencial (bancos de desenvolvimento). No que tange ao Conselho, as variáveis independência e presença de membros classificados como internos, foram significantes com coeficientes negativos. Segundo os dados, o investidor reage positivamente frente ao comportamento do dólar – câmbio. Quanto ao desempenho a única variável significativa foi o Q-Tobin, este com coeficiente positivo, ou seja, na variável que busca refletir o valor da empresa, mensurado alternativamente pela razão entre valor da firma e ativo total o investidor estrangeiro sente-se atraído a investir se o valor da empresa for positivo.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Estrutura de Propriedade. Investidor Estrangeiro.

ABSTRACT

International flows of global capital have been declining over the last few years. However, in spite of this, Brazil continues to be the main recipient of resources from foreign direct investment, accumulating 47% of the total destined for the region of Latin America and the Caribbean in 2016. In this context, this paper aims to analyze the effects of internal governance mechanisms on the participation of foreigners in Brazilian publicly traded companies from 2007 to 2016, from the perspective of agency theory. The sample is made up of 581 companies listed on the B3, the Brazilian Stock Exchange. Among the selected variables, there are basically four classes: shareholder identity, Board of Directors, business environment, and macroeconomic environment. According to the identity of the shareholder, there are nine classes coming from the theory: family, national private property, institutional investor, foreign investor, Government - subdivided into three groups, treasury and others. Of the selected companies, 24,247 shareholders were classified. Regarding the Board of Directors of each of the companies, the independence, size and duality of these companies were analyzed for each year analyzed, using dummy variables and also the total values. Regarding the variables that reflect the company's environment, those that reflect the performance and the sector in which the company is inserted were used. The control variables were: ROA, Ebitda and Tobin's Q. Regarding the macroeconomic environment, the variables reflect both the functioning of the capital market and the economy as a whole. The unbalanced panel data were analyzed through correlation and fixed effects regression. The results were statistically significant for the relationship with shareholders classified as family, ordinary private property, institutional investor, Government A (controller) and Government C (pension funds), all of these with a negative coefficient. On the other hand, positive coefficients were found in preferred private ownership and preferred government B (development banks). Regarding the Board, the variables independence and presence of members classified as internal were significant, with negative coefficients. According to the data, the investor reacts positively to the behavior of the dollar exchange rate. Regarding performance, the only significant variable was Tobin's Q, which had a positive coefficient.

Keywords: Corporate Governance. Ownership Structure. Foreign Investor.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Relações entre Principal e Agente	21
Quadro 2 - Elementos Chave ou Princípios Básicos de Governança Corporativa.....	29
Quadro 3 - Síntese da Classificação dos Mecanismos de Governança por Autor.....	32
Quadro 4 - Relação dos Mecanismos de Governança com base na nomenclatura e descrição	33
Quadro 5 - Classificação quanto a Identidade do Acionista	45
Quadro 6 - Classificação quanto a Identidade do Acionista utilizada nesta pesquisa.....	46
Quadro 7 - Resumo dos trabalhos empíricos.....	49
Quadro 8 - Síntese das fontes.....	57
Quadro 9 – Descrição e operacionalização das variáveis independentes	60
Quadro 10 - Descrição e operacionalização das variáveis independentes - Conselho de Administração.....	61
Quadro 11 - Descrição Operacional das Variáveis.....	62
Quadro 12 - Descrição da operacionalização dos objetivos da pesquisa	66
Quadro 13 - Síntese Regressões.....	80
Quadro 14 - Síntese dos principais resultados da pesquisa	84
Gráfico 1 - Histograma de normalidade da variável dependente.....	69
Figura 1 - Conflito Principal-Agente e Conflito Principal-Principal.....	26
Figura 2 - Relação entre as variáveis.....	65

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Frequência de empresas por ano pesquisado	67
Tabela 2 - Empresas pesquisadas por setor	68
Tabela 3 - Síntese dos resultados encontrados.	70
Tabela 4 - Matriz de Correlação - Identidades	71
Tabela 5 - Síntese das informações do Conselho de Administração	72
Tabela 6 - Análise do Chairman	73
Tabela 7 - Matriz de Correlação – Conselho de Administração	73
Tabela 8 - Matriz de Correlação – Variáveis de Controle	75
Tabela 9 – Regressão 1	76
Tabela 10 - Teste de Multicolinariedade	77
Tabela 11 - Regressão 2 - Excluídas as multicolinariedades	78
Tabela 12 - Regressão 3 - variáveis significantes a 0,10	79

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	13
1.2 OBJETIVOS.....	15
1.2.1 Objetivo Geral	15
1.2.2 Objetivos Específicos	15
1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS	15
1.4 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO.....	18
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	20
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	20
2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA	23
2.2.1. Mecanismos de Governança.....	29
2.2.2. Mecanismos Externos	34
2.2.3. Mecanismos Internos	38
2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE	41
2.4 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO.....	47
2.5 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES.....	49
3. METODOLOGIA	56
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	56
3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E FONTE DE DADOS	56
3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	58
3.3.1 Variáveis Dependentes	58
3.3.2 Variáveis Independentes	59
3.3.3 Variáveis Controle	62
3.6 MÉTODO.....	63
3.6.1 Método Estatístico	63
3.6.2 Modelo de Regressão	64
3.7 RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS	65
3.8 ESQUEMA DA PESQUISA	65
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	67
4.1 DESCRIÇÃO GERAL DA AMOSTRA	67

4.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES	68
4.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES	69
4.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE	74
4.5 MODELO DE REGRESSÃO	76
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
5.1 CONCLUSÕES	85
5.2 LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS.....	87
REFERÊNCIAS.....	89
APÊNDICES.....	100
APÊNDICE A – DADOS EM PAINEL.....	100
APÊNDICE B – TESTE DE HAUSMAN	100
APÊNDICE C – TESTE DE NORMALIDADE.....	100
APÊNDICE D – LOG DO STATA.....	101

1. INTRODUÇÃO

Este capítulo tem como objetivo apresentar a contextualização do tema e problema desta pesquisa. Em seguida, os objetivos, geral e específicos, que buscar-se-á atingir. Seguido da justificativa, contribuições teóricas e empíricas, e por fim, a estrutura de capítulos que compõe este trabalho.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

As pesquisas acerca de governança corporativa, quer sejam nacionais ou internacionais, são vastas e realizadas há mais de cinquenta anos (CARVALHAL-DASILVA, 2002). O grande foco dos estudos tem sido os mecanismos internos, mais especificamente conselho de administração e estrutura de propriedade (RIBEIRO; SANTOS, 2015); as relações destes com o desempenho da empresa (AGUILERA *et al.*, 2015; GOMES, 2016); e estudos a respeito da concentração ou dispersão acionária, que buscam contribuir para a propensão ou aversão ao risco (DHILLON; ROSSETTO, 2015).

No Brasil, o debate se intensificou na década de 1990, onde as relações entre acionistas majoritários, minoritários e administradores passaram a ser impactadas pela reestruturação societária ocasionada pelas privatizações e entradas de novos sócios, principalmente estrangeiros e investidores institucionais (CARVALHAL-DASILVA, 2002).

Shleifer e Vishney (1997), afirmam que a estrutura de controle e propriedade, juntamente com a proteção legal, são os determinantes da governança corporativa, uma vez que a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas tende a incentivá-los a tomar uma postura mais ativa, focando no desempenho da firma. Além disto, segundo a identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional), ele terá estratégias e prioridades diferentes para a empresa. Se a identidade do proprietário do capital influencia em sua postura na empresa, a preferência, ou aspectos que influenciam a decisão de investimento deste em uma empresa, devem ser verificados (CUNHA, 2012).

Esta afirmação deixa claro que os aspectos levados em consideração pelo estrangeiro para realizar investimento em uma empresa devem ser estudados. Comumente, os trabalhos afirmam que a estrutura de propriedade determina a governança corporativa. Porém, Cunha (2012) propõe o contrário, estudar os aspectos de governança que influenciam a estrutura de propriedade. Mais especificamente, a decisão dos investidores estrangeiros em investir ou não para um determinado país. Neste trabalho foi seguida a mesma vertente de análise, com o objetivo de analisar os mecanismos internos de governança (estrutura de propriedade e conselho) e a participação do estrangeiro. Esta participação foi considerada utilizando a presença de estrangeiros enquanto acionistas proprietários de ações ordinárias.

Para La Porta *et. al.* (2000), a proteção legal para assegurar os direitos de propriedade é vista como um dos aspectos mais relevantes na decisão de alocação. Chan, Covrig e NG (2005) por sua vez, afirmam que aspectos econômicos, de controle de capitais e tributação, influenciam esta decisão. Cunha (2012), ao buscar compreender de maneira mais detalhada esta influência, afirma que, a decisão de alocação é influenciada por características relacionadas à governança, mais especificamente nas que dizem respeito a estrutura de propriedade e controle. Aguilera *et. al.* (2015), afirmam que analisar a influência da governança corporativa na decisão dos investidores, mais especificamente dos estrangeiros em empresas de capital aberto, é uma nova perspectiva para os estudos de governança. Esta pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos, institucionais ou de mercado, que estimulam os dirigentes da companhia em suas decisões diárias a tomarem decisões focadas no valor da empresa e na maximização para o investidor (DENIS; McCONNELL, 2003).

Silveira, Barros e Famá (2004) abordam que, apesar das empresas serem de um mesmo país, é provável que, as especificidades operacionais e os diferentes interesses destas por governança corporativa atraiam mais ou menos o investidor estrangeiro. Diante deste contexto, formulou-se a questão que norteou a presente pesquisa: Qual o efeito dos mecanismos internos de governança conselho de administração e identidade do acionista na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto?

1.2 OBJETIVOS

Para responder à pergunta de pesquisa foram propostos o objetivo geral e os específicos descritos nos tópicos a seguir:

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa conselho de administração e identidade do acionista na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a. Categorizar os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto.
- b. Identificar a participação dos investidores estrangeiros das empresas listadas na B3.
- c. Relacionar as participações dos proprietários, por identidade, com a participação dos acionistas estrangeiros das empresas brasileiras de capital aberto.
- d. Relacionar os mecanismos internos com a participação dos investidores estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto.

1.3 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES TEÓRICAS

Estudos da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), afirmam que o investimento estrangeiro direto (IED) na América Latina e no Caribe caíram 7,9% em 2016, se comparado com 2015, chegando a 167,04 bilhões de dólares, valor que demonstra uma queda acumulada de 17,0% em relação a máxima

de 2011. Outro ponto relevante a ser observado é que, os fluxos mundiais de IED em 2016, foram de 1,7 trilhões de dólares, uma queda de 2% em relação a 2015. As economias desenvolvidas receberam 59% dos fluxos (aumento de 5%) e as economias em desenvolvimento receberam 37% (queda de 14%), porém, apesar desta redução, o Brasil continua sendo o principal receptor de recursos, acumulando 47% do total para a região (CEPAL, 2017).

Este cenário demonstra que, existem aspectos por trás das decisões de investimento por parte do estrangeiro, indo além da análise do funcionamento da firma. Desta maneira, compreender os aspectos que influenciam a decisão do investidor ao realizar investimentos em um país diferente do seu, torna-se mais importante para compreender e possibilitar a atração deste recurso (CUNHA, 2012). Este trabalho buscou verificar se esta afirmação aplicasse ao cenário brasileiro.

No âmbito mundial, diversos esforços vêm sendo realizados para que haja recuperação econômica e melhoria no ambiente de negócios. Processos como a nova edição dos Princípios de Governança do G-20/OCDE, o desenvolvimento de modelos de relato corporativo integrado e uma maior reflexão sobre o padrão de governança das organizações no mundo ilustram este processo. No Brasil, este processo não é diferente. O crescimento da preocupação atrelado a um aumento nos debates sobre corrupção envolvendo agentes públicos e privados, estão trazendo à tona cada vez mais a responsabilidade dos diferentes agentes de governança (IBGC, 2015). Justificando assim, a escolha do Brasil como país utilizado para esta pesquisa.

A literatura tende a dividir a governança por meio dos mecanismos internos e externos. Esta divisão, baseia-se no local do surgimento do mecanismo, emanam de dentro da empresa ou de fora dos limites desta (AGUILERA *et. al.* 2015). A maioria dos trabalhos que analisam a governança corporativa o fizeram focando em um dos mecanismos e a relação deste com o desempenho da firma (THOMSEM; PEDERSEN, 2000; SILVEIRA, 2002; OKIMURA, 2003; CAMPOS, 2006; OKIMURA *et. al.* 2007). Geralmente, o tratamento dado à governança é algo endógeno, ou seja, intrínseco à empresa, e, deste depende a vinda do investidor (DEMSETZ; LEHN, 1985; DEMSETZ; VILLALONGA, 2001; CUNHA, 2012; CAIXE; KRAUTER, 2014) sendo analisado o investidor estrangeiro como variável dependente.

Silveira (2002), buscou investigar se existe uma estrutura de governança corporativa melhor ou ideal, seu foco foi no mecanismo “Conselho de Administração”. Analisando os anos de 1998 a 2000, com base nos dados das companhias abertas brasileiras, considerou como variáveis dependentes as que demonstravam valor e desempenho, já as independentes estavam relacionadas a governança corporativa e eram: diretor executivo como presidente do conselho, tamanho do conselho e independência do conselho.

A primeira apresentou os resultados mais importantes, com forte evidência de que, em média, as empresas têm pessoas diferentes ocupando estes cargos. Já a segunda, apresentou relação não linear, sugerindo que, o melhor desempenho é alcançado com um número intermediário de conselheiros, e por fim, a independência do conselho não apresentou significância. O mecanismo Conselho de Administração é amplamente utilizado para analisar o ambiente empresarial (DALTON *et. al.*, 1999; SILVEIRA, 2002; IBGC, 2009; LANA, 2013; BUENO, 2016).

Carvalho-da-Silva (2004), por sua vez, buscou analisar os efeitos da estrutura de propriedade e controle no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos. Analisando 225 empresas listadas na Bovespa no ano de 2000, conclui que, nas empresas pesquisadas, há um alto grau de concentração do capital votante. Inclusive, quando não há um acionista majoritário, o maior acionista possui uma parcela significativa do capital votante, ambas situações similares a encontrada por La Porta *et. al.* (1999).

Okimura (2003), encontrou que existe influência da concentração de votos no valor da empresa, porém, esta passa a ser negativa no valor quando há excesso de votos e positiva no desempenho. Como pode ser visto, grande parte dos trabalhos relacionam estrutura e concentração de propriedade ao desempenho da firma. Existem ainda, trabalhos que focam especificamente em uma identidade de proprietário, como é o caso de Brey *et. al.* (2014) e Arreola (2014), que trabalham apenas com o Acionista “Governo”. Demonstrando assim, uma lacuna nas outras identidades. Porém, no Brasil, ainda há poucos estudos que apresentam as categorias dos acionistas e estudam especificamente esta parte da estrutura de propriedade.

Desender *et. al.* (2016) afirmam que, no que diz respeito ao proprietário estrangeiro, são comuns estudos que apontem para a capacidade deste de mudar a

governança corporativa da empresa na qual ele está instalado Já Cunha (2012) e Caixe e Krauter (2014) buscam demonstrar o contrário, ou seja, o investidor estrangeiro vindo pela governança que a empresa já possui, mesma intenção desta pesquisa. Isto justifica-se, pois, sabendo o que atrai o estrangeiro, no que tange a governança corporativa, as empresas podem modificar seus mecanismos internos.

O debate sobre governança corporativa no Brasil se intensificou em função das mudanças nas relações entre majoritários e minoritários, predominantemente após as privatizações e entradas de novos sócios (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). De maneira geral, em economias emergentes, a partir dos anos 1990, houve um processo de dispersão das empresas anteriormente estatais o que modificou a estrutura de propriedade das empresas. Cunha (2012), argumenta que a decisão de alocação de investidores é influenciada por características ligadas à estrutura de propriedade e controle das empresas. Aguilera; Crespi-Cladera (2016) afirmam que a estrutura de propriedade é uma dimensão versátil e poderosa para explicar a governança observada nas empresas ao redor do mundo. De modo que não há como ter uma simples caracterização da forma de propriedade, mas deve-se haver uma análise profunda, buscando compreender os interesses dentro da empresa.

Neste trabalho, o objetivo é analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa, conselho de administração e estrutura de propriedade, na participação de estrangeiros como proprietários das empresas de capital aberto preenchendo assim essas lacunas, proporcionando uma contribuição teórica, complementando os estudos sobre governança e estratégia. Já como contribuição empírica e prática, pretende-se, ao identificar o que tem efetivamente significância para atrair o investidor estrangeiro, auxiliar as empresas que possuem interesse em atrair este tipo de acionista.

1.4 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO

A presente dissertação está organizada em cinco capítulos. Este capítulo tratou da contextualização do tema, dos objetivos da pesquisa, sua justificativa e este tópico de organização.

O segundo capítulo é composto pela fundamentação teórica, onde são apresentadas a teoria da agência, governança corporativa, mecanismos de governança, com o aprofundamento dos mecanismos internos de governança. Na sequência, é analisado o investimento estrangeiro direto, mais especificamente a participação do Investidor Estrangeiro (com direito a voto) nas empresas de capital aberto. Ao final do capítulo serão apresentadas as hipóteses de pesquisa.

No capítulo três serão apresentados os procedimentos metodológicos, bem como a descrição detalhada do processo de coleta e das variáveis pesquisadas. No capítulo 4 serão apresentados os resultados da pesquisa, e por fim, as considerações finais, referências e apêndices.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo fundamentam-se as teorias necessárias à compreensão do tema desta dissertação. Inicialmente, foi feita a apresentação da teoria da agência, bem como a definição de governança corporativa e mecanismos de governança. No segundo momento, buscou-se aprofundar os mecanismos de governança corporativa dando principal ênfase ao mecanismo interno: estrutura de propriedade e conselho de administração. Por fim, serão apresentados os trabalhos empíricos que deram base à elaboração das hipóteses, apresentando na sequência.

2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

As empresas de capital aberto recebem recursos de agentes econômicos dos mais diversos tipos e das mais diversas nacionalidades. Esta relação, baseia-se predominantemente em contratos que, por sua vez, regem todos os tipos de empresas. A relação de agência consiste em um contrato sob o qual uma ou mais empresas, denominada principal, contratam a outra pessoa, chamada de agente, para executar em seu nome um serviço que implique a incumbência de algum poder de decisão. Smith (2003), afirmou que não se pode esperar que membros de empresas de capital aberto, gestores do dinheiro alheio, o protejam da mesma forma que os sócios o protegeriam. Assim sendo, o conflito sempre existe neste tipo de relação.

Se ambas as partes pensarem em maximizar a utilidade, é plausível acreditar que existe uma boa chance de o agente não agir sempre pelos melhores interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). Contudo, isto tende a ser minimizado em situações onde o administrador é o proprietário, pois neste caso, ao buscar maximizar a riqueza da empresa, maximiza a sua própria também. Cumprindo assim, a principal meta do administrador, que é maximizar a riqueza do acionista, neste caso a sua própria (KAYO; FAMÁ, 1997).

Porém, é válido ressaltar que este tipo de relação conflituosa não é exclusividade apenas da relação entre proprietário e os demais funcionários, mas também acontece entre os acionistas minoritários e majoritários (LA PORTA *et. al.*, 1999). A relação de agência pode acontecer em situações que não há uma relação

clara de principal-agente, porém há uma cessão de poder a outrem. Bueno (2016), exemplifica as relações entre Principal-Agente, onde a característica comum vem a ser a divisão entre propriedade e controle, conforme apresentado no Quadro 01.

Quadro 1 - Relações entre Principal e Agente

Principal – Agente	Expectativas do PRINCIPAL referentes às ações do AGENTE
Acionistas- Gestores	Maximização da sua riqueza
Debenturistas - Gestores	Garantia do seu retorno
Credores – Gestores	Cumprimento dos contratos de financiamento
Clientes – Gestores	Recebimento de produtos de valor conforme suas preferências (qualidade, tempo, serviço e custo)
Governo – Gestores	Cumprimento das obrigações fiscais, trabalhistas e previdenciárias da empresa
Comunidade – Gestores	Preservação dos interesses comunitários, cultura, valores e meio ambiente.
Gestores – Empregados	Trabalhem com o melhor de seus esforços, visando atender as suas expectativas
Gestores – Fornecedores	Supram as necessidades de materiais, no momento necessário, nas quantidades requisitadas
Principal – Principal Acionistas minoritários e majoritários	Seus interesses sejam assegurados de modo a não haver expropriação de suas riquezas

Fonte: Bueno (2016).

Desta forma, pode-se verificar que mesmo em cenários onde ambos são proprietários, ainda há diferenças ou conflitos, no que diz respeito à intenção ou interesse. Todo problema de agência gera custos, e, objetivando minimizar estes, há uma ampliação da fiscalização em todo o processo. Para que este controle seja realizado, há uma ampliação dos chamados custos de agência.

A teoria dos custos de agência, desenvolvida com maior ênfase a partir do trabalho de Jensen e Meckling (1976), sendo este, inclusive, considerado o marco inicial das pesquisas em governança corporativa, buscando dar um novo enfoque na relação existente entre as partes envolvidas em um contrato. O pressuposto base desta teoria, é que os agentes tendem a ser oportunistas e egoístas, salvo que sejam controlados de maneiras eficazes, eles buscarão sim o benefício próprio em detrimento do dono do capital (principal).

Os custos de agência são representados pelo somatório dos custos de elaboração e estruturação dos contratos entre o principal e o agente, das despesas de monitoramento das atividades dos agentes, dos gastos realizados para a promoção da transparência entre o principal e o agente, perdas residuais provenientes da

redução da riqueza do principal por um eventual desajuste entre os interesses e decisões do agente em relação a ele (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 2001).

No que tange às fontes do conflito, as principais fontes entre proprietários e gestores, segundo Jensen e Meckling (1976), são: diferenciais de exposição ao risco; diferentes horizontes temporais; superinvestimento; escolha do nível de esforço; mordomias; disputas sobre os níveis ótimos de dividendos e investimentos entre credores e acionistas; e conflitos entre sócios. Desta forma, se torna necessário verificar a separação entre propriedade e controle nas empresas.

Berle e Means (1984) afirmaram que a separação entre propriedade e controle nas empresas produz uma condição onde os interesses do proprietário e do gerente final podem divergir; bem como Smith (2003) em seu trabalho seminal, já afirmava. Para Fama (1980), a empresa é disciplinada pela concorrência, sendo forçada a evoluir no que diz respeito ao monitoramento eficiente dos dispositivos de controle, quer seja sobre toda a equipe ou sobre os membros individuais.

Os custos de agência existem nas mais diversas relações e surgem em qualquer situação que envolve esforço de cooperação, não apenas entre principal-agente, em cada relação onde existir um conflito gerador de custo, há um problema de agência. Vale ressaltar que, em se tratando do Brasil, houve ao longo da última década um forte movimento para valorizar as empresas que possuem uma maior preocupação em proteger os interesses do principal (acionistas), tais como: a criação dos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBovespa (2016) no ano 2000 e a modificação por parte do legislativo brasileiro em aprovar a nova Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 11.638/2007 (BRASIL, 2007).

A teoria da agência trata predominantemente dos custos de agência. Estes fatores são agravados pelo fato de que existe assimetria de informação entre agente e principal (EISENHARDT, 1989), e que, qualquer situação que envolva o esforço cooperativo por parte de duas ou mais pessoas, mesmo se não houver uma relação de principal-agente ou principal-principal claramente definida, implica em custos de agência (JENSEN; MECKLING, 2008).

A governança corporativa teve origem justamente nas buscas de soluções para o problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle.

2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Jensen e Meckling (1976) ao aplicarem a teoria da agência à corporação moderna, relacionando com os custos da agência e a existência potencial de contratos conflituosos, o que pode, em última análise, reduzir o valor da empresa, serve como base para a pesquisa sobre governança corporativa.

Nas décadas de 1970 e 1980, a pesquisa foi amplamente focada nas empresas dos Estados Unidos. Já na década de 1990, países como Japão, Alemanha e Reino Unido ganharam destaque. No início dos anos 2000 por sua vez, os países emergentes vêm sendo alvo destes estudos (DENIS; McCONNELL, 2003).

Governança corporativa é o conjunto de restrições aplicadas sobre os gestores, por eles mesmos ou pelos investidores, buscando reduzir a alocação inadequada de recursos *ex post*, e induzir os investidores a fornecerem mais recursos *ex ante* (OKIMURA, 2003). Pode ser vista como a maneira pela qual os investidores garantem retorno sobre seu investimento. Porém, é válido ressaltar, que o retorno depende de mecanismos legais e contratuais, do funcionamento dos mercados, bem como do comportamento de diferentes tipos de agentes (SHLEIFER E VISHNY, 1997). Desta forma, as ações que objetivam produzir, por parte da empresa, transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa, podem servir como exemplo para boas práticas de governança (IBGC, 2015).

Denis e McConnell (2003) assumem inclusive, que a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de mecanismos, tanto institucionais, como de mercado, que estimulam os dirigentes da companhia, aqueles envolvidos nas decisões diárias destas, a tomarem decisões que maximizem o valor do capital daqueles que forneceram o capital, ou seja, o agente otimizando o recurso monetário do principal.

Governança corporativa também pode ser vista como o conjunto de práticas que tem por objetivo otimizar o desempenho de uma companhia e proteger todas as partes interessadas (IBGC, 2015). Corroborando com esta definição, pode se afirmar, que é o sistema pelo qual empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, abrangendo as relações entre sócios, conselho de administração,

diretoria, órgãos fiscalizadores e controladores bem como os demais *stakeholders* (IBGC, 2015).

Apesar de existir variação entre os aspectos de governança corporativa nos diferentes estudos disponíveis na literatura, Jensen (2001) resume governança como sendo a estrutura de controle de alto nível, no que trata do poder decisório nas mãos do Conselho de Administração e do CEO (*Chief Executive Officer* – Presidente-Executivo ou Diretor Geral – cargo mais alto na empresa), dos procedimentos para alterar tais decisões, do tamanho e da composição do conselho bem como a remuneração e as ações detidas pelos gestores e membros do conselho. Pois, segundo o autor, estas problemáticas surgem quando há entre gestores e a empresa algum tipo de relacionamento, sobre tudo financeiro.

A *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) ou Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OCDE), emitiu em 1999, os princípios de governança que servem como referência mundial. Mesmo com o referencial, o quadro regulatório de governança, varia de jurisdição para jurisdição apesar disto, a OECD (2017) afirma que, enquanto quase todas as nações, cerca de 84%, têm códigos e princípios, ainda existem algumas que não tem nenhum tipo de código, guiando-se por leis e regulações locais.

É fato que esta modificação de posicionamento não é estática, podendo ocorrer ao longo do tempo. Por exemplo, Portugal introduziu em 2013 um código preparado por um instituto privado além do código criado pelo regulador nacional (OECD, 2017). Silveira, Barros e Famá (2004) e Cunha (2012), afirmam que um índice para mensurar a qualidade de governança corporativa pode ser construído, porém os resultados por estes alcançados, reafirmam a ideia de que a governança corporativa tende a ser determinada de maneira endógena, a partir de características observáveis na empresa como apontado na justificativa deste trabalho.

Crisóstomo e Pinheiro (2015) afirmam que há basicamente dois sistemas institucionais e legais no qual as empresas estão inseridas: o originário da Lei Comum (*Common Law*) predominantemente aplicado nos Estados Unidos e no Reino Unido e o segundo o sistema de Lei Civil (*Civil Law*), muito comum em países da Europa Continental e da América Latina. A diferença entre estes, impacta no tratamento dado aos conflitos de interesses. Onde, no primeiro é comum um mercado de capitais mais

ativo, com baixa concentração de propriedade e um poder da direção das empresas fortes. No segundo, há uma alta concentração da propriedade com os grandes acionistas, estes por sua vez, costumam ter forte influência na composição tanto dos conselhos de administração como da direção da empresa.

Nas economias desenvolvidas, a propriedade e a gestão são frequentemente separadas e os mecanismos legais protegem os interesses dos proprietários. Neste contexto, os conflitos mais analisados são os conflitos principal-agente (PA) entre proprietários e gerentes, respectivamente principal e agente. Outro fator que também impacta no conflito é a identidade do principal, acionista majoritário, esta pode ser relacionada com a concentração da propriedade (CAMPOS, 2006).

Thomsen e Pedersen (2000), afirmam que, a concentração da propriedade mede o poder dos acionistas para influenciar os administradores, e a identidade do proprietário interfere nos seus objetivos e na forma pela qual ele exerce seu poder, pois isto, é refletido na estratégia da companhia no que se refere ao objetivo dos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento. Vale ressaltar, que neste trabalho será analisado especificamente a identidade: investidor estrangeiro

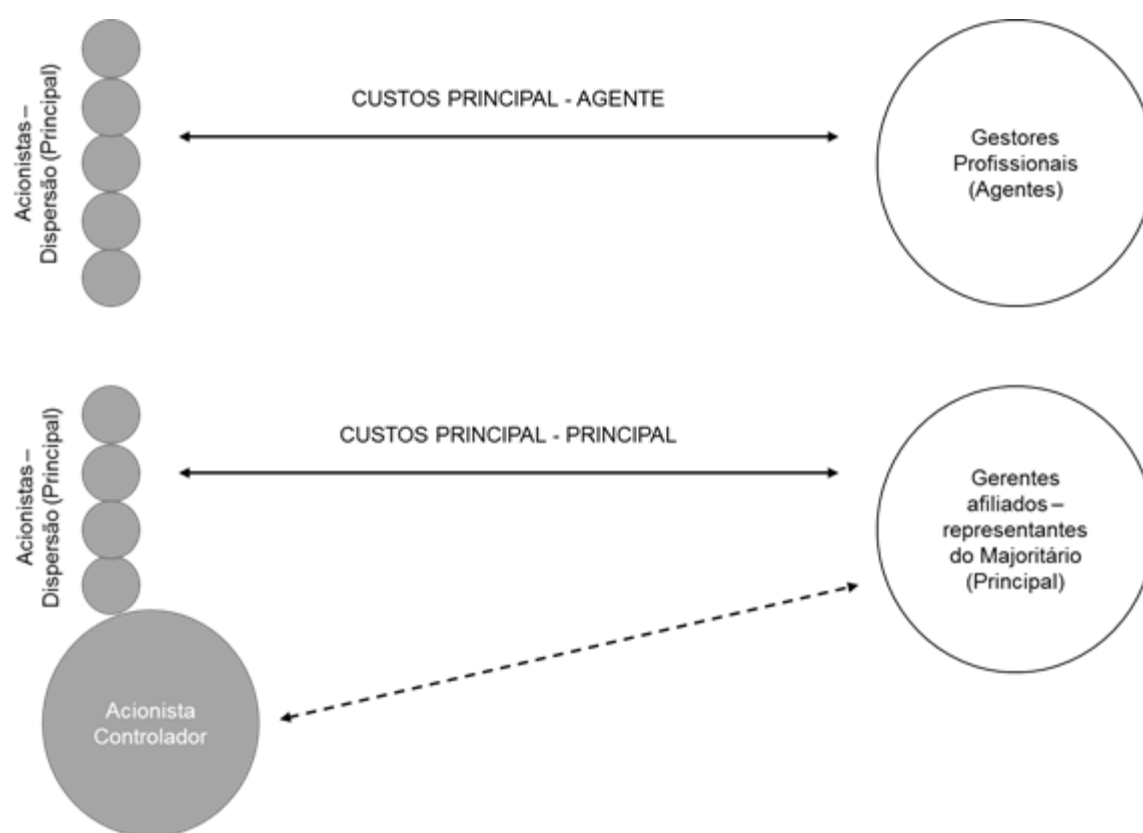
Em economias emergentes, o contexto institucional torna a aplicação dos contratos mais dispendioso e problemático (NORTH, 1990). O que tende a resultar em uma prevalência de propriedades concentradas (DHARWADKAR, *et. al.*, 2000) resultando em conflitos comuns entre acionistas controladores (majoritários) e minoritários. Como exemplo desta situação, tem-se o trabalho de Campos (2006), onde, com base em 136 empresas brasileiras, observou-se uma alta concentração de propriedade, os três maiores acionistas, em média, no período de 1998-2001, detinham em média 81,38% do total das ações. Desta forma, a questão central deixa de ser conflito principal-agente, e passa a ser o conflito principal-principal (PP), pois neste caso, os minoritários veem seus direitos, riqueza e retorno prejudicado pelos majoritários.

Para Andrade e Rossetti (2009), este conflito ocorre com mais frequência em países onde a propriedade é concentrada e o mercado de capitais imaturo, como é o caso da maioria dos países emergentes, incluindo o Brasil. Outro exemplo de situação em que o conflito principal-principal pode impactar a situação da empresa, pode ser encontrada em Arreola (2014). Esta, abordou o papel do Estado enquanto acionista,

ou seja, principal, relacionando-o ao processo de internacionalização das empresas. Os resultados da pesquisa demonstram que quando o Estado se encontra como investidor direto, a empresa pode ser prejudicada quanto a sua internacionalização, pois este processo pode acabar indo contra o governo.

Para dar mais clareza e ilustrar a forma como os conflitos ocorrem, quer seja PA ou PP, foi elaborada a figura 01.

Figura 1 - Conflito Principal-Agente e Conflito Principal-Principal



Fonte: Adaptado de Young *et. al.* (2008).

Na figura 01, foram apresentados os dois conflitos já citados. No primeiro caso, os conflitos mais tradicionais de PA, ocorrem quando, de um lado, estão os acionistas cuja propriedade é dispersa e do outro lado os gestores profissionais, que atuam efetivamente na empresa. A relação entre eles é ilustrada por meio da seta de traço contínuo.

Na parte inferior da figura, tem-se uma relação/conflito diferente, PP, com diversos acionistas. Porém, a concentração acionária de um deles se destaca, este é

o acionista majoritário. A seta de traço contínuo representa a relação entre os acionistas e os gestores, porém este gestor não é igual ao anterior. Os aqui chamados, gestores afiliados, respondem diretamente ao majoritário, podendo inclusive ser membros da família controladora, deixando assim, claro o conflito quando relacionado este gestor com os minoritários (YOUNG, *et. al.* 2008).

Okimura (2003) aborda que um fator que agrava ainda mais esta situação na configuração das empresas de capital aberto é a propriedade dispersa, pulverizada, onde detentores dos ativos das empresas apresentam uma perda de controle sobre a utilização dos recursos devido a distância entre estes – proprietários – e os gestores – detentores do poder de controlador (PP). Por outro lado, afirma-se que, renunciar benefícios da diversificação que deriva da concentração da riqueza de um indivíduo na propriedade de uma fração substancial do capital de uma grande empresa só seria recompensadora se essa participação desse acesso a ganhos privados de controle, o que nem sempre acontece (ALDRIGHI; MAZZER, 2005). Neste trabalho os acionistas serão tratados como principal, visto que todos detêm a posse da ação. De maneira mais específica, como variável dependente, o acionista identificado como investidor estrangeiro, será relacionado com as demais classes de acionistas, ou seja, um conflito principal x principal.

No que tange às dimensões da governança, Silveira, Barros e Famá (2004) afirmaram que esta possui quatro dimensões: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do conselho de administração; e estrutura de propriedade e controle. Mais recentemente, Aguilera *et.al.* (2015), afirmam que o *puzzle*, ou quebra-cabeças da complexa definição de governança corporativa, pode ser sintetizado em quatro elementos chaves: proteção, gestão das relações, importância das informações e ética.

Estes afirmam no primeiro, que a boa governança deve proteger os direitos das partes interessadas e proporcionar um ambiente onde se faça valer a responsabilização e o monitoramento dos executivos bem como a aplicabilidade desta responsabilização. Já o segundo elemento, trata da gestão das relações, afirmando que, a boa governança deve ajudar a mediar as demandas de diferentes agentes, tanto internos quanto externos, ou seja, fazer a gestão com as partes interessadas. O terceiro trata da importância das informações e divulgações, em outras palavras, um

dos fatores-chaves é a transparência. E, por fim, boas práticas de governança devem envolver o fornecimento de orientação ética e estratégica para a empresa. Desta forma, será possível manter um ambiente produtivo entre os *stakeholders*, bem como, um crescimento econômico sustentável (AGUILERA *et.al.*, 2015).

No Brasil, o IBGC (2015) trabalha com estes elementos-chave, chamando-os de princípios básicos de governança corporativa: transparência, equidade, prestação de contas (*accountability*) e responsabilidade. A transparência consiste na disponibilização para as partes interessadas, de informações que sejam de interesse coletivo, não apenas as impostas por leis ou regulamentos. A intenção aqui, é que os fatores, tangíveis e intangíveis, possam ser verificados e analisados para a tomada de decisões dos agentes, a fim de preservar e otimizar o valor da organização.

No que diz respeito a equidade, é verificada pelo tratamento justo e igual de todos os sócios e demais partes interessadas, levando em consideração direitos, deveres, necessidades e expectativas. Vale ressaltar que a preocupação com a equidade tende a reduzir os conflitos, quer sejam eles Principal-Agente ou Principal-Principal, visto que o tratamento isonômico de todos os *stakeholders* reduziria a chance de prevalecer apenas os interesses de um único agente.

A prestação de contas, como o próprio termo afirma, consiste em prestar contas, porém, estas devem ser realizadas de maneira clara, concisa e compreensível. Sendo que os agentes envolvidos nesta prestação, devem assumir integralmente as consequências dos seus atos e omissões, segundo seus papéis. Por fim, a responsabilidade corporativa trata da empresa como um agente capaz de causar externalidades negativas ou positivas (IBGC, 2015).

Desta maneira, a governança deve conduzir ao zelo pela viabilidade econômico-financeira da organização levando em consideração o modelo do negócio, capital humano, financeiro, social, ambiental, dentre vários outros. Quer seja no curto, médio ou longo prazo, a empresa deve objetivar reduzir as externalidades negativas que possam ser geradas pelo seu negócio e operações (IBGC, 2015).

O quadro 02 sintetiza e relaciona os termos de Silveira, Barros e Famá (2004), Aguilera *et. al.* (2015) e os termos utilizados pelo IBGC (2015), deixando claro que, apesar da nomenclatura diferente, estes temas abordam os mesmos aspectos.

Quadro 2 - Elementos Chave ou Princípios Básicos de Governança Corporativa.

Silveira, Barros e Famá (2004)	Aguilera et.al. (2015)	IBGC (2015)	SÍNTESE
Conteúdo das Informações	Proteção	Prestação de Contas (<i>Accountability</i>)	Proteção aos <i>stakeholders</i> , por meio da prestação de contas e da responsabilização dos envolvidos em casos de omissão.
Estrutura de propriedade e controle	Gestão das relações	Equidade	Tratamento justo e mediador, gerenciando os interesses de todas as partes envolvidas.
Acesso às informações	Importância das informações	Transparência	Disponibilizar de maneira correta e responsável as informações sobre a empresa.
Estrutura do Conselho de Administração	Orientação Estratégica e Ética	Responsabilidade	Preocupação com os resultados das ações desenvolvidas internamente, ou seja, preocupação com a ética e a responsabilidade social. Pensando na empresa como um agente de mudança social capaz de possibilitar o crescimento econômico sustentável.

Fonte: Elaborado pela autora (2017), adaptado de Silveira, Barros e Famá (2004), Aguilera et. al. (2015) e IBGC (2015).

Para que a governança corporativa efetivamente funcione, existem os chamados mecanismos de governança, estes podem ser externos ou internos (JENSEN, 1993; DENIS McCONNELL, 2003; OKIMURA, 2003, SILVEIRA, 2004; AGUILERA et. al., 2015). No tópico a seguir serão aprofundados os mecanismos, bem como, outras classificações existentes na literatura.

2.2.1. Mecanismos de Governança

Os mecanismos de governança corporativa são formas de controlar os conflitos de agência, buscando melhorar as assimetrias que são intrínsecas ao funcionamento da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). O objetivo destes é reduzir o impacto dos problemas de agência, alinhando os interesses dos acionistas aos da administração (FAMA, 1980).

De acordo com Jensen (1993), os mecanismos de governança podem ser classificados dentro de quatro categorias chamadas de forças de controle, que visam resolver os problemas ocasionados pela divergência entre as decisões dos gestores e aquelas consideradas ótimas para a sociedade: o mercado de capitais, fusões e aquisições; o sistema legal, político e regulatório; o mercado competitivo – produtos e fatores; e o sistema de controle interno.

A respeito desta classificação, Okimura (2003, p.19) afirma que para a realização da análise de cada um dos mecanismos propostos por Jensen (1993), existem duas questões básicas importantes. A primeira questiona se “o mecanismo efetivamente age no intuito de minimizar o desalinhamento entre os interesses dos administradores e acionistas? ”. Já a segunda indaga se “o mecanismo em questão impacta significativamente no valor e/ou desempenho da empresa? ”

Porém, apesar desta categorização proposta por Jensen (1993), há uma divergência entre os autores. Com base na análise de Denis e McConnell (2003), pode-se afirmar que os mecanismos de governança mais estudados podem ser amplamente caracterizados como sendo interno ou externo à empresa, algo que inicialmente Jensen (1993) não apontou de maneira clara. Este tipo de processo em estudos acadêmicos é comum, visto que um autor toma como base o estado da arte e a partir deste faz novas inferências.

Denis e McConnell (2003) analisaram duas gerações de pesquisas internacionais em governança corporativa. A primeira geração examinou o conselho de administração (composição e remuneração – compensação) e a estrutura de propriedade, sua concentração, mudanças via privatização e os benefícios deste controle. Já externos à empresa, considera aqueles voltados para a relação com o mercado. A típica pesquisa de primeira geração em governança corporativa internacional examina um país em particular, porém ao serem comparados revelam-se diferenças nos sistemas de governança, através dos países. Apesar disto, não é possível compreender porque se observa tais diferenças.

A segunda geração, por sua vez, busca examinar e compreender estas diferenças. Uma importante visão gerada a partir da segunda geração diz respeito à medida que protege o direito dos investidores, ou seja, o sistema jurídico do país como fator de governança. Apontando inclusive, que nações como Estados Unidos e Reino Unido, como possuem uma maior proteção legal, tendem a ter destaque para as propriedades difusas. Já países que possuem baixa proteção legal, podem superar esta falta de proteção com a concentração de propriedade. Outro ponto ressaltado trata da diferença entre controle e propriedade, bem como a relação destes com o valor da firma. (DENIS; McCONNELL, 2003).

No Brasil, Okimura (2003) aborda de maneira mais pontual três mecanismos de governança: políticas de remuneração e estrutura de financiamento como mecanismo interno, e o mercado competitivo do setor de atuação como mecanismo externo. Este por sua vez, dá ênfase maior para a estrutura de propriedade. Silveira (2004) também divide os mecanismos de governança como internos ou externos à empresa. Por mecanismos internos se destacam a estrutura de propriedade e o conselho de administração. Já por mecanismo externo se destaca o mercado de aquisição hostil, mercado de trabalho competitivo e relatórios contábeis periódicos fiscalizados externamente.

Aguilera *et.al.* (2015), após uma vasta revisão da literatura internacional, afirmam que a maioria das pesquisas classifica os mecanismos como internos e externos. Sendo que, no primeiro são encontrados o conselho de administração, a propriedade e os incentivos administrativos e no externo são apontados o sistema legal, o mercado para o controle corporativo, auditoria externa, ativismo dos *stakeholders*, classificação das organizações (*rating*) e os meios de comunicação.

O quadro 03 traz uma apresentação geral relacionando os autores e as suas classificações referentes aos mecanismos de governança seguindo uma ordem cronológica:

Quadro 3 - Síntese da Classificação dos Mecanismos de Governança por Autor

Autor	Classificação	Detalhamento do Mecanismo
Jensen (1993)	Forças de controle	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado de capitais, fusões e aquisições; • Sistema legal, político e regulatório; • Mercado competitivo; • Sistema de controle interno.
Denis e McConnell (2003)	Primeira Geração	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração; • Remuneração do Conselho; • Estrutura de propriedade; • Relação da empresa com o mercado;
	Segunda Geração	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema legal; • Controle x Propriedade.
Okimura (2003)	Mecanismos Internos	• O conselho de administração
		• Políticas de remuneração
		• Estrutura de propriedade
		• Estrutura de financiamento
Mecanismos Externos	• Ambiente legal, político e regulatório	
	• O mercado de capitais e as fusões e aquisições.	
	• O mercado competitivo do setor de atuação	
Silveira (2004)	Mecanismo Interno	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de propriedade; • Conselho de administração;
	Mecanismo Externo	<ul style="list-style-type: none"> • Mercado de aquisição hostil; • Mercado de trabalho competitivo; • Relatórios contábeis periódicos.
Aguilera <i>et.al.</i> (2015)	Mecanismo Interno	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração; • Propriedade; • Incentivos administrativos;
	Mecanismo Externo	<ul style="list-style-type: none"> • Sistema legal; • Mercado para o Controle Corporativo; • Auditoria externa; • Ativismo dos <i>stakeholders</i>; • Classificação das organizações (<i>rating</i>); • Meios de comunicação.

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Como pode ser visto, os autores trabalham com conceitos similares, porém com nomenclaturas diferenciadas. Os autores Jensen (1993); Denis; McConnell (2003) e Aguilera *et. al.* (2015) foram escolhidos por destacam-se internacionalmente na pesquisa de Governança Corporativa. Já Okimura (2003) e Silveira (2004) destacam-se a nível nacional neste tema de pesquisa (RIBEIRO; SANTOS, 2015).

Fazendo uma relação, partindo dos mecanismos e não dos autores, pode se chegar a seguinte análise:

Quadro 4 - Relação dos Mecanismos de Governança com base na nomenclatura e descrição

Síntese	Nomenclatura	Autor	Classificação	
			Interno	Externo
Mercado de Aquisições	Mercado de capitais, fusões e aquisições	Jensen (1993)	Não diferencia	
	Relação da empresa com o mercado	Denis e McConnell (2003)		X
	O mercado de capitais e as fusões e aquisições	Okimura (2003)		X
	Mercado de aquisição hostil	Silveira (2004)		X
	Mercado para o controle corporativo	Aguilera et al. (2015)		X
Sistema Legal	Sistema legal, político e regulatório	Jensen (1993)	Não diferencia	
	Sistema legal	Denis e McConnell (2003)		X
	Ambiente legal, político e regulatório	Okimura (2003)		X
	Não aborda como mecanismo	Silveira (2004)	-	-
	Sistema legal	Aguilera et al. (2015)		X
Mercado Competitivo	Mercado competitivo	Jensen (1993)	Não diferencia	
	Relação da empresa com o mercado	Denis e McConnell (2003)	-	X
	O mercado competitivo do setor de atuação	Okimura (2003)		X
	Mercado de trabalho competitivo	Silveira (2004)		X
	Mercado para o controle corporativo	Aguilera et al. (2015)		X
Controles	Sistema de controle interno	Jensen (1993)	Não diferencia	
	Controle x Propriedade	Denis e McConnell (2003)	X	-
	Não considera	Okimura (2003)	-	-
	Relatórios contábeis periódicos	Silveira (2004)		X
	Auditoria Externa	Aguilera et al. (2015)		X
	Ativismo dos <i>stakeholders</i>	Aguilera et al. (2015)		X
Conselho de Administração	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Conselho de administração	Denis e McConnell (2003)	X	
	Conselho de administração	Okimura (2003)	X	
	Conselho de administração	Silveira (2004)	X	
	Conselho de administração	Aguilera et al. (2015)	X	
Estrutura de Propriedade	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Estrutura de propriedade	Denis e McConnell (2003)	X	
	Estrutura de propriedade	Okimura (2003)	X	
	Estrutura de propriedade	Silveira (2004)	X	
	Propriedade	Aguilera et al. (2015)	X	
Incentivos	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Remuneração do Conselho	Denis e McConnell (2003)	X	-
	Políticas de remuneração	Okimura (2003)	X	
	Não considera	Silveira (2004)	-	-
	Incentivos administrativos	Aguilera et al. (2015)	X	
Financiamento	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Não considera	Denis e McConnell (2003)	-	-
	Estrutura de financiamento	Okimura (2003)	X	
	Não considera	Silveira (2004)	-	-
	Não considera	Aguilera et al. (2015)	-	-
Rating	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Não considera	Denis e McConnell (2003)	-	-
	Não considera	Okimura (2003)	-	-
	Não considera	Silveira (2004)	-	-
	Classificação das organizações	Aguilera et al. (2015)	-	X

Mídia	Não considera	Jensen (1993)	-	-
	Não considera	Denis e McConnell (2003)	-	-
	Não considera	Okimura (2003)	-	-
	Não considera	Silveira (2004)	-	-
	Meios de comunicação	Aguilera et al. (2015)		X

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Com base no quadro 04, pode-se verificar que Aguilera *et. al.* (2015) são os autores que consideram um maior número de mecanismos como impactantes para a governança corporativa. No entanto, sob a ótica do mecanismo, no âmbito interno os que apresentam maior convergência entre os autores são a estrutura de propriedade e o conselho de administração. E no âmbito externo, o mercado de aquisições e o mercado competitivo.

Apesar disto, pesquisas mais atuais apontam que fatores como avaliação das agências de *rating* (KHANNA, 2009; LENNOX; PITTMAN, 2011) e a influência da mídia (BUSHEE *et. al.*, 2010; LIU; McCONNELL, 2013) podem impactar o ambiente e a realidade da empresa, tanto de forma positiva, ao reduzir assimetrias de informações, quanto negativa, ao reagir de maneira lenta no ajuste dos *ratings* de empresas com problemas financeiro, por exemplo.

Nos próximos tópicos será fundamentada a classificação dos mecanismos proposta por Aguilera *et. al.* (2015), por possuir relevância internacional e ser a classificação mais completa das citadas anteriormente. Como o objetivo deste trabalho é observar a participação do investidor estrangeiro, será analisado de maneira mais aprofundada os dois mecanismos internos que, conforme o quadro 04, são mais recorrentes na teoria: estrutura de propriedade e conselho de administração, pretendendo-se assim, compreender se estes mecanismos atraem o investidor estrangeiro.

2.2.2. Mecanismos Externos

No que diz respeito as possíveis formas externas de controle dos conflitos de agência tem-se os chamados mecanismos externos. Sistema legal ou ambiente jurídico, o controle do mercado corporativo, auditores externos, ativismo dos *stakeholders*, agências de *rating* ou classificação das organizações, e a mídia ou

meios de comunicação, são os mecanismos externos de governança corporativa apontados por Aguilera *et. al.* (2015).

O sistema jurídico refere-se ao conjunto de estruturas e processos no qual as empresas estão incorporadas, mais especificamente a lei. É considerado um mecanismo formal e normativo, pois define as regras que a empresa deve cumprir, e deve vir acompanhado de meios institucionais para a sua aplicação (AGUILERA *et. al.*, 2015).

La Porta *et. al.* (1998) argumentam que a medida em que as leis de um país protegem os direitos dos acionistas e estas leis são efetivamente aplicadas, existe espaço para as finanças e a governança corporativa evoluírem. Pode-se compreender também que, os sistemas regulatório, político e legal, podem ser visualizados como sendo instrumentos que tentam solucionar os problemas de ineficiências dos gestores, também chamados de desperdício de comportamento gerencial (JENSEN, 1993). Quanto maiores forem os níveis de proteção das leis do país relacionados aos direitos dos investidores, bem como os níveis de esforço para a aplicação dessas leis, reduzidos serão os desacordos entre interesses de acionistas e gestores.

Friedman, Johnson e Mitton (2002) afirmaram que empresas localizadas em países com baixa proteção legal para com os acionistas minoritários, tendem a ter menos acesso ao mercado de capitais e possuir uma maior alavancagem financeira. Sobre este aspecto, pode-se relacionar a teoria institucional com trabalhos como: Khanna e Palepu (1997), Cuervo-Cazurra e Dau (2009), Machado *et. al.* (2015), Ávila, Rocha e Silva (2015). Estes, deixam claro que há uma variação do desempenho das empresas locais quando há uma modificação das regras institucionais que regulamentam o ambiente no qual estas empresas estão inseridas.

O pressuposto básico da teoria institucional é que as instituições trazem estabilidade e significado ao comportamento social e econômico. Isto é obtido porque existem regras no jogo que legitimam a atitude dos agentes, fornecendo um contexto institucional lógico, possibilitando a adoção de práticas muitas vezes simbólicas em oposição à internalização plena do processo (AGUILERA *et. al.* 2015). Okimura, Silveira e Rocha (2007), anteriormente, já seguiam esta mesma linha de raciocínio e afirmaram que em países com baixa proteção legal para os investidores, ou seja, baixa força das instituições formais (NORTH, 1991), a concentração da propriedade parece

ser uma resposta do mercado para minimizar a chance de expropriação por parte dos administradores em detrimento dos acionistas. Tema este que será aprofundado no tópico sobre estrutura de propriedade.

O segundo mecanismo, o controle do mercado corporativo, está relacionado a obtenção de desempenho inferior no mercado, quer seja por uma decisão estratégica ruim ou por incompetência. Esta redução de desempenho coloca em risco o controle da empresa, pois os mercados também operam para disciplinar administradores e conselhos (FAMA; JENSEN, 1983). De forma que, se existir uma diferença de preços entre o valor da empresa e o valor potencial dela, existirá um incentivo aos investidores externos para tomarem o controle da empresa, visando proteger o capital investido (DENIS; McCONNELL, 2003).

Esta ameaça potencial de mudança de controle agiria como um incentivo aos administradores da empresa a manterem um valor elevado das ações, reduzindo assim o interesse dos acionistas em exercerem o controle da empresa. Aguilera *et. al.* (2015) compreendem este mecanismo como sendo um forte incentivador para os executivos gerenciarem os ativos da empresa, maximizando o interesse dos acionistas, visando a manutenção dos empregos e danos à reputação gerencial.

No que diz respeito às fusões e aquisições, Zolini (2008, p.16) afirma que as organizações possuem ganhos com a combinação de ativos “gerados pela eliminação de sistemas de governança ineficientes”. Já para Denis e McConnell (2003) o mercado de fusões e aquisições pode ser uma intensificação dos problemas de governança, pois administradores interessados em ampliar os negócios de sua empresa criando maior importância para si próprio, podem gastar recursos disponíveis em aquisições no lugar de devolver os recursos para os acionistas (OKIMURA, 2003).

Jensen (1993), ao realizar uma análise histórica, ou seja, da evolução do impacto do mercado de capitais na governança das empresas, afirma que o mercado de capitais pode servir como mecanismo para que as empresas realizem mudanças antes de uma crise, porém a grande maioria, reage apenas quando a crise se dá no mercado de produtos, casos como o das empresas Kodak, IBM e Xerox ilustram este pensamento. De forma que a empresa reage a um fato. Poucas são as empresas que optam por realizar mudanças sem ter havido uma crise imediata. O problema nisto é que, geralmente, quando as mudanças são realizadas a partir dos sistemas de

controle internos elas tendem a ser lentas e iniciarem tardiamente, em contrapartida quando as alterações são motivadas pelo mercado de capitais, geralmente são realizadas de maneira mais rápida, levando de um a três anos.

O terceiro mecanismo ressaltado por Aguilera *et.al.* (2015), auditoria externa, contribui com a redução da assimetria de informação, endossando as demonstrações financeiras, legitimando-as e demonstrando qualidade para o mercado. Em outras palavras, a auditoria expressa sua análise garantindo que as informações fornecidas pela empresa estejam isentas de distorção material, sem fraude ou erro e de acordo com os padrões de contabilidade. Silveira (2004), anteriormente e de forma pouco aprofundada, afirma que os relatórios contábeis periódicos devem ser fiscalizados externamente, tanto pela empresa de auditoria quanto por agentes do mercado financeiro. Jensen (1993) por sua vez analisava este mecanismo apenas internamente, ou seja, relatórios realizados pela auditoria interna.

É fato que, tanto Jensen (1993), quanto Silveira (2004), analisaram cenários bem diferentes se for comparado ao de Aguilera *et. al.* (2015), desta forma a inserção deste mecanismo como relevante se justifica. Com base em Desender *et. al.* (2013), estas também melhoram a qualidade das divulgações contábeis, reduzindo a assimetria com a emissão dos seus pareceres, o que limita a capacidade de manipulação, afetando também as expectativas sociais (BEBCHUK; FRIED, 2004). No ambiente nacional, estudos como os de Machado *et. al.* (2008), Barbosa *et. al.* (2009) e Bortolon *et. al.* (2013), corroboram o aumento da importância deste mecanismo.

O quarto mecanismo, ativismo dos *stakeholders* – “*stakeholders activism*” (AGUILERA *et. al.* 2015, p. 486), também interpretado como atividade dos *stakeholders*, reflete a pressão externa das partes interessadas que tendem a influenciar as políticas e práticas da empresa. A atividade destes varia de acordo com a parte ou *stakeholder* analisado. Investidores de longo prazo ou aqueles que buscam a maximização de lucros de curto prazo, podem ter motivações financeiras ou sociais (JUDGE *et. al.* 2010). Além dos acionistas, outras partes interessadas, como funcionários, clientes e a comunidade podem também tentar influenciar as atividades corporativas. Há também o caso dos sindicatos, por exemplo, com boicotes ou

protestos, são demonstrações do ativismo dos demais agentes (BRISCOE; SAFFORD, 2008).

O quinto mecanismo, agências de *rating* ou a classificação obtida pelas organizações, diz respeito à avaliação recebida por meio das empresas de avaliação de risco. Na classificação dos autores são trabalhadas duas fontes de classificação: analistas financeiros e agências de *rating*. Ambas atuam como avaliadores que contribuem para a redução de assimetria entre gestores e acionistas, oferecendo melhores informações sobre o desempenho esperado e práticas de governança (AGUILERA *et. al.*, 2015).

Apesar desta importância, os autores não são unânimes. Altman e Rijken (2004), afirmam que as agências de *rating* podem ter *ratings* pouco apurados e de lento ajuste perante novas informações. Após a crise de 2008, isto tornou-se mais evidente e analisado. Téllez-Vale e Martín-Garcia (2014), comparam inclusive, o modelo utilizado pelas agências de classificação como sendo caixas pretas onde a ausência de transparência é justificada puramente por razões comerciais. Apesar disto, já houve replicação do modelo, com resultados diferentes, porém estatisticamente aceitáveis.

O sexto, e último, mecanismo externo, a mídia ou meios de comunicação, atuam como intermediário no processo de obtenção de informação (AGUILERA *et. al.*, 2015). Porém, o papel exercido pela mídia vai além da simples informação, ela atua como um agente de monitoramento. Pois, na medida que a ameaça da imprensa negativa existir, os gestores podem se sentir impedidos de agir de forma a causar dano à sua reputação (DYCK, *et. al.*, 2008). A mídia atua também como divulgador de protestos e reações do mercado (KING, 2008), e ainda, como investigador independente, pois acabam descobrindo fraudes ou atos ilícitos que ocorrem em determinadas instituições (HEALY; PALEPU, 2003).

2.2.3. Mecanismos Internos

No que diz respeito às formas internas da empresa reduzir o conflito de agência, tem-se os chamados mecanismos internos. Aguilera *et. al.* (2015) deixam claro que os mecanismos internos de governança não funcionam isolados. Os fatores externos

desempenham papel direto e/ou indireto na determinação da eficácia da governança em uma empresa.

O primeiro mecanismo apresentado é o conselho de administração. Este pode ser visto como o mecanismo mais direto de controle dos administradores por parte dos acionistas, sendo aceito inclusive do ponto de vista jurídico (DENIS; McCONNELL, 2003). Ele é órgão de deliberação colegiada, eleito pelos acionistas cuja função é identificar, discutir e garantir a disseminação dos valores e princípios da organização bem como a alta administração e executivos da empresa em nome dos acionistas. Suas obrigações estão direcionadas à questão de orientar e se manifestar contra, caso algo seja apresentado contrariamente aos interesses dos acionistas. Uma solução para a resolução do problema de monitoramento das ações dos agentes, visto que, o conselho defende com poder e autoridade os interesses do principal (OKIMURA, 2003).

O conselho deve ser composto por pessoas de perfis diversificados, pois proporciona uma tomada de decisão com maior qualidade e segurança. Deve ser isento de conflitos de interesses, ter visão estratégica e atuar proativamente. Quanto ao número de membros, é recomendada uma quantidade ímpar, entre cinco e onze conselheiros, podendo variar conforme a complexidade da organização. Já no que diz respeito a classe dos conselheiros, existem três, os internos, externos e independentes. O primeiro ocupa posição como funcionário da organização, quer seja diretor ou apenas empregado; o segundo não possui vínculo atual, porém não é independente, pois já fez parte das relações da empresa. Por fim, os independentes não possuem relações familiares de negócio ou qualquer outra com sócios com participação relevante e nada que possa influenciar seus julgamentos (IBGC, 2015).

Duas características dos conselhos são apontadas como as que mais contribuem para uma maior qualidade nos aspectos de governança: o tamanho e a independência (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; IBGC, 2015). Apesar disto, pesquisas apontam que conselhos menores e com maior proporção de conselheiros externo são os mais efetivos no monitoramento da administração (HERMALIN; WEISBACH, 2003). Porém é válido ressaltar que existem estudos ainda que apontam para um efeito inconclusivo do conselho de administração (PAIVA *et. al.*, 2015).

Outro ponto importante a respeito da qualidade do Conselho de Administração diz respeito a dualidade, ou seja, a presidência da empresa (CEO – *Chief Executive Officer*) e do conselho (*Chairman*) ser exercida por uma mesma pessoa. Recomenda-se que não haja concentração ou acúmulo destas duas funções por uma mesma pessoa, tendo em vista que é dever do conselho supervisionar a diretoria (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003; IBGC, 2015).

Este fator dualidade, ou seja, onde algo contém em si duas naturezas, traz consigo prejuízo a obrigatoriedade de supervisão do conselho em relação à diretoria, pois o acúmulo das funções de presidência do conselho e diretor presidente da empresa tende a reduzir a eficácia e bom desempenho do órgão (IBGC, 2015). Característica esta que será analisada nesta pesquisa.

Vale ressaltar que, o conselho de administração reduz os custos de agência entre acionistas e gestores, e entre acionistas controladores e minoritários (SILVEIRA, 2004), porém este não age de maneira isolada. Por se tratar de um mecanismo interno de governança, as principais questões que envolvem o conselho têm por objetivo controlar internamente a gestão e buscar ao máximo a eficiência da empresa (ANDRADE; ROSSETTI, 2009).

Aguilera *et. al.* (2015) apontam como segundo mecanismo interno os incentivos administrativos. Denis e McConnel (2003) chamam este de remuneração do conselho e Okimura (2003) por sua vez usa a nomenclatura políticas de remuneração. Estas são uma forma de mecanismo de controle interno da empresa e se refere especificamente à remuneração oferecida aos executivos.

Ao longo de todo o século XXI, este mecanismo vem recebendo mais atenção, quer seja pelos escândalos do ano 2001 envolvendo fraudes contábeis no mercado acionário norte-americano que acarretaram no caso de falência da Enron (OKIMURA, 2003) e/ou pela crise financeira originária no mercado *subprime* norte-americano (AGUILERA *et. al.*, 2015). Ambos os casos, demonstram que muitas das vezes, remunerar executivos com parcela de ações (*stock options*) ou com bônus expressivos pela valorização destas, acabam por incentivar estes a manterem um valor elevado pelas ações a qualquer custo. Colocando assim em risco a saúde e a estabilidade financeira da empresa.

A partir de uma perspectiva de governança corporativa, pode se afirmar que a política de remuneração ou incentivos administrativos, partem da hipótese de que um administrador tende a arriscar menos a perda do seu emprego quanto maior for a remuneração, ou o recurso obtido desta fonte, fazendo com que este aja de acordo com os interesses dos administradores. Desta forma, deve-se analisar em que grau a remuneração dos executivos alinha os interesses destes com o dos acionistas. Isto é, a sensibilidade de remuneração dos acionistas está relacionada ao desempenho deste executivo (DENIS; McCONNELL, 2003). Existem vastas pesquisas para analisar estes fatores quer sejam relacionados a performance da firma (ITTNER *et. al.*, 2003; FAHLENBRANCK; STULZ, 2011) ou a estrutura de propriedade (McCONNELL; SERVAES, 1990; MEHRAN, 1995). Este último, por ser também um mecanismo, e, por estar relacionado ao tema deste trabalho, será abordado separadamente no tópico a seguir.

2.3 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A estrutura de propriedade é um mecanismo interno de governança corporativa, que trata da propriedade, ou seja, a identidade deste proprietário, e também da concentração da propriedade (AGUILERA *et. al.*, 2015). Kang e Sorensen (1999), afirmam que não há uma propriedade ideal, porém sugerem que o desempenho da empresa dependa de ajustes entre os tipos de proprietários e o contexto da indústria. Afirmam ainda, que as duas características básicas para determinar a propriedade são a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário, ideia esta corroborada por Campos (2006).

Dentre os trabalhos que destacam se nesta área, estudando o Brasil, pode-se salientar, Siqueira (1998), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva (2004), Campos (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007). Estes, focaram basicamente na dispersão e concentração acionária. Porém, apesar disso, há trabalhos que vão além, demonstrando que fatores institucionais tendem a impactar na opção do modo de propriedade dos entrantes (investidores). É o caso de Xavier (2011), analisando *Business Group* (BG), este apresenta uma relação entre estrutura de propriedade e desempenho, bem como estes são afetados pelas modificações institucionais.

Internacionalmente, os trabalhos são bastante inconclusivos. Aguilera *et. al.* (2015), afirmam que a concentração de propriedade, incentivos e capacidade de monitoramento dos gestores e do conselho, tendem a ser a alegação principal da teoria, porém trabalhos como Morck *et. al.* (1988), relacionam este desempenho corporativo diferenciado com o fato da empresa ser ou não uma grande corporação dirigida por funcionários que não são relacionados com os fundadores, ou seja, cuja identidade do controlador seja diferente da classificação familiar.

Dalton *et.al.* (2003), mostram que a relação entre estes fatores é insignificante, pois, do ponto de vista da teoria da agência, não são consistentes as ligações demonstradas entre desempenho da firma e CEO (*Chief Executive Officer*), funcionários, diretores, patrimônio institucional ou capital de risco. Diferentemente destes, Demsetz e Lehn (1985), e, Demsetz e Villalonga (2001), tratam a estrutura de propriedade de maneira diferente. Estes analisam-na como sendo uma variável endógena, concluindo que a estrutura de propriedade e controle é uma variável determinada por características da empresa, ou seja, intrínsecas à organização, vindas de decisões e atributos intrínsecos à empresa, e não como algo que pode determinar o desempenho da empresa.

No que tange aos estudos voltados ao problema de separação entre propriedade e controle, geralmente, estes, o fizeram dentro de um ambiente onde a propriedade é difusa, ou seja, marcada por vários proprietários com parcelas pequenas de capital (THOMSEN; PEDERSEN, 2000), apesar desta ideia amplamente difundida, estudos mais recentes concluíram que poucos são os países caracterizados por este tipo de concentração (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). Este tipo de estrutura de propriedade, ocorre basicamente em grandes corporações de países de tradição jurídica anglo-saxã (LA PORTA *et. al.*, 1999). Porém, países como Brasil, França, Itália e Alemanha, por sua vez, apresentam forte concentração de propriedade e controle (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

Uma diferenciação é relevante fazer, o que é concentração ou dispersão de propriedade. A categorização seminal da concentração de propriedade proposta por Pedersen e Thomsen (1997), pode ser dividida em 3 (três) categorias segundo o grau de concentração da propriedade: (1) propriedade dispersa, quando o maior acionista detém menos de 20% do controle; (2) propriedade dominante, quando o maior

acionista detém entre 20% e 50% do controle; e (3) propriedade majoritária, quando o maior acionista detém mais de 50% do controle, ou seja, trata da quantidade de ações dotadas de poder de controle que o acionista possui. Quanto mais ações um único acionista detém, maior a concentração de propriedade. O inverso ocorre quando há uma dispersão, ou seja, uma quantidade reduzida de ações em poder de um único acionista.

No caso brasileiro, a mesma lógica se aplica, porém, deve-se levar em conta, que as companhias possuem ações com e sem direito a voto, as chamadas ações ordinárias e ações preferenciais, respectivamente. Sendo assim, pode-se considerar duas formas de concentração de propriedade, uma medida pela participação do maior acionista no total das ações da empresa e a outra mensurada pela participação do maior acionista no total das ações com direito a voto (VALADARES; LEAL, 2000; LA PORTA *et. al.*. 1998; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004). Dentre os achados de Carvalho-da-Silva (2004), destaca-se que, de maneira geral, as empresas de capital aberto brasileiras são controladas em média pelos três principais acionistas.

Outro fator relevante e foco deste estudo, é a identidade deste acionista controlador. La Porta *et. al.* (1999), sobre a identidade dos proprietários, classificam apontando cinco tipos de proprietários finais: (1) uma família ou um indivíduo; (2) o Estado; (3) uma instituição financeira; (4) uma corporação – ou seja, outra empresa; (5) misto. Thomsen e Perdersen (2000), por sua vez realizam a seguinte classificação, quanto a identidade do controlador: (1) investidor institucional; (2) família; (3) banco; (4) corporação; (5) governo. Em síntese, o primeiro é caracterizado por investimento de portfólio e carteira, são relativamente mais especializados que os demais e possuem objetivos basicamente financeiros. Já as famílias são comumente associadas a uma dupla postura dentro da empresa, gestores e proprietários. Os bancos estão vinculados a melhores acessos a crédito e provimento de serviços financeiros. A corporação está relacionada a uma empresa ser controladora de outra, onde pode acontecer uma troca de conhecimentos e especialização. Por fim, o governo trata das empresas onde o acionista com maior poder de controle é o Estado.

No Brasil, ainda há poucos estudos que apresentam as categorias dos acionistas. Carvalho-da-Silva (2004), classifica os proprietários em quatro grupos: (1) família, (2) governo, (3) investidor institucional e (4) investidor estrangeiro. No primeiro

grupo, o autor descreve como sendo caracterizado pela presença do acionista relevante compondo um grupo familiar. É caracterizado pelo comprometimento da sobrevivência da firma no longo prazo, porém tende a ser avesso ao risco.

Já no grupo governo, o acionista principal é o governo, quer seja a União, Estados ou Municípios, ou os fundos de pensão com forte presença governamental. Diferente do que é costumeiramente visto em empresas privadas, aqui, geralmente o comportamento do proprietário não leva a maximização do valor da firma, apesar da fácil obtenção de créditos com menor custos, mas por ter a presença de políticos e direitos de controle dissociados dos direitos de propriedade, visto que, no fim a propriedade é do contribuindo, as empresas tendem a ser menos valorizadas (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004).

O investidor institucional, terceiro grupo, é descrito quando o acionista principal é uma instituição financeira, empresa de seguro e fundos de pensão privados. Sua principal característica é a baixa aversão ao risco e o foco de suas atitudes para o longo prazo. Já o último grupo, investidor estrangeiro, é apontado quando o principal acionista é um investidor estrangeiro, independentemente do fato de poder estar em outra classificação, ou seja, tanto indivíduos quanto instituições. Classificação semelhante é usada por Okimura, Silveira e Rocha (2007), estes classificam cinco grupos de controladores, podendo ser: (1) indivíduo ou família controladora, (2) investidor institucional, (3) instituição financeira, (4) o governo e a (5) categoria de grupo de investidores (como *holdings* corporativas, empresas detentoras de participações em outras empresas, tanto nacionais como estrangeiras).

Brey *et. al.* (2014) e Arreola (2014), ao trabalharem os efeitos da propriedade do estado bem como as conexões políticas, afirmam que o governo como acionista pode ser visto como acionista direto ou indireto. A forma direta se dá quando o governo é um acionista ou quando a empresa possui acionistas com influência política. A forma indireta apresenta-se quando este opera por meio de bancos públicos que fomentam desenvolvimento, bem como por fundos de pensão estatais (LAZZARINI, 2011).

Silveira, Barros e Famá (2008), merece destaque, pois apresenta a relevância em se tratando da identidade do acionista controlador. É um dos trabalhos que possui maior detalhamento quanto as possibilidades de classificação. Sendo elas: (1) propriedade privada estrangeira, (2) propriedade privada nacional, (3) propriedade

familiar, (4) propriedade por bancos e outras instituições financeiras, (5) propriedade por fundos de pensão, (6) propriedade estatal (União, Estados ou Municípios).

Após explanação dos trabalhos, o quadro 5, busca sintetizar as classificações apontadas até o momento e embasar a escolha realizada nesta pesquisa.

Quadro 5 - Classificação quanto a Identidade do Acionista

Autor	Classificação
La Porta <i>et. al.</i> (1999)	(1) família ou indivíduo; (2) Estado; (3) instituição financeira; (4) corporação; (5) misto.
Thomsen e Perdersen (2000)	(1) investidor institucional; (2) família; (3) banco; (4) corporação; (5) governo.
Carvalho-da-Silva (2004)	(1) família; (2) governo; (3) investidor institucional; (4) investidor estrangeiro.
Okimura, Silveira e Rocha (2007)	(1) indivíduo ou família; (2) investidor institucional; (3) instituição financeira; (4) o governo; (5) categoria de grupo de investidores.
Silveira, Barros e Famá (2008)	(1) propriedade privada estrangeira; (2) propriedade privada nacional; (3) familiar; (4) bancos e outras instituições financeiras; (5) fundos de pensão; (6) Estado (União, Estados ou Municípios).
Brey <i>et. al.</i> . (2014) Arreola (2014)	(1) Governo acionista direto; (2) Governo acionista indireto bancos de desenvolvimento; (3) Governo acionista indireto fundos de pensão.

Fonte: elaborado pela autora (2017).

O objetivo deste trabalho é analisar o investidor estrangeiro como variável depende, ou seja, de maneira isolada, bem como fez Cunha (2012), porém, agora aplicado ao caso Brasil, e não a América Latina como um todo. Das classificações verificadas na teoria, o autor que aborda o estrangeiro como uma classificação específica é Carvalho-da-Silva (2004), porém como pode ser visualizado no quadro 3, ao optar por esta classificação perde-se detalhamento nas identidades.

Sendo assim, para esta pesquisa optou-se por elaborar uma nova classificação selecionando identidades de diversos autores, a fim de obter um maior detalhamento dos resultados. O quadro 6 detalha esta escolha.

Quadro 6 - Classificação quanto a Identidade do Acionista utilizada nesta pesquisa

Classificação	Descrição do Acionista	Autor
Família	Quando família ou único investidor detém o controle, ou quando holding ou fundações, representando os fundadores ou herdeiros.	La Porta <i>et. al.</i> (1999) Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004) Okimura, Silveira e Rocha (2007) Silveira, Barros e Famá (2008)
Propriedade Privada Nacional	Grupo de investidores de origem nacional, não sendo os fundadores.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Okimura, Silveira e Rocha (2007)** Silveira, Barros e Famá (2008)
Investidor Institucional	Bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e fundos de investimento – sem a participação do governo.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004) Okimura, Silveira e Rocha (2007) Silveira, Barros e Famá (2008)
Investidor Estrangeiro	Tanto indivíduos quanto instituições.	Carvalho-da-Silva (2004) Silveira, Barros e Famá (2008)
Governo A	Controladas pelo Estado – União, Estados e Municípios.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)* Thomsen e Perdersen (2000)* Carvalho-da-Silva (2004)* Okimura, Silveira e Rocha (2007)* Silveira, Barros e Famá (2008) Brey <i>et. al.</i> (2014) Arreola (2014)
Governo B	Bancos de Desenvolvimento.	Brey <i>et. al.</i> (2014) Arreola (2014)
Governo C	Fundos de pensão de empresas estatais.	Silveira, Barros e Famá (2008) Brey <i>et. al.</i> (2014) Arreola (2014)

Fonte: elaborado pela autora (2017).

* Não faz detalhamento da esfera governamental.

** Nomenclatura diferente, porém mesma descrição.

Comumente, verificam-se trabalhos que analisaram a relação de propriedade e controle com o objetivo de verificar o desempenho, o valor de mercado e aspectos financeiros corporativos (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; OKIMURA *et al.*, 2007); estes em geral apresentam resultados divergentes. O primeiro, afirma que existe uma relação, muita das vezes significa do ponto de vista estatístico, entre estrutura de propriedade e valor de mercado, apontando inclusive, que estudos acerca da propriedade não devem ficar limitados à propriedade direta, mas sim analisar quem é o controlador final da empresa. Já o segundo estudo, evidencia que, de forma geral, a concentração de propriedade não apontou resultados significantes.

Relacionando propriedade e controle, com a teoria da agência, anteriormente trabalhada, Young *et. al.* (2008), afirmam que o modelo predominantemente utilizado para analisar os conflitos de agência é desenvolvido nos Estados Unidos e Reino Unido, local onde o contexto institucional se presta a uma aplicação relativamente

eficiente dos contratos. Porém, trabalhos como La Porta *et. al.* (1997, 1998) descrevem que a governança pode ser analisada em outros contextos, corroborando assim, com a intenção desta pesquisa.

La Porta *et. al.* (1998), por exemplo, verificam uma forte correlação negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores em determinado país. Em países cuja legislação não protege adequadamente os investidores, estes devem ter participações maiores, a ponto de possibilitar o monitoramento dos países. O caso brasileiro, onde a tradição do direito francês oferece menor proteção legal aos investidores (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002) é de se esperar alta concentração de capital nas empresas, sobretudo do capital votante (LA PORTA *et. al.*, 1998). Isto embasa o fato de neste estudo utilizar-se apenas o total de votantes (acionistas estrangeiros ON) como variável dependente.

Apesar desta menor proteção, o Brasil recebeu, em 2016, 47% do total de investimento estrangeiro direto destinado à região da América Latina e Caribe (CEPAL, 2017). Assim sendo, é necessário compreender o que é investimento estrangeiro direto e como este é caracterizado, para então haver uma melhor compreensão da classificação de identidade “investidor estrangeiro”, que compõe o mecanismo interno estrutura de propriedade, foco deste estudo.

2.4 INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO

Foreign Direct Investment – FDI ou Investimento Estrangeiro Direto – IED, pode ser compreendido como um investimento originado de um investidor residente em país diferente do recebedor. Sandroni (1999, p. 309), define como sendo a “aquisição de empresas, equipamentos, instalações, estoques ou interesses financeiros de um país por empresas, governos ou indivíduos de outros países”. O investimento pode ser direto, indireto, privado ou estatal. Para este trabalho, será detalhado apenas o investimento direto, pois este é visto quando há aplicação de recursos na criação de novas empresas ou na participação acionária em empresas já existentes.

A APEXBRASIL (2014), define capital estrangeiro, ou investimento vindo do exterior, como os bens, máquinas e equipamentos, entrados no Brasil sem dispêndio inicial de divisas, destinados à produção de bens ou serviços, bem como recursos

financeiros ou monetários destinados à aplicação em atividades econômicas mediante a titularidade de ações ou quotas representativas do capital social de empresas brasileiras. Ressalta-se aqui, que em ambos os casos, o recurso deve vir de pessoas físicas ou jurídicas domiciliadas no exterior.

De acordo com a definição metodológica do Fundo Monetário Internacional – *International Monetary Found* – IMF (2003), é considerado investimento estrangeiro direto quando um investidor direto possui residência em outro país diferente do qual ele está enviando os recursos. Recursos estes que, por sua vez, visam uma relação de longo prazo com o recebedor do recurso. O investidor, por sua vez, pode ser uma empresa pública ou privada, um governo ou até mesmo um grupo de pessoas que tenham uma empresa de investimento direto. O fator relevante é a importância ou representatividade do investidor, pois este deve exercer influência sobre a empresa. Para o IMF (2003), esta influência é expressa no valor mínimo de 10% em ações ordinárias, ou seja, com direito a voto.

Para o país ou empresa recebedora o investimento pode ser um meio de estimular o crescimento econômico quando a poupança interna ou as condições de caixa da empresa forem insuficientes. De maneira que, apesar de ampliar a dependência econômica e política do país recebedor, as melhorias atingidas, de maneira geral, dificilmente seriam alcançadas sem o aporte de recurso realizado pelo investidor (SANDRONI, 1999).

Seria ingênuo da parte do pesquisador desconsiderar a importância das instituições quando se tratam de negócios internacionais, pois dentre a grande mobilidade de empresas e fatores de produção, os sistemas legal, político e administrativo tendem a ser uma das poucas variáveis com uma certa constância, cujos custos implicam na atratividade em sua localização. Desta maneira as instituições afetam a capacidade de as empresas interagirem e, portanto, os custos relativos de transação (NORTH, 1991; MUDAMBI e NAVARRA, 2002; AMAL e SEABRA, 2007). Apesar desta relevância, esta temática não é o foco deste estudo.

Este trabalho se propõe a analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa, mais especificamente, na identidade dos acionistas e no conselho de administração, na decisão dos investidores estrangeiros em alocarem ou não o seu capital nas empresas de capital aberto brasileiras. Apesar desta temática

ainda ser pouco estudada, Cunha (2012) ao analisar a América Latina, concluiu que a decisão de alocação do investidor estrangeiro é influenciada por características de governança ligadas a estrutura de propriedade das empresas.

2.5 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

A fundamentação teórica até aqui realizada, contribuiu para a geração das hipóteses de pesquisa, estas relacionam a influência da governança corporativa na decisão de participação dos investidores estrangeiros em empresas de capital aberto. O quadro 7 sintetiza os trabalhos seminais e estudos mais recentes dos temas buscando embasar as hipóteses que serão testadas nesta pesquisa e detalhadas neste tópico.

Quadro 7 - Resumo dos trabalhos empíricos

Autor e Tema	Variáveis e Amostra	Resultados
Thomsem e Pedersen (2000) Estrutura de propriedade e performance	Independente: concentração e identidade do acionista, setor. Dependentes: ROA, capitalização no mercado. Período: 1990-1995 435 maiores empresas europeias	Efeito positivo da concentração da propriedade sobre o valor para o acionista, rentabilidade mais elevada com alta concentração de propriedade; a identidade dos grandes proprietários tem importantes implicações para a estratégia corporativa.
Carvalho-da-Silva (2002) Estrutura de propriedade e valor das empresas	Dependentes: Q de Tobin Independente: Identidade e concentração da propriedade (estrutura) Período: 2000 - 225 empresas listadas	Grupo mais encontrados: famílias, seguido por investidores estrangeiros, investidores institucionais e governo.
Campos (2006) Estrutura de propriedade e desempenho da empresa.	Dependente: ROE, tamanho da empresa (total do ativo). Independente: identidade do acionista e concentração da propriedade. Período: 1998-2001 - 136 empresas brasileiras da BOVESPA	Empresas com acionistas majoritários identificados como famílias apresentam ROE e margem líquida menores que as demais.
Okimura <i>et. al.</i> (2007) Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo	Independentes: concentração, propriedade, excesso de votos e identidade Controle: setor de atuação, liquidez da ação, alavancagem, receita líquida. Dependentes: Q-tobin, Valor da Firma, LOAT, LAJIRDA. Período: 1998 – 2002. 194 empresas listadas na BM&FBovespa	A concentração de votos influencia negativamente o valor. A concentração de propriedade não apresentou significância e a endogeneidade da estrutura de propriedade se mostraram fracas e inconsistentes.
Silveira, Barros e Famá (2008) Determinantes do nível de governança	Dependente: indicador de governança Independentes: oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho da empresa, emissão de ADRs (<i>American Depositary Receipts</i>), adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, estrutura de propriedade, desempenho corporativo, setor de atividade, identidade do acionista controlador e índice de <i>payout</i> .	A estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. O desempenho pode influenciar a qualidade da governança corporativa.

	Período: 2002. 161 empresas não financeiras negociadas na BOVESPA.	
Cunha (2012) Governança Corporativa influenciando a decisão do investidor estrangeiro.	Independentes: Acesso à informação; Conteúdo Informado; Estrutura do Conselho de Administração; Estrutura de Controle. Controle: Oportunidade de crescimento; Tamanho da empresa; ADR; Investidor ativista; Fundos Passivos; Controle; Propriedade; Q-Tobin; Desempenho Operacional (LOAT, LAJIRDA); Dividendos. Dependentes: %total de participação estrangeira no capital da empresa. Período: 2010-2012 102 empresas latino-americanas – cerca de 59% da capitalização total da região.	As decisões de investimentos são influenciadas pelas características de governança ligadas especificamente a estrutura de propriedade e controle das empresas.
Caixe <i>et. al.</i> (2013) Estrutura de Propriedade e Valor de Mercado	Independente: Estrutura de Propriedade (percentual do total de ações em posse do maior acionista; logaritmo natural do valor de mercado do total de ações sob posse do maior acionista e percentual de ações ordinárias em posse do maior acionista). Dependente: Valor de Mercado (Q-tobin e valor da empresa sobre o Ativo Total). Período: 2001 – 2010 237 empresas listadas na BM&FBovespa	Há relação entre concentração no direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador e o valor de mercado das firmas.
Caixe e Krauter (2014) Governança corporativa e valor de mercado	Dependentes: Q-Tobin, Valor da empresa sobre o ativo total. Independente: boas práticas de governança, rentabilidade, endividamento, volatilidade, taxa de investimento. Período: 2002 -2010 233 empresas não financeiras de capital aberto	Organizações que participam de um dos três segmentos de governança são mais valorizadas pelo mercado quando comparadas com empresas do segmento tradicional. Também concluiu que a governança impacta positivamente sobre o valor de mercado das firmas.
Brandão e Crisóstomo (2015) Concentração de propriedade e qualidade de governança	Independente: Direito de voto dos acionistas. Controle: Q-tobin, tamanho, endividamento, ADR, tangibilidade, rentabilidade - ROA, oportunidade de crescimento. Dependente: Qualidade de governança (checklist com 28 práticas voluntárias) Período: 2010 – 2013 - 85 empresas listadas na BM&FBovespa	A concentração tem efeito contrário sobre a qualidade de governança corporativa.
Crisóstomo e Pinheiro (2015) Estrutura de capital e concentração de propriedade	Dependente: endividamento Independente: concentração de propriedade, ROA (desempenho medido pelo retorno dos ativos), logaritmo do ativo, tangibilidade dos ativos, oportunidades de investimento. Período: 1996-2012 266 empresas não financeiras cotadas na BM&FBovespa	A concentração da propriedade favorece o endividamento. Esta também possui um efeito positivo até certo limite, passando deste, ou seja, quando há excesso de concentração, houve prejuízo à capacidade de financiamento das dívidas.

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

A governança corporativa é apontada como um conjunto de restrições aplicadas aos gestores (ANDRADE; ROSSETTI, 2009). Estas por sua vez, possuem quatro dimensões: acesso às informações; conteúdo das informações; estrutura do

conselho de administração; estrutura de propriedade e controle (SILVEIRA *et. al.*, 2004). Vale ressaltar que, para a governança corporativa ter ação efetiva, existem os chamados mecanismos de governança (JENSEM, 1993; DENIS McCONNELL, 2003; OKIMURA, 2003; SILVEIRA, 2004; AGUILERA *et. al.*, 2015).

Carvalho-da-Silva (2002) buscou classificar os acionistas em grupos: famílias, investidores estrangeiros, investidores institucionais e governos. Desta forma, pode encontrar que das 225 empresas de capital aberto brasileiras analisadas no ano 2000 o grupo que foi mais encontrado era famílias. Seu objetivo principal era verificar o desempenho, segundo as classificações de estrutura. Os resultados por este encontrados corroboram com o estudo de Silveira, Barros e Famá (2008). O trabalho envolveu a classificação de 161 empresas não financeiras negociadas na Bovespa e chegou à conclusão que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança corporativa. Este último, por sua vez, também é influenciado pelo desempenho da empresa.

Segundo o IBGC (2015), para que uma empresa possua boas práticas de governança corporativa, esta deve possuir membros independentes e não deve haver dualidade entre o presidente do conselho e da empresa. Caixe e Krauter (2014) buscaram relacionar a governança corporativa e o valor de mercado das companhias brasileiras, analisando 223 empresas não financeiras do período de 2002 à 2010 e obtiveram resultados que indicam que as organizações que fazem parte de um dos três segmentos de governança corporativa da B3 (N1, N2, NM) são mais valorizadas pelo mercado quando comparadas as demais. Fonseca *et. al.* (2016), por sua vez, buscaram analisar o impacto das práticas de governança corporativa sobre a estrutura de capital de empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. O período analisado compreendeu o intervalo de 2000 à 2013 e confirmou que a adesão a níveis diferenciados de governança, contribui para melhorar o acesso aos recursos de terceiros e para ampliar o perfil de endividamento. Ou seja, tanto Caixe e Krauter (2014), quanto Fonseca *et. al.* (2016), verificaram que a adesão a níveis diferenciados de governança traz benefícios para a empresa.

Estes trabalhos contribuem para a formação da Hipótese 1 e 2:

H1: As empresas que possuem presença mais intensa de membros independentes, estão positivamente relacionadas com a atratividade do investidor estrangeiro.

H2: A existência da dualidade de funções para os membros do conselho, estão negativamente relacionadas com a atratividade do investidor estrangeiro.

Porém, apesar desta valorização pelo mercado, Silveira, Barros e Famá (2004), anterior a Caixe e Krauter (2014), analisaram os determinantes da qualidade da governança corporativa em 161 empresas que apresentaram liquidez significativa em 2002 na Bovespa e concluíram que, as variáveis relacionadas à estrutura de propriedade apresentaram os resultados mais importantes, indicando que uma estrutura de propriedade concentrada, influencia a qualidade da governança corporativa. Reforçando a ideia de que a governança corporativa é uma força endógena, advinda das características observáveis da empresa.

Os resultados do estudo sugerem ainda, que a estrutura de propriedade influencia o nível de governança. De maneira mais detalhada, há uma relação negativa entre o direito de controle do acionista controlador e o nível de governança. Em outras palavras, quanto maior o poder do acionista em termos de voto (ações ordinárias) e sobre o fluxo de caixa da empresa, pior tende a ser a qualidade da governança corporativa. Também é negativa a relação entre o excesso de direito de controle em relação ao direito sobre o fluxo de caixa sob posse do controlador. Mostrando assim, um segundo mecanismo muito utilizado no Brasil, a estrutura de propriedade. Contribuindo assim para a formação da Hipótese 3:

H3: As empresas que apresentam presença mais intensa de membros internos, estão negativamente relacionadas com a participação do investidor estrangeiro.

Analisando a estrutura de propriedade e desempenho, Thomsem e Pedersen (2000) buscaram examinar este impacto em 435 maiores empresas europeias no período 1990-1995. Como efeito positivo da concentração, foi encontrado o controle para a indústria, a estrutura do capital, o efeito positivo nacional e a rentabilidade dos ativos. Inclusive, o artigo aponta que a identidade dos grandes proprietários é importante para a estratégia corporativa e para o desempenho da empresa.

Corroborando com este resultado, Caixe *et. al.* (2013), afirmam que de maneira geral, a estrutura societária das companhias brasileiras é caracterizada pela elevada

concentração de propriedade. Para tal, o estudo destes buscou averiguar se o *free float* impactou sobre o valor de mercado corporativo no Brasil no período de 2001 à 2010, analisando 236 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto. As conclusões obtidas, apontam que o *free float* total não apresentou relação com as variáveis Q de Tobin e Valor da Empresa sobre o Ativo Total.

Porém, apesar de vários trabalhos afirmarem esta relação, o seminal artigo de Demsetz e Lehn (1985), analisa a estrutura de propriedade como sendo uma variável endógena, que varia de forma consistente dada a maximização do valor da empresa. Estes afirmam que, por esta ser uma variável determinada por características da organização, ela possui um valor intrínseco. Foram analisadas 511 corporações norte-americanas, por meio das variáveis: tamanho da empresa, instabilidade da taxa de lucro, se a empresa é ou não uma empresa de utilidade pública ou financeira. Como resultado, não houve relação significativa entre a concentração de propriedade e as taxas de lucro contábil para este conjunto de empresas.

Okimura (2003) e Okimura *et. al.* (2007) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e controle, e o valor e desempenho das companhias privadas abertas brasileiras entre 1998 e 2002. Seus resultados evidenciaram uma influência quadrática da concentração de votos sobre o valor e uma influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor. Já a concentração de propriedade não apresentou resultados significantes, bem como, as evidências de endogeneidade da propriedade, contraponto a ideia de Demsetz e Lehn (1985).

Brandão e Crisóstomo (2015) buscaram analisar a concentração de propriedade e qualidade da governança corporativa, analisando um painel balanceado de 85 empresas no período de 2010-2013. Os resultados indicam, que a concentração da propriedade tem efeito contrário sobre a qualidade da governança corporativa mensurada por meio de 28 boas práticas de governança corporativa. O inverso também é verdadeiro, menos concentração de propriedade favorece a qualidade da governança corporativa, ou seja, a necessidade de junção, união por parte dos acionistas para exercício do controle diminui o poder do principal e tende a contribuir para acentuar o conflito entre acionistas controladores e minoritários. Novamente o conflito principal-principal.

Correia e Martins (2015) buscaram verificar a relação entre estrutura e controle de propriedade empresas, bem como a assimetria da informação presente nas negociações de suas ações. O período de análise compreendeu os anos de 2008 a 2013, como resultado, apontam que a concentração de propriedade e controle apresentou relação positiva com a assimetria no caso das empresas que possuíam *American Depositary Receipt (ADR)*, indo além, os autores afirmam que a assimetria poderia ser reduzida por meio da pulverização de ações. Já nos casos em que a empresa não possui ADR e não fazem parte do Novo Mercado, a concentração e o controle, tendem a reduzir a assimetria de informação. Nesta mesma linha, He e Rui (2016), examinaram as reações do mercado às operações de informação privilegiada e a maneira como as estruturas de propriedade influenciam a forma como os investidores reagem a este tipo de transação do mercado de valores chinês.

Na China, isto é considerado de fácil análise, pois o quadro institucional e as características de governança chinesas permitem. Visto que o sistema legal oferece poucas proteções e, bem como em outros mercados emergentes, a maioria das empresas listadas na Bolsa da China pertence ao governo ou à famílias, caracterizando claramente os conflitos principal-principal. Como resultados, as conclusões são assimétricas, pois inicialmente esta relação é pequena, mas ao exceder um certo limiar, empresas cuja propriedade, sejam do governo, juntamente com a separação de controle e direito de votos, aumentam as chances de expropriação dos acionistas minoritários. Outro ponto relevante do estudo é que há um interesse maior em empresas auditadas pelas “Big4” (HE; RUI, 2016).

O trabalho de Cunha (2012), muito assemelha-se à proposta deste trabalho, pois este, buscou verificar se existem aspectos de governança corporativa que influenciam a decisão de alocação de investimentos dos investidores estrangeiros em empresas da América Latina. O período analisado contemplou os anos de 2010 e 2011, investigando 102 empresas latino-americanas, estas representavam cerca de 59% da capitalização total da região. As conclusões por este obtidas, apontam que os aspectos de governança, ligados principalmente à estrutura de propriedade e ao controle das empresas, influenciam a participação dos investidores estrangeiros no capital das empresas da América Latina analisadas. Vale ressaltar, que este utiliza a participação de investidores estrangeiros como uma variável dependente, ou seja, ela

depende das demais variáveis utilizadas, que no trabalho, foram os indicadores de governança e as determinantes da alocação de investimentos dos investidores estrangeiros.

Por ser o investidor estrangeiro influenciado por fatores diversos para a alocação do seu recurso em outros países e pelo IED ter um fluxo considerável para o Brasil, além do fato de não haver sido encontrados outros trabalhos que façam esta relação, além de Cunha (2012), o que demonstra uma necessidade de maiores pesquisas neste assunto, buscou-se aqui trabalhar este tema. Chegando assim a Hipótese 4:

H4: As identidades dos acionistas nas empresas influenciam a participação de investimento estrangeiro.

3. METODOLOGIA

Este capítulo apresentará o delineamento da pesquisa, suas características gerais, processo da coleta de dados, amostra, período, fonte, identificação das variáveis, bem como, o detalhamento da análise de dados e das técnicas utilizadas.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

A pesquisa em administração é uma investigação sistemática que busca a análise e a interpretação de informações, de modo que seja possível a tomada de decisão gerencial (HAIR JR. *et. al.*, 2005; COOPER; SCHINDLER, 2016). O objetivo desta pesquisa é analisar o efeito dos mecanismos internos de governança na participação de estrangeiros nas empresas brasileira de capital aberto. Para que este possa ser alcançado, será utilizada a abordagem de pesquisa quantitativa.

O estudo possui tipologia descritiva, pois é estruturado com hipóteses claramente enunciadas, descreve um fenômeno, busca estimar proporções de uma população com determinada característica e possibilita realizar associações entre diferentes variáveis (COOPER; SCHINDLER, 2016). De maneira geral, os estudos descritivos são confirmatórios, pois trabalham com hipóteses previamente estabelecidas (HAIR Jr. *et. al.*, 2005).

Quanto ao nível de informação, ou fontes de pesquisa, fez-se uso de informações de níveis ou fontes secundárias. Este trabalho se caracteriza também por ser um estudo longitudinal, pois seus dados representam uma série temporal de observações que buscam mapear e observar tendências (HAIR Jr. *et. al.*, 2005). O detalhamento das fontes secundárias, do período e da coleta realizados será feita no próximo tópico.

3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E FONTE DE DADOS

As empresas pesquisadas encontram-se listadas na B3. Optou-se por analisar as empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores – B3, pela confiabilidade nos dados disponíveis, visto que, estas devem auditar suas informações antes de

disponibilizá-las para o mercado, possibilitando assim, uma maior confiabilidade nos dados. Outro fator que explica a opção em trabalhar com empresas de capital aberto listadas na B3, diz respeito ao objetivo deste trabalho. Por tratar de governança corporativa de maneira bem específica, e por estas possuírem níveis diferenciados de listagem segundo adesão voluntária das empresas a um dos segmentos de listagem é mais provável que estas tenham aspectos claros quanto à governança.

Como fonte para a obtenção destes dados, foram usadas as seguintes fontes secundárias: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), base de dados Economática®, B3, EMIS, Econoinfo, Bloomberg, Magnetis, Empresas do Brasil e sites das próprias empresas. O quadro 8 apresenta a informação extraída de cada uma das fontes citadas:

Quadro 8 - Síntese das fontes

Fonte	Informação
CVM	<ul style="list-style-type: none"> • Código CVM – por empresa • Situação Atual de Registro • Ano referência • Razão Social da Empresa • Nome do Acionista • Nacionalidade do Acionista • % Ações Ordinárias; % Ações Preferenciais • Composição do Conselho de Administração por ano <ul style="list-style-type: none"> ○ 2007-2009: IAN ○ 2010-2016: Formulário de Referência
Economática®	<ul style="list-style-type: none"> • Código CVM – por empresa • Setor Economática • Patrimônio Líquido; Valor de Mercado; ROA; Receita Total ; Ebitda; Taxa SELIC; Euro; Dólar; CDI; IPCA • Ibovespa
B3	<ul style="list-style-type: none"> • Composição do Conselho
EMIS Econoinfo Bloomberg Magnetis Empresas do Brasil Sites das próprias empresas	<ul style="list-style-type: none"> • Informações que possibilitassem classificar o acionista de acordo com sua posição na estrutura de propriedade da empresa.

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

O período analisado contempla o intervalo de 2007 à 2016, completando assim, 10 anos de observação nesta análise longitudinal. Segundo o objetivo da pesquisa, este intervalo justifica-se por iniciar no ano em que a quantia da proporção de empresas com capital estrangeiro passou 30% ou 100 empresas com presença de

capital estrangeiro. Mais precisamente, no ano de 2007 haviam 108 empresas com presença de capital estrangeiro, totalizando a proporção 33,64% (LANA, 2013).

A partir do ano de 2007 houve um aumento de participação do capital estrangeiro na antiga BM&FBovespa, atual B3. Não cabe a este trabalho explicar o contexto internacional deste aumento de entrada, porém com o objetivo de analisar o efeito dos mecanismos internos das empresas, buscar-se-á verificar quais as características do que tange a estrutura de propriedade e ao conselho de administração significantes quando relacionadas.

A coleta inicial realizada apontou um total de 821 empresas, todas as listadas e disponibilizadas pela CVM, inclusive as instituições financeiras. Destas, foram excluídas as canceladas (206), as suspensas (28) e as que não foram encontradas informações ao longo do processo (5). Sendo assim, totalizou-se então 581 empresas. No que tange a estrutura de propriedade, foram classificados 24.247 acionistas.

3.3 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Uma variável diz respeito à característica ou atributo que possa ser mensurada, variando de indivíduo para indivíduo ou organização para organização (CRESWELL, 2010). Cooper e Schindler (2016), afirmam ainda que variável pode ser interpretada como a propriedade em estudo que simboliza um ato, característica, traço ou atributos. Com base na literatura explanada no capítulo anterior, pode-se então, escolher as variáveis a serem utilizadas nesta pesquisa.

3.3.1 Variáveis Dependentes

Como variável dependente, foi definida a participação do investidor estrangeiro por meio de seu total em ações ordinárias de cada empresa (CUNHA, 2012). Existem diversos trabalhos que analisam a identidade do acionista, buscando compreender a estrutura de propriedade (LA PORTA *et. al.*, 1999; THOMSEN; PERDERSEN, 2000; CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008), porém o foco, geralmente é relacionar como desempenho da firma, ou seja, a estrutura é tratada como variável independente, que poderá

impactar ou não no desempenho. Neste trabalho, porém, a intenção é preencher esta lacuna nas pesquisas, trabalhando com a estrutura como uma variável dependente. Buscando verificar se há um efeito nos mecanismos na variável dependente.

A coleta dos dados referentes à participação do investidor estrangeiro, deu-se de abril de 2017 por meio de planilha obtida junto a CVM. Optou-se pela utilização desta, pois a quantidade de acionistas disponíveis é bem superior à disponibilizada pela B3 e pelo Software Económica. Estes últimos geralmente analisam apenas os acionistas maiores, já a planilha CVM trouxe todos os que estavam cadastrados pelas empresas. A planilha disponibilizava o nome de cada um dos acionistas de cada uma das empresas de capital aberto brasileiras até a presente data.

Após a obtenção dos dados, foi realizada a classificação das identidades dos acionistas, a fim de analisar separadamente o investidor estrangeiro. Vale ressaltar que a mensuração deste dar-se-á pela soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano. (CARVALHAL-DA-SILVA, 2004; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008).

3.3.2 Variáveis Independentes

Conforme abordado no tópico variável dependente, das possíveis identidades encontradas, com exceção da participação do estrangeiro, todas as demais identidades foram classificadas como independentes, desde que o acionista detivesse ações ordinárias. A classificação seguiu então com as possíveis identidades: Família, Propriedade Privada Nacional, Investidor Institucional, Investidor Estrangeiro, Governo A, Governo B, Governo C, conforme apresentado no quadro 4. É importante ressaltar que foram analisados acionistas que não se enquadravam nestas classificações, de forma que, para não haver exclusão desnecessária de dados incluiu-se mais duas classificações: Tesouraria e Outros, classificações estas que mantiveram a nomenclatura do acionista conforme base CVM. A primeira trata das ações adquiridas pela própria empresa e mantidas em tesouraria. Já a segunda não pode ser trabalhada de forma detalhada, pois, apesar de inúmeras tentativas de contato com a CVM, obteve-se a informação de que não há um detalhamento das

porcentagens com esta nomenclatura, totalizando 16 possibilidades. O quadro 9 apresenta de forma detalhada esta classificação.

Quadro 9 – Descrição e operacionalização das variáveis independentes

Classificação	Descrição do Acionista	Modelo	Mensuração	Autores
Família	Quando família ou único investidor detém o controle, ou quando holding ou fundações, representando dos fundadores ou herdeiros – ordinários e preferenciais.	ON1	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	La Porta <i>et. al.</i> (1999) Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004) Okimura, Silveira e Rocha (2007) Silveira, Barros e Famá (2008)
		PN1		
Propriedade Privada Nacional	Grupo de investidores de origem nacional que a empresa, não sendo os fundadores – ordinários e preferenciais.	ON2	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Okimura, Silveira e Rocha (2007)** Silveira, Barros e Famá (2008)
		PN2		
Investidor Institucional	Bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e fundos de investimento – sem a participação do governo – ordinários e preferenciais.	ON3	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004) Okimura, Silveira e Rocha (2007) Silveira, Barros e Famá (2008)
		PN3		
Governo A	Controladas pelo Estado – União, Estados e Municípios – ordinários e preferenciais.	ON5	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	La Porta <i>et. al.</i> (1999)* Thomsen e Perdersen (2000)* Carvalho-da-Silva (2004)* Okimura, Silveira e Rocha (2007)* Silveira, Barros e Famá (2008) Brey <i>et. al.</i> (2014); Arreola (2014)
		PN5		
Governo B	Bancos de Desenvolvimento – ordinários e preferenciais. Exemplos: BRDE, BNDES, dentre outros.	ON6	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	Brey <i>et. al.</i> (2014) Arreola (2014)
		PN6		
Governo C	Fundos de pensão de empresas estatais – ordinários e preferenciais. Exemplos: Previ, FUNCEF, Petros, Postalís, Fapes, Prece, Real Grandeza, dentre outros.	ON7	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	Brey <i>et. al.</i> (2014) Arreola (2014)
		PN7		
Tesouraria	Ações em poder da Tesouraria – ordinários e preferenciais.	ON8	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	-
		PN8		
Outros	Acionistas não identificados junto à CVM – ordinários e preferenciais.	ON9	Soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação – por empresa, por ano.	-
		PN9		

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Após a análise da estrutura de propriedade, foi realizada a análise dos conselhos de administração. A respeito deste, buscou-se coletar as seguintes características e informações: dualidade (CEO é igual ou diferente do Chairman); externalidade do Chairman, independência do Chairman, quantidade de conselheiros; porcentagem de independentes; porcentagem de internos; porcentagem de externos. As escolhas destas variáveis justificam-se pelos trabalhos de Silveira, Barros e Famá

(2003) e Andrade *et. al.* (2009). Totalizando assim, 07 variáveis, que somadas às 17 anteriores, totalizam 24 variáveis independentes coletadas.

Existem vários trabalhos que consideram uma gama maior de características sobre o conselho de administração (KLAPPER; LOVE, 2004; SILVEIRA, BARROS E FAMÁ, 2008; CUNHA, 2012; CATAPLAN, COLAUTO E BARROS, 2012; PAIVA *et. al.* 2015, SILVA *et. al.* 2017), porém ao verificar as características que apresentam maior aceitação e utilização, pode-se fazer a seguinte síntese: dualidade, tamanho e independência. Isto respalda a escolha das variáveis deste trabalho, bem como a teoria apresentada no capítulo 2.

As informações referentes ao conselho de administração foram obtidas junto ao site da CVM e da B3. As composições e participações referentes ao intervalo 2007-2009 foram obtidas na seção IAN e a respeito do intervalo 2010-2016 junto ao formulário de referência. Foram usadas *dummies* para classificar a dualidade, externalidade do Chairman e independência do Chairman. Ressaltando que, a base foi o código utilizado pela CVM: 30 (para CEO igual a Chairman), 20 (para CEO externo), 24 (para CEO externo e independente).

Na variável “a quantidade de conselheiros” trabalhou-se com o valor total e no que tange as porcentagens foi feito o cálculo simples do valor encontrado dividido pelo total de conselheiros multiplicado por cem. Optou-se por trabalhar com a porcentagem, visto que não faria sentido realizar a comparação das empresas pelo valor total, pois as bases de análise seriam diferentes. O quadro 10 sintetiza a descrição destas variáveis e sua operacionalização.

Quadro 10 - Descrição e operacionalização das variáveis independentes - Conselho de Administração

Descrição	Modelo	Mensuração	Autores
Dualidade	Ceodif	Dummy (D=1 se o CEO for diferente do Chairman; D=0 se for igual)	Silveira; Barros; Famá, (2003; 2004; 2008); Andrade; Rossetti (2009); Cunha (2012).
Externalidade do Chairman	chairext20	Dummy (D=1 se o Chairman for externo; D=0 se não for)	
Independência do Chairman	chairind24	Dummy (D=1 se o Chairman for independente; D=0 se não for)	
Componentes do Board (total)	qtidade	Soma do número de membros do Conselho de Administração.	
Componentes Independentes	Independente	Soma dos membros independentes do Conselho de Administração.	
Componentes Internos	Interno	Soma dos membros internos do Conselho de Administração.	
Componentes Externos	Externo	Soma dos membros externos do Conselho de Administração.	

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

3.3.3 VARIÁVEIS CONTROLE

A respeito das variáveis de controle, buscou-se coletar as que demonstrassem o ambiente macroeconômico: CDI, SELIC, dólar, EURO, IPCA e Ibovespa; e também, variáveis que indicassem características específicas da empresa: emissão de ADR, setor econômica, patrimônio líquido, valor de mercado da empresa, ROA, receita, ebitda, ROE, e Q-Tobin. E que explicassem o comportamento da variável dependente, participação dos estrangeiros.

Foram coletadas as variáveis de controle listadas no quadro 9, porém, no momento de verificar o quão significativas elas eram, muitas apresentaram multicolineariedade e foram excluídas do modelo. Optou-se por apresentá-las aqui para deixar claro que foram levadas em consideração e testadas, porém ao longo da análise elas serão excluídas (ADR, CDI, IPCA, Euro e Setor). O quadro 9, busca sintetizar e demonstrar a operacionalização das variáveis de controle.

Quadro 11 - Descrição Operacional das Variáveis

Descrição	Modelo	Mensuração	Autores
CDI	CDI	Porcentagem da oscilação – últimos 12 meses de cada ano.	Gonçalves Júnior (2011)
SELIC	SELIC		Gonçalves Júnior (2011)
Dólar	dolar		Gonçalves Júnior (2011)
Euro	Euro		Gonçalves Júnior (2011)
IPCA	IPCA		Gonçalves Júnior (2011), Téllez Vale e Martin Garcia (2014).
Ibovespa	ibovespa		Gonçalves Júnior (2011)
Emissão de ADR	ADR	Dummy (D=1 se a empresa tiver ADR; D=0 se não)	Silveira, Barros e Famá (2008); Cunha (2012).
Setor Econômica	SetorNum	Classificação da empresa segundo o setor econômica (21 possibilidades)	Silveira, Barros e Famá (2004); Lana (2013).
Patrimônio Líquido	PL	Valor em reais apresentado por empresa, por ano analisado.	Campos (2006).
Valor de Mercado da Empresa	ValordeMe r~o	Valor de mercado da empresa obtido pela multiplicação da cotação do último dia útil de cada ano pela quantidade de ações. Nos casos em que haviam ordinárias e preferenciais, após a multiplicação individual, foi realizada a soma.	Silveira, Barros e Famá (2008).
ROA	ROA	Retorno sobre os ativos.	Crisóstomo; Pinheiro (2016).
Receita Líquida	Receita	Valor em reais apresentado por empresa, por ano analisado.	Campos (2006), Okimura, Silveira e Rocha (2007).
Ebitda	Ebitda	Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização.	Silveira, Barros e Famá (2008); Cunha (2012).
ROE	ROELLPL	Retorno sobre o patrimônio líquido.	Campos (2006), Silveira, Barros e Famá (2008); Cunha (2012).
Q-Tobin	QTobinVM AT	Valor da empresa.	Okimura, Silveira e Rocha (2007).

Fonte: elaborado pela autora (2017).

* Não faz detalhamento da esfera governamental.

** Nomenclatura diferente, porém mesma descrição.

3.6 MÉTODO

Para que uma pesquisa seja considerada científica, ela deve ter um método claro que possibilite os demais pesquisadores a replicar o estudo, podendo produzir os mesmos resultados (HAIR et al., 2005).

Neste tópico serão apresentados os procedimentos realizados para chegar aos resultados finais. Vale ressaltar, que o *software* utilizado para tratamento dos dados foi o StataMP 14.0.

3.6.1 Método Estatístico

Este trabalho caracteriza-se por ser uma análise empírica de dados em painel. Segundo Gujarati (2006), isto implica que a mesma variável é analisada ao longo do tempo. Em outras palavras, há uma dimensão espacial e outra temporal possibilitando assim uma maior quantidade de informação, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis.

Ao analisar um painel, este pode ser balanceado (equilibrado), ou não balanceado (não equilibrado). Neste trabalho, os dados encontrados formam um painel não balanceado, visto que muitas empresas abriram capital ao longo do período de análise, 2007-2016, não necessariamente no primeiro ano considerado.

Além de ser a análise de um painel, utilizou-se como método estatístico a Regressão Múltipla de Efeitos Fixos. Os efeitos fixos, possibilitam o controle de variáveis com diversas possibilidades, dentre elas, o intercepto e os coeficientes angulares variando entre os indivíduos e ao longo do tempo, caso este encontrado nesta pesquisa. Para garantir a escolha desse modelo, foi aplicado o Teste de Hausman (GUJARATI, 2006), que indicou a utilização ($\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$) dos efeitos fixos, conforme apresentado no Apêndice B. Neste teste considera-se como sendo a hipótese nula testada, que efeitos aleatórios são preferíveis, e, a hipótese alternativa, que efeitos fixos são mais apropriados. Dado o resultado encontrado significativo, rejeita-se a hipótese nula e aceita-se a alternativa, ou seja, efeitos fixos.

3.6.2 Modelo de Regressão

A equação que representa o modelo inicialmente testado é:

$$\begin{aligned} ON4_{it} = & \beta_0 + \beta_1_{on1it} + \beta_2_{pn1it} + \beta_3_{on2it} + \beta_4_{pn2it} + \beta_5_{on3it} + \beta_6_{pn3it} + \beta_7_{on5it} + \beta_8_{pn5it} \\ & + \beta_9_{on6it} + \beta_{10}_{pn6it} + \beta_{11}_{on7it} + \beta_{12}_{pn7it} + \beta_{13}_{on8it} + \beta_{14}_{pn8it} + \beta_{15}_{on9it} + \beta_{16}_{pn9it} + \beta_{17}_{ceodifit} \\ & + \beta_{18}_{chaixt20it} + \beta_{19}_{chairind24it} + \beta_{20}_{qtidadeit} + \beta_{21}_{Independenteit} + \beta_{22}_{Internoit} + \beta_{23}_{Externoit} + \\ & \beta_{24}_{CDI} + \beta_{25}_{SELICit} + \beta_{26}_{dolarit} + \beta_{27}_{Euroit} + \beta_{28}_{IPCAit} + \beta_{29}_{ibovespait} + \beta_{30}_{ADRit} + \beta_{31}_{SetorNumit} \\ & + \beta_{32}_{PLit} + \beta_{33}_{ValordeMer-oit} + \beta_{34}_{ROAit} + \beta_{35}_{Receitait} + \beta_{36}_{Ebitdait} + \beta_{37}_{ROELLPLit} + \\ & \beta_{38}_{QtobinVMATit} + C_i + U_{it} \end{aligned}$$

Onde:

- ON4 é a participação percentual do investidor estrangeiro como acionista nas empresas de capital aberto brasileiras; classificada empresa por empresa (*i-ésima*) no período de tempo (*t-ésimo*).
- β_0 é o intercepto;
- As demais parcelas representam as variáveis independentes, controle e seus coeficientes calculados por empresa (*i*) no período de tempo (*t*) (GUJARATI, 2006).
- C_i representa os componentes não observáveis;
- U_{it} são chamados de erros idiossincráticos pois mudam tanto em *t* quanto em *i* (WOOLDRIDGE, 2002).

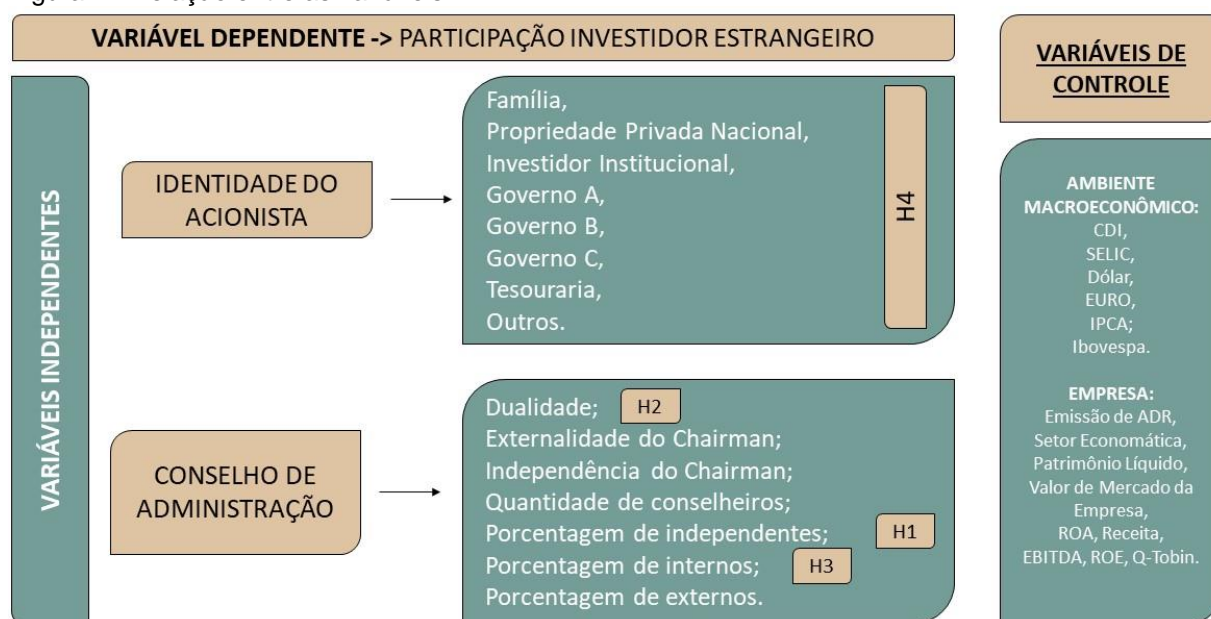
Vale ressaltar que, o modelo final difere do apresentado, pois foram excluídas as multicolineariedades e as variáveis que não apresentaram significância a 0,10 nos testes iniciais. Chegando-se ao seguinte modelo:

$$\begin{aligned} ON4_{it} = & \beta_0 + \beta_1_{on1it} + \beta_2_{on2it} + \beta_3_{on3it} + \beta_4_{pn3it} + \beta_5_{on5it} + \beta_6_{pn6it} + \beta_7_{on7it} + \beta_8_{pn7it} \\ & + \beta_9_{on9it} + \beta_{10}_{pn9it} + \beta_{11}_{Independenteit} + \beta_{12}_{Internoit} + \beta_{13}_{dolarit} + \beta_{14}_{Receitait} + \beta_{15}_{QtobinVMATit} + \\ & C_i + U_{it} \end{aligned}$$

3.7 RELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Conforme apresentado no capítulo 2, a teoria sugere que a identidade dos demais acionistas influencia a participação do investidor estrangeiro. Desta forma, a figura 2 ilustra a interação entre as variáveis estudadas.

Figura 2 - Relação entre as variáveis



Fonte: elaborado pela autora (2017).

3.8 ESQUEMA DA PESQUISA

Para uma melhor compreensão deste estudo, este tópico busca resgatar a questão norteadora, os objetivos, as variáveis e os procedimentos buscando demonstrar o alinhamento destes.

O quadro 12 expressa esta síntese.

Quadro 12 - Descrição da operacionalização dos objetivos da pesquisa

DESCRIÇÃO DA OPERACIONALIZAÇÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA			
Questão de pesquisa	Qual o efeito dos mecanismos internos de governança conselho de administração e identidade do acionista na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto?		
Objetivo geral	Analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa conselho de administração e identidade do acionista na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto.		
Objetivos específicos	Variáveis de análise	Metodologia	Autores
Categorizar os mecanismos de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto.	Mecanismos externos e internos: conselho de administração e estrutura de propriedade.	Enfoque descritivo.	JENSEN, 1993; Denis; Mcconnell, 2003; OKIMURA, 2003, SILVEIRA, 2004; AGUILERA <i>Et. Al.</i> , 2015
Identificar a participação dos investidores estrangeiros das empresas listadas na B3.	Planilha CVM – acionistas das empresas.	Enfoque descritivo de abordagem quantitativa. Análise dos dados secundários.	La Porta et. al. (1999); Thomsen e Perdersen (2000); Carvalhal-da-Silva (2004); Okimura, Silveira e Rocha (2007); Silveira, Barros e Famá (2008); Brey <i>et. al.</i> (2014); Arreola (2014).
Relacionar as participações dos proprietários, por identidade, com a participação dos acionistas estrangeiros das empresas brasileiras de capital aberto.	Planilha CVM – acionistas das empresas.	Enfoque descritivo de abordagem quantitativa. Análise dos dados secundários.	Silveira, Barros e Famá (2008); Cunha (2012)
Relacionar os mecanismos internos com a participação dos investidores estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto.	Variáveis independentes (identidade do acionista e conselho de administração), variável dependente (participação do investidor estrangeiro) e variáveis de controle (CDI, Selic, Dólar, Euro, IPCA, Ibovespa, ADR, Setor Econômica, Patrimônio Líquido, Valor de Mercado, ROA, Receita, Ebitda, ROe, Q-Tobin).	Enfoque descritivo com abordagem quantitativa com o uso de técnicas estatística, afim de testar os efeitos das variáveis independentes na variável dependente. Por fim, é utilizada a técnica regressão para comparar os resultados obtidos.	Silveira, Barros e Famá (2008); Cunha (2012)

Fonte: elaborado pela autora (2017).

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo aborda os resultados da pesquisa e suas discussões de resultados. Inicialmente, a pesquisa é descrita de maneira geral, na sequência são apresentadas as análises das variáveis dependentes, independentes, de controle e por fim o modelo de regressão aplicado neste estudo.

4.1 DESCRIÇÃO GERAL DA AMOSTRA

Esta pesquisa buscou analisar dados de todas as empresas de capital aberto listadas na B3 (antiga BM&FBovespa) entre os anos de 1997 e 2016. A coleta iniciou com 821 empresas. Destas, foram excluídas 206 empresas por terem tido seus códigos cancelados neste intervalo de tempo e 28 por terem seus códigos suspensos. Ao longo da coleta das demais variáveis, constatou-se que 5 delas não apresentavam informações suficientes para a análise, sendo excluídas também. De maneira que, ao final haviam 581 empresas possíveis de serem analisadas por meio de dados em painel não balanceados.

Verificando a quantidade de empresas analisadas por ano, tem-se a seguinte situação:

Tabela 1 - Frequência de empresas por ano pesquisado

Ano	Quantidade de Empresas - Frequência
2007	408
2008	418
2009	432
2010	458
2011	480
2012	499
2013	517
2014	537
2015	565
2016	581

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

No que tange ao setor destas empresas, foi utilizada a classificação de setores coletada diretamente do Economática conforme detalhado na tabela 2.

Tabela 2 - Empresas pesquisadas por setor

Código	Setor	Quantidade de Empresas	Valor Percentual
1	Agro e Pesca	6	1,03%
2	Alimentos e Bebidas	16	2,75%
3	Comércio	23	3,95%
4	Construção	27	4,64%
5	Eletroeletrônicos	5	0,86%
6	Energia Elétrica	72	12,37%
7	Finanças e Seguros	107	18,38%
8	Fundos	1	0,17%
9	Máquinas Industriais	5	0,86%
10	Mineração	5	0,86%
11	Minerais não metálicos	3	0,52%
12	Outros	147	25,43%
13	Papel e Celulose	7	1,20%
14	Petróleo e Gás	8	1,37%
15	Química	11	1,89%
16	Siderurgia & Metalurgia	19	3,26%
17	Software e Dados	7	1,20%
18	Telecomunicações	15	2,58%
19	Têxtil	18	3,09%
20	Transporte Serviços	65	11,17%
21	Veículos e peças	14	2,41%
	Total	581	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Conforme apresentado, as empresas foram classificadas em 21 setores diferentes. A análise foi realizada apenas nas empresas que seria possível a análise, ou seja, nas 581. Dentre os setores que apresentaram maior participação nas empresas coletadas, foram “Outros” com 25,43%, Finanças e Seguros com 18,38%, Energia Elétrica 12,37%, e, também com maior destaque, Transportes e Serviços com 11,17%.

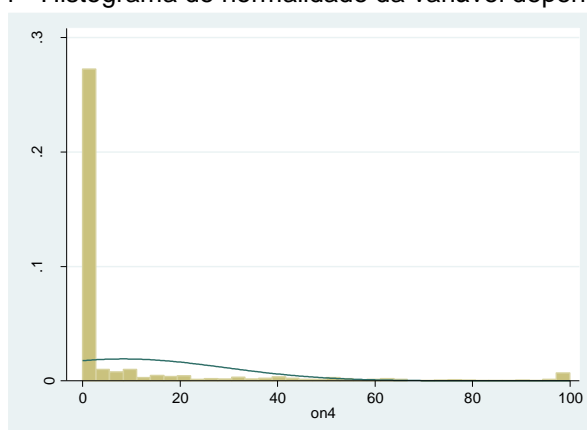
4.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DEPENDENTES

A variável dependente selecionada diz respeito à estrutura de propriedade “investidor estrangeiro” e busca averiguar a participação deste na propriedade das empresas analisadas. Conforme foi verificado na teoria, aqui foram considerados todos os proprietários de ações ordinárias, cuja nacionalidade não fosse brasileira.

De um total de 4.875 observações, dado este, vindo da relação entre código da empresa e ano analisado (id x ano), 3.625 observações apresentaram resultado zero, ou seja, não houve participação do estrangeiro. Em outras palavras, 1.250 observações localizaram a participação do estrangeiro (25,64%).

Quanto à normalidade da variável, dois testes foram realizados. O histograma e a normalidade multivariada (comando `mvtest normality` do Stata/MP 14 – Apêndice C). Em ambos os casos, a normalidade não foi respeitada. No gráfico 1 pode ser visualizado o resultado alcançado. E com o teste via comando, o resultado encontrado foi: Doornik-Hansen - $\chi^2(2) = 24907.256$ $\text{Prob} > \chi^2 = 0.0000$ o que refuta a hipótese nula de normalidade.

Gráfico 1 - Histograma de normalidade da variável dependente



Fonte: Dados da pesquisa (2017).

4.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Para que pudessem ser explicitados os dados referentes ao investidor estrangeiro detentor de ação ordinária (variável dependente), foi necessária a classificação de todos os acionistas da amostra (ordinários e preferenciais) conforme abordado pela teoria. Desta forma, foram realizadas 24.247 classificações de acionistas.

Os acionistas foram divididos entre Família, Propriedade Privada Nacional, Investidor Institucional, Investidor Estrangeiro, Governo A, Governo B, Governo C, Tesouraria e Outros. Cada grupo foi subdividido entre: proprietário de ação ordinária e preferencial. Conforme tabela 3.

Tabela 3 - Síntese dos resultados encontrados.

Classificação	Nome na Base	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Observações Diferentes de Zero	% nas Observações
Família	ON1	4.875	7.021	20.45	0	100	838	17,19%
	PN1	4.875	2.016	10.72	0	99.99	350	7,18%
Prop Privada Nacional	ON 2	4.875	45.44	41.09	0	100	3500	71,79%
	PN 2	4.875	14.83	29.51	0	100	1568	32,16%
Investidor Institucional	ON 3	4.875	13.70	28.92	0	100	1716	35,20%
	PN 3	4.875	4.951	16.44	0	100	752	15,43%
Governo A	ON 5	4.875	7.982	24.49	0	100	593	12,16%
	PN 5	4.875	3.133	14.31	0	100	355	7,28%
Governo B	ON 6	4.875	0.998	6.201	0	100	276	5,66%
	PN 6	4.875	0.687	5.499	0	100	164	3,36%
Governo C	ON 7	4.875	1.627	7.650	0	100,00	368	7,55%
	PN 7	4.875	0.782	6.260	0	100	172	3,53%
Tesouraria	ON 8	4.875	0.0524	0.399	0	8.760	232	4,76%
	PN 8	4.875	0.0816	0.724	0	17.59	152	3,12%
Outros	ON 9	4.875	4.718	12.71	0	100	1.145	23,49%
	PN 9	4.875	5.445	17.10	0	100	649	13,31%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Vale ressaltar que a média e o desvio padrão tratam da análise a respeito do valor percentual, bem como a coluna mínimo e máximo, apresentam os valores mínimos e máximos das porcentagens encontradas. Analisando inicialmente os acionistas ordinários, ou seja, aqueles que detêm poder de voto na empresa, a classificação de identidade mais encontrada é Propriedade Privada Nacional 71,79% no total das observações (4.875). A segunda mais encontrada diz respeito ao Investidor Institucional (35,20%), seguida da classificação outros (23,49%). Se for retomado o valor encontrado na variável dependente, pode-se observar, que a classificação de Investidor Estrangeiro estaria em terceiro lugar na quantidade de observações do painel realizado.

Para verificar se existe associação entre as variáveis, deve-se verificar a correção entre estas variáveis. Segundo Hair Jr. *et. al.* (2005), grandes coeficientes indicam forte relação e pequenos coeficientes uma baixa relação. De maneira prática, valores de 0,01 até 0,20 são considerados leves, quase imperceptíveis, já os valores de 0,21 até 0,40 são considerados pequenos, mas definidos, valores moderados encontram-se na faixa de 0,41 a 0,70, alta correlação entre 0,71 e 0,90, e por fim, uma correlação muito forte é observada em valores acima de 0,91. Lembrando que, a correção tem seu valor oscilando sempre entre - 1 (menos um) e +1 (mais um). Onde o zero não representa nenhuma relação entre estas. Para a obtenção dos resultados por meio do Software Stata/MP 14, foi usado o comando “pworth”. Conforme apresentado na tabela 4, não foram encontradas correlações altas e muito fortes.

Tabela 4 - Matriz de Correlação - Identidades

	on4	on1	pn1	on2	pn2	on3	pn3	on5	pn5	on6	pn6	on7	pn7	on8	pn8	on9	pn9
on4	1																
on1	-0.1011	1															
pn1	-0.0706	0.5678	1														
on2	-0.3154	-0.2914	-0.1323	1													
pn2	-0.1765	-0.0845	-0.0361	0.4651	1												
on3	-0.1133	-0.1280	-0.0848	-0.4147	-0.1862	1											
pn3	-0.0795	0.0136	-0.00750	-0.0876	-0.0273	0.2992	1										
on5	-0.1183	-0.1056	-0.0576	-0.3219	-0.1275	-0.1317	-0.0638	1									
pn5	-0.0872	-0.0742	-0.0405	-0.1611	-0.0594	-0.0825	-0.0355	0.6078	1								
on6	-0.0371	-0.0242	-0.0302	-0.0930	-0.0735	-0.0490	-0.0275	0.00610	-0.0124	1							
pn6	-0.0342	-0.0189	-0.0162	0.0422	-0.0220	-0.0451	0.0347	0.0151	-0.0161	0.2037	1						
on7	-0.0181	-0.0574	-0.0390	-0.1286	-0.0524	-0.00850	0.0118	0.0038	0.0228	0.0196	-0.0059	1					
pn7	-0.0317	-0.0284	-0.0192	-0.0543	-0.0019	-0.0189	0.00950	0.0157	0.0663	-0.0124	0.0179	0.6655	1				
on8	0.00210	-0.0186	-0.0116	-0.0109	-0.0257	-0.0345	-0.0161	-0.0371	-0.0257	0.00150	-0.0105	-0.0040	-0.0120	1			
pn8	-0.0109	0.0271	0.0259	-0.0038	0.0287	-0.0245	0.0329	0.0183	0	-0.00860	0.00980	0.0258	0.00960	0.2291	1		
on9	0.00730	0.0126	-0.0082	-0.1311	-0.0782	-0.0748	-0.0488	-0.0744	-0.0650	0.00450	-0.0210	-0.0312	-0.0283	0.2347	0.0563	1	
pn9	-0.0850	0.0411	0.0443	0.0635	0.0536	-0.0943	0.0343	0.0529	0.0206	-0.00560	0.0326	-0.0130	0.00360	0.1066	0.2086	0.2340	1

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

As correlações que apresentaram força de associação moderada, estão relacionadas aos acionistas ordinários e preferenciais de uma mesma identidade. Estas como sendo positivas, o que significa que o aumento de uma, tende a também aumentar a outra. Estes casos encontram-se em negrito na tabela de correlação, para facilitar a visualização.

No que diz respeito ao conselho de administração, foi realizada a análise dos conselhos das 582 empresas, ressaltando que, nem todas as empresas apresentaram informações para o período completo (2007-2016), pois algumas delas não haviam aberto o capital no momento inicial da pesquisa. No que diz respeito as variáveis que refletem a postura do conselho foram selecionadas as seguintes: dualidade (CEO é igual ou diferente do Chairman); externalidade do Chairman, independência do Chairman, quantidade de conselheiros; porcentagem de independentes; porcentagem de internos; porcentagem de externos. Os dados obtidos por meio desta análise encontram-se na tabela 5.

Tabela 5 - Síntese das informações do Conselho de Administração

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Ceo diferente do Chairman	4,895	0,801	0,399	0	1
Chairman Externo	4,895	0,734	0,442	0	1
Chairman Independente	4,895	0,00715	0,0843	0	1
Quantidade	4,895	7,171	4,584	1	30
Independente	4,895	0,100	0,175	0	1
Percentual Interno	4,895	0,173	0,171	0	1
Percentual Externo	4,895	0,725	0,220	0	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Vale ressaltar que as variáveis Dualidade, Chairman Externo e Chairman Independente foram analisadas com *dummies*, isto significa, que a resposta para este questionamento foi pontuada com “zero” para não encontrado e “um” para encontrado. E as colunas mínimo e máximo refletem o menor e maior resultado encontrado. As variáveis percentual interno e percentual externo apresentam as análises resultantes dos membros que foram classificados, respectivamente, como interno e externo à empresa. Observando que o membro externo ele não faz parte da empresa, porém não possui independência, conforme apresentado na teoria.

Para tornar mais clara a visualização das observações encontradas, na tabela 6, mostra a frequência de cada um dos casos:

Tabela 6 - Análise do Chairman

Variável	Observações 0		Observações 1		Total Observado	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Ceo diferente do Chairman	973	19,88%	3.922	80,12%	4.895	100%
Chairman Externo	1.302	26,60%	3.593	73,40%	4.895	100%
Chairman Independente	4.860	99,28%	35	0,72%	4.895	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Com base nos dados verificados, pode-se observar que a maioria das empresas, nos anos analisados, tiveram CEO diferente do Chairman, 80,12% isto demonstra a prática de boas medidas de governança corporativa. Apesar deste dado relevante, ainda são poucas as que contratam um Presidente do Conselho Independente, apenas 0,72%.

Analisando as correlações das variáveis relacionadas ao Conselho de Administração, tem-se a tabela 7:

Tabela 7 - Matriz de Correlação – Conselho de Administração

	on4	ceodif	chair~20	chair~24	qtidade	Indepe~e	Interno	Externo
on4	1							
ceodif	0.0824	1						
chairext20	0.0301	0.8274	1					
chairind24	-0.0012	0.0301	0.0401	1				
qtidade	-0.0089	0.1817	0.2248	0.0561	1			
Independente	0.1014	0.0994	0.1334	0.1545	0.1416	1		
Interno	-0.0460	-0.3552	-0.4442	-0.0670	-0.4046	-0.2069	1	
Externo	-0.0418	0.1928	0.2340	-0.0701	0.1932	-0.6296	-0.6112	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Dos resultados apresentados, um deles se destaca pela correlação considerada alta, a relação entre CEO diferente do Chairman e o Chairman Externo, cuja classificação na CVM é 20. Esta relação é compreensível, pois os valores da análise descritiva deixaram claro que o percentual de chairmans independentes ainda é muito baixo, porém é reduzido também os casos em que o chairman e o CEO são a mesma pessoa. Isto demonstra preocupação com governança, ou seja, é bom, pois reduz a dualidade e amplia a independência dos conselheiros. O mais aconselhável seria que o chairman fosse independente, porém como isto não foi encontrado nos dados, ter esta diferença entre os presidentes demonstra uma maior preocupação com governança corporativa (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ; 2008; CUNHA, 2012; IBGC, 2015).

Outras correlações que demonstram relevância são as que analisando o Chairman Externo e o percentual de internos no conselho, sendo esta moderada e negativa. Caso semelhante ao fazer a relação entre externos e independentes, e externos e internos.

4.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE CONTROLE

No que diz respeito às variáveis de controle, buscou-se coletar variáveis que retratassem o ambiente macroeconômico: CDI, SELIC, dólar, EURO, IPCA e Ibovespa; e variáveis que indicassem características da empresa: emissão de ADR, patrimônio líquido, valor de mercado da empresa, ROA, receita, ebitda, ROE, Q-Tobin e setor econômica. Vale ressaltar, que apesar desta coleta extensa de dados, nem todos serão utilizados no modelo, pois, alguns dados apresentaram multicolineariedade.

A multicolineariedade surge quando duas ou mais variáveis são altamente, mas não perfeitamente, correlacionadas entre si. Reduzindo assim, a confiança de interpretação dos dados apresentados (PINDYCK; RUBINFELD, 2004). Analisando a correlação das variáveis de controle, tem-se a situação demonstrada na tabela 8:

Tabela 8 - Matriz de Correlação – Variáveis de Controle

	CDI	SELIC	dolar	euro	IPCA	ibov	ADR	PL	Valor	ROA	Receita	Ebitda	ROE	QTobin	Set
CDI	1														
SELIC	0.9998	1													
dolar	0.6326	0.6377	1												
euro	0.5154	0.5241	0.9532	1											
IPCA	0.4378	0.4382	0.8000	0.7868	1										
ibov	0.0269	0.0200	-0.1837	-0.2906	-0.4766	1									
ADR	-0.0053	-0.0053	-0.0173	-0.0140	-0.0147	0.0037	1								
PL	-0.0102	-0.0103	0.0075	0.0043	0.0125	-0.0115	0.3999	1							
Valor	-0.0139	-0.0141	-0.0136	-0.0165	-0.0152	0.0178	0.4726	0.7770	1						
ROA	0.0003	0.00010	0.0105	0.0051	0.0151	-0.0080	0.0053	0.0047	0.0046	1					
Receita	0.0046	0.0047	0.0258	0.0233	0.0250	-0.0138	0.3961	0.7974	0.6221	0.0047	1				
Ebitda	0.0071	0.0071	0.0010	-0.0044	-0.0041	-0.0019	0.0094	-0.0085	-0.0047	-0.0079	-0.0002	1			
ROE	0.0160	0.0160	0.0280	0.0289	0.0374	-0.0137	-0.0031	-0.0027	-0.0026	0.0035	-0.0028	0.0508	1		
QTobin	-0.0085	-0.00870	-0.0143	-0.0132	-0.0178	0.0331	-0.0034	-0.0030	-0.0022	-0.0015	-0.0030	-0.0024	0	1	
Setor	-0.0024	-0.00250	0.0013	0.0000	0.0035	-0.0023	-0.0529	-0.0340	-0.0391	0.0047	-0.0190	0.0241	0.021	-0.02	1

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Com base nas correlações obtidas, verifica-se que CDI e Selic, Dólar e Euro são muito fortes; Dólar e IPCA, PL e Valor de Mercado são altas. Sendo assim, para viabilizar a análise, foram excluídas as variáveis CDI, Euro, IPCA. O valor de mercado, porém foi mantido. Objetivando ampliar a confiabilidade na interpretação do modelo e resolver a multicolineariedade

4.5 MODELO DE REGRESSÃO

Foi realizado um primeiro teste incluindo todas as variáveis independentes e de controle, porém o Software Stata/IM 14 não realizou o processamento completo das variáveis. Desta forma, foram excluídas as variáveis que não apresentaram oscilação ao longo do tempo nas empresas, as *dummies* ADR e a variável externo, pois o software acusava emissão por multicolineariedade.

O modelo de regressão foi realizado com base, incluindo efeitos fixos e a clusterização por empresa para ampliar a confiabilidade. Os comandos utilizados no Software foram “xtreg”, incluindo-se as opções “cluster (id)” e “fe”. A tabela 9 apresenta a primeira regressão.

Tabela 9 – Regressão 1

note: Externo omitted because of collinearity
note: SetorNum omitted because of collinearity

```

Fixed-effects (within) regression      Number of obs      =      4,794
Group variable: id                   Number of groups   =      573
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.4426                    min =              1
    between = 0.4222                    avg =             8.4
    overall = 0.4070                    max =             10
                                        F(32,572)         =      35.09
corr(u_i, Xb) = 0.0693                 Prob > F           =      0.0000
                                        (Std. Err. adjusted for 573 clusters in id)

```

	on4	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
on1		-.3511754	.0485469	-7.23	0.000**	-.4465274 -.2558234
pn1		-.0083706	.0242795	-0.34	0.730	-.0560584 .0393173
on2		-.3665823	.0462745	-7.92	0.000**	-.457471 -.2756936
pn2		.0185499	.0252226	0.74	0.462	-.0309904 .0680901
on3		-.4951843	.0611215	-8.10	0.000**	-.6152344 -.3751343
pn3		-.1210255	.0550391	-2.20	0.028**	-.2291288 -.0129221
on5		-.2752568	.0770786	-3.57	0.000**	-.4266484 -.1238652
pn5		.0263636	.0304684	0.87	0.387	-.03348 .0862072
on6		-.0772439	.0878888	-0.88	0.380	-.249868 .0953802
pn6		.0553136	.0215392	2.57	0.010**	.013008 .0976192
on7		-.2872914	.0712764	-4.03	0.000**	-.4272868 -.147296
pn7		.1295871	.063696	2.03	0.042**	.0044805 .2546938
on8		.0014739	.4553377	0.00	0.997	-.8928639 .8958117
pn8		-.0581802	.1871315	-0.31	0.756	-.4257288 .3093684
on9		-.1184289	.0186235	-6.36	0.000**	-.1550078 -.08185
pn9		.0329371	.0113754	2.90	0.004**	.0105944 .0552798
ceodif		-2.530025	2.075234	-1.22	0.223	-6.606033 1.545983
chairext20		3.499012	2.438587	1.43	0.152	-1.290664 8.288689
chairind24		1.579593	1.979351	0.80	0.425	-2.308089 5.467276
qtidade		-.1204496	.157377	-0.77	0.444	-.4295569 .1886577
Independente		-4.115147	2.075239	-1.98	0.048**	-8.191167 -.0391279
Interno		-5.487306	2.466045	-2.23	0.026**	-10.33091 -.6436988
Externo		0	(omitted)			
SELIC		-.0591189	.0873043	-0.68	0.499	-.230595 .1123572

dolar		.8860979	.3644195	2.43	0.015**	.1703343	1.601861
ibovespa		.0025471	.0026948	0.95	0.345	-.0027458	.00784
PL		1.08e-09	2.48e-08	0.04	0.965	-4.76e-08	4.97e-08
ValordeMercado		-1.72e-08	2.77e-08	-0.62	0.537	-7.17e-08	3.73e-08
ROA		-1.89e-06	1.17e-06	-1.61	0.108	-4.20e-06	4.14e-07
Receita		-6.90e-08	3.28e-08	-2.10	0.036**	-1.33e-07	-4.59e-09
Ebitda		-5.89e-09	7.39e-08	-0.08	0.936	-1.51e-07	1.39e-07
ROELLPL		-.0005514	.0005996	-0.92	0.358	-.0017291	.0006262
QTobinVMAT		.0002898	.0000173	16.76	0.000**	.0002559	.0003238
SetorNum		0	(omitted)				
_cons		37.86535	3.856506	9.82	0.000**	30.29071	45.43999

sigma_u		14.755596					
sigma_e		7.5266					
rho		.79353356	(fraction of variance due to u_i)				

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

* Nível de significância a 0,10.

** Nível de significância a 0,05.

A fim de verificar a multicolineariedade, foi realizado o teste “VIF, UNC” que busca verificar se há variáveis que podem prejudicar o modelo.

Tabela 10 - Teste de Multicolineariedade

Variable	VIF	1/VIF
SELIC	41.28	0.024228
dolar	25.15	0.039762
ceodif	16.58	0.060314
chairext20	13.68	0.073109
on2	5.77	0.173358
PL	4.91	0.203689
qtidade	4.24	0.235646
Receita	2.98	0.335465
ValordeMer~o	2.85	0.350544
Interno	2.70	0.370498
on5	2.45	0.408082
on3	2.28	0.439321
on1	2.14	0.467284
on7	2.01	0.496471
pn7	1.87	0.533970
Independente	1.72	0.583034
pn5	1.71	0.584994
pn2	1.65	0.604450
pn1	1.57	0.638158
on9	1.48	0.675320
pn9	1.33	0.751059
on6	1.22	0.821486
pn3	1.22	0.821633
on8	1.14	0.875507
ibovespa	1.14	0.876649
pn8	1.12	0.889850
pn6	1.10	0.907248
chairind24	1.05	0.951266
Ebitda	1.04	0.959718
ROELLPL	1.01	0.991377
ROA	1.01	0.994958
QTobinVMAT	1.00	0.996652

Mean VIF	4.76	

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

O teste apresentou multicolineariedade, nas variáveis SELIC, dólar, ceodif, chairext20. Com base também nos apontamentos teóricos, realizou-se a exclusão das variáveis SELIC, ceodif e chairext20 rodando novamente a regressão, conforme dados apontados na tabela 11.

Tabela 11 - Regressão 2 - Excluídas as multicolineariedades

note: SetorNum omitted because of collinearity						
Fixed-effects (within) regression						
Group variable: id			Number of obs =		4,794	
R-sq:			Number of groups =		573	
			Obs per group:			
within = 0.4425			min =		1	
between = 0.4223			avg =		8.4	
overall = 0.4071			max =		10	
			F(31,572) =		37.28	
corr(u_i, Xb) = 0.0692			Prob > F =		0.0000	
(Std. Err. adjusted for 573 clusters in id)						
	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
on4						
on1	-.3515073	.0485714	-7.24	0.000***	-.4469074	-.2561072
pn1	-.0089357	.0242127	-0.37	0.712	-.0564924	.038621
on2	-.3665218	.0462943	-7.92	0.000***	-.4574493	-.2755943
pn2	.0183946	.0252306	0.73	0.466	-.0311613	.0679505
on3	-.4952531	.0611277	-8.10	0.000***	-.6153153	-.3751909
pn3	-.1207894	.0550207	-2.20	0.029**	-.2288567	-.0127222
on5	-.2749163	.0772383	-3.56	0.000***	-.4266216	-.123211
pn5	.0261739	.0306054	0.86	0.393	-.0339389	.0862866
on6	-.0778727	.0879375	-0.89	0.376	-.2505925	.0948471
pn6	.0562672	.0212287	2.65	0.008***	.0145716	.0979629
on7	-.286334	.0713217	-4.01	0.000***	-.4264183	-.1462497
pn7	.1278193	.0635815	2.01	0.045**	.0029375	.252701
on8	-.0047399	.4553039	-0.01	0.992	-.8990114	.8895316
pn8	-.0608597	.1864291	-0.33	0.744	-.4270288	.3053094
on9	-.1195027	.018452	-6.48	0.000***	-.1557446	-.0832607
pn9	.0319764	.0114266	2.80	0.005***	.0095331	.0544197
chairind24	1.530015	1.975938	0.77	0.439	-2.350964	5.410993
qtidade	-.1201091	.1570768	-0.76	0.445	-.4286268	.1884086
Independente	-4.042616	2.05785	-1.96	0.050**	-8.08448	-.0007528
Interno	-5.487275	2.466945	-2.22	0.027**	-10.33265	-.6418987
dolar	.7730348	.2686064	2.88	0.004***	.2454596	1.30061
ibovespa	.0022124	.0028325	0.78	0.435	-.0033511	.0077758
PL	1.63e-09	2.46e-08	0.07	0.947	-4.67e-08	4.99e-08
ValordeMercado	-1.68e-08	2.78e-08	-0.60	0.546	-7.14e-08	3.78e-08
ROA	-1.86e-06	1.17e-06	-1.59	0.112	-4.16e-06	4.34e-07
Receita	-6.89e-08	3.29e-08	-2.10	0.036**	-1.33e-07	-4.39e-09
Ebitda	-7.11e-09	7.41e-08	-0.10	0.924	-1.53e-07	1.38e-07
ROELLPL	-.0005476	.0005996	-0.91	0.361	-.0017252	.00063
QTobinVMAT	.0002892	.0000168	17.18	0.000***	.0002562	.0003223
SetorNum	0	(omitted)				
_cons	37.4713	3.874478	9.67	0.000***	29.86136	45.08124
sigma_u	14.754682					
sigma_e	7.5262042					
rho	.79353051	(fraction of variance due to u_i)				

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Seguindo o que foi proposto por Cunha (2012), a regressão foi rodada novamente apenas com as variáveis que apresentaram significância mínima de 0,10, conforme tabela 12.

Tabela 12 - Regressão 3 - variáveis significantes a 0,10

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	4,797		
Group variable: id		Number of groups	=	574		
R-sq:		Obs per group:				
within	= 0.4382	min	=	1		
between	= 0.4132	avg	=	8.4		
overall	= 0.4022	max	=	10		
corr(u_i, Xb) = 0.0573		F(15,573)	=	59.20		
		Prob > F	=	0.0000		
(Std. Err. adjusted for 574 clusters in id)						

	on4	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]

	on1	-.3506252	.0479562	-7.31	0.000	-.4448165 -.2564338
	on2	-.3585559	.0448192	-8.00	0.000	-.4465859 -.270526
	on3	-.490273	.0600562	-8.16	0.000	-.6082301 -.3723158
	pn3	-.1287872	.0531402	-2.42	0.016	-.2331605 -.0244138
	on5	-.2610321	.0825317	-3.16	0.002	-.4231336 -.0989305
	pn6	.0536255	.0231303	2.32	0.021	.0081951 .0990559
	on7	-.2853986	.0710153	-4.02	0.000	-.4248806 -.1459166
	pn7	.1209481	.0606286	1.99	0.047	.0018668 .2400294
	on9	-.1176763	.0176854	-6.65	0.000	-.1524125 -.0829401
	pn9	.0298302	.0108976	2.74	0.006	.0084261 .0512343
Independente		-3.727914	2.09894	-1.78	0.076	-7.850468 .3946404
Interno		-5.974629	2.262065	-2.64	0.008	-10.41758 -1.531679
dolar		.7932633	.2601739	3.05	0.002	.2822525 1.304274
Receita		-6.58e-08	2.49e-08	-2.64	0.008	-1.15e-07 -1.69e-08
QTobinVMAT		.0002946	.0000159	18.57	0.000	.0002635 .0003258
_cons		36.87994	3.413789	10.80	0.000	30.17487 43.58501

	sigma_u	14.833827				
	sigma_e	7.5395263				
	rho	.79470152	(fraction of variance due to u_i)			

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Em se tratando especificamente do resultado apresentado no R2 (0,4382), pode-se verificar que a proporção total explicada é regressão apresenta um valor considerável, visto que o intervalo deste fica entre zero e um.

Desta maneira, pode se verificar que, quanto a identidade do acionista, é estatisticamente significativa a relação entre investidor estrangeiro, família ordinário (ON1), propriedade privada ordinário (ON2), investidor institucional ordinário (ON3) e preferencial (PN3), Governo A ordinário (ON5), Governo B preferencial (PN6), Governo C ordinário (ON7) e preferencial (PN7) e a classificação outros ordinário (ON9) e preferencial (PN9).

O quadro 13 ilustra a síntese das três regressões elaboradas para que fosse possível chegar a este resultado.

Quadro 13 - Síntese Regressões

Regressão 1 – R2: 0,4426			Regressão 2 – R2: 0,4428		Regressão 3 – R2: 0,4382	
Variável (ON4)	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
on1	-.3511754	0.000***	-.3515073	0.000***	-.3506252	0.000***
pn1	-.0083706	0.730	-.0089357	0.712	Excluída deste modelo	
on2	-.3665823	0.000***	-.3665218	0.000***	-.3585559	0.000***
pn2	.0185499	0.462	.0183946	0.466	Excluída deste modelo	
on3	-.4951843	0.000***	-.4952531	0.000***	-.490273	0.000***
pn3	-.1210255	0.028**	-.1207894	0.029**	-.1287872	0.016**
on5	-.2752568	0.000***	-.2749163	0.000***	-.2610321	0.002***
pn5	.0263636	0.387	.0261739	0.393	Excluída deste modelo	
on6	-.0772439	0.380	-.0778727	0.376	Excluída deste modelo	
pn6	.0553136	0.010***	.0562672	0.008***	.0536255	0.021**
on7	-.2872914	0.000***	-.286334	0.000***	-.2853986	0.000***
pn7	.1295871	0.042**	.1278193	0.045**	.1209481	0.047**
on8	.0014739	0.997	-.0047399	0.992	Excluída deste modelo	
pn8	-.0581802	0.756	-.0608597	0.744	Excluída deste modelo	
on9	-.1184289	0.000***	-.1195027	0.000***	-.1176763	0.000***
pn9	.0329371	0.004***	.0319764	0.005***	.0298302	0.006***
ceodif	-2.530025	0.223	Excluída deste modelo		Excluída deste modelo	
chairext20	3.499012	0.152	Excluída deste modelo		Excluída deste modelo	
chairind24	1.579593	0.425	1.530015	0.439	Excluída deste modelo	
qtidade	-.1204496	0.444	-.1201091	0.445	Excluída deste modelo	
Independente	-4.115147	0.048**	-4.042616	0.050**	-3.727914	0.076*
Interno	-5.487306	0.026**	-5.487275	0.027**	-5.974629	0.008***
Externo	0 (omitted)		Excluída deste modelo		Excluída deste modelo	
SELIC	-.0591189	0.499	Excluída deste modelo		Excluída deste modelo	
dolar	.8860979	0.015**	.7730348	0.004***	.7932633	0.002***
ibovespa	.0025471	0.345	.0022124	0.435	Excluída deste modelo	
PL	.0025471	0.965	1.63e-09	0.947	Excluída deste modelo	
ValordeMerc	-1.72e-08	0.537	-1.68e-08	0.546	Excluída deste modelo	
ROA	-1.89e-06	0.108	-1.86e-06	0.112	Excluída deste modelo	
Receita	-6.90e-08	0.036**	-6.89e-08	0.036**	-6.58e-08	0.008***
Ebitda	-5.89e-09	0.936	-7.11e-09	0.924	Excluída deste modelo	
ROELLPL	-.0005514	0.358	-.0005476	0.361	Excluída deste modelo	
QTobinVMAT	.0002898	0.000***	.0002892	0.000***	.0002946	0.000***
SetorNum	0 (omitted)		Excluída deste modelo		Excluída deste modelo	
_cons	37.86535	0.000***	37.4713	0.000***	36.87994	0.000***

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

* Nível de significância a 0,10.

** Nível de significância a 0,05.

*** Nível de significância a 0,01.

Nesta pesquisa foram rodadas três regressões, a primeira trabalhou com todas as variáveis. Na segunda foram excluídas as variáveis que apresentaram multicolineariedade - CEO diferente do Chairman (dualidade), Chairman classificado como externo à empresa da qual está no Board, quantidade percentual de membros externos, taxa SELIC e número do setor – classificação Económica. E por fim, foram consideradas apenas as variáveis significantes a 0,10. Vale ressaltar que o R2 encontrado em todas elas, foi relevante. Levando em consideração apenas o último,

(0,4382) pode se afirmar que a variação da variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes em 43,82%.

Analisando os resultados obtidos no que diz respeito a identidade do acionista, na primeira regressão pode ser observado que, com base no coeficiente encontrado, o investidor estrangeiro reage negativamente à presença dos acionistas família ordinária, propriedade privada ordinária, investidor institucional tanto ordinária quanto privada, Governo A e Governo C (respectivamente controlador e fundos de pensão) tanto ordinário quanto preferencial. Optou-se por não avaliar, o acionista outros, apesar da significância, por ser de pouca valia quanto à sua capacidade de detalhamento.

Da primeira para a segunda regressão esta situação manteve-se praticamente constante, porém na terceira regressão quando foi rodado apenas o que possuía significância a 0,10 verificou-se que a significância foi mantida, porém os coeficientes apresentam mudança. Analisando Investidor on1 e on2 – família e propriedade privada nacional, ambos apresentaram alta significância e coeficiente negativo. Família (ON1) apresentou um Coeficiente de -0,3506252, isto implica afirmar que para o aumento de uma unidade em ON1 o investidor estrangeiro responde com uma queda de 0,3506252 unidades. O mesmo acontece com a alteração em propriedade privada nacional, cuja queda em unidades é de 0,3585559.

Já no que diz respeito ao investidor institucional, ordinário (ON3) e preferencial (PN3) a significância foi aumentando ao longo dos modelos (PN3), porém com coeficientes sempre negativos. Na regressão 3 os resultados encontrados apontam para -0,490273 e -0,1287872 respectivamente. Demonstrando que para o aumento de uma unidade em ON3 e PN3 o investidor reagirá negativamente com 0,490273 e 0,1287872 unidades. É natural esperar ser obtido um maior impacto ao se tratar das ações ordinárias visto que estas são as que efetivamente tem poder de voto na empresa. Sendo esta classificação a primeira a apresentar sigficancia em se tratando de uma ação preferencial. Este resultado pode ser explicado pelo fato de nesta classe estarem alocados bancos, companhias de seguro, fundos de investimento e fundos de pensão, que, mesmo enquanto detentores de ações preferenciais possuem um maior poder de barganha.

Em se tratando as esferas relacionadas a presença do Governo (A, B e C), foram encontradas sigficancias a 0,10 nos casos em que o Governo é Acionista Majoritário (Governo A) com poder de voto (ordinária – ON5), Governo via Bancos de Desenvolvimento sem poder de voto – Preferencial (PN6) e Governo via Fundos de Pensão, tanto ordinária (ON7) quanto preferencial (PN7).

O primeiro caso – Governo A Ordinário apresentou coeficiente negativo. Isto implica dizer que o aumento de uma unidade desta identidade faz com o que o acionista estrangeiro reaja negativamente com 0,2610321 unidades. Já ao analisar o Governo via Bancos de Desenvolvimento (PN6) o resultado do coeficiente foi positivo, ou seja, o aumento de uma unidade em PN6 fará com que o investidor estrangeiro responda positivamente com 0,0536255 unidades. Quanto a última classificação da esfera Governo, fundos de pensão o resultado encontrado é controverso, pois no caso de ON7 a resposta do investidor estrangeiro é negativa (-0,2853986) e quanto a PN7 é positiva (0,1209481). Optou-se por não analisar os resultados de Outros ON e PN, apesar de significantes, pois, mesmo após diversos contatos com a CVM não obteve-se um maior detalhamento de quem seriam os acionistas classificados nesta opção.

Os resultados encontrados nesta pesquisa corroboram com os resultados encontrados por Cunha (2012), onde o investidor estrangeiro reage as identidades dos demais acionistas. Por não haverem outros trabalhos que utilizam a mesma classificação utilizada nesta pesquisa – nove níveis – esta análise teve-se apenas à discussão específica do trabalho de Cunha (2012). Desta forma H4 foi aceita, pois de fato, as identidades dos acionistas nas empresas influenciam a participação de investimento estrangeiro. Resultado semelhante aos encontrados em Carvalhal-da-Silva (2004) e Silveira, Barros e Famá (2008).

Aprofundando agora o Conselho de Administração, pode se verificar que dá regressão 1 para a 2, a primeira variável excluída, dualidade, difere do que foi apontado pela teoria. Silva *et. al.* (2017) constatou que boas práticas de governança no conselho tendem a melhorar o ambiente da empresa. Boas práticas estas que podem ser destacadas a separação das funções CEO e Chairman. Neste trabalho, esta variável apresentou multicolineariedade, e não apresentou significância refutando assim a Hipótese 2.

As demais variáveis que refletem o Conselho de Administração tratam do Chairman. A primeira analisou se o fato deste ser externo impactaria na resposta do investidor estrangeiro. Esta variável, porém, apresentou multicolineariedade e foi excluída do modelo. Já quanto a independência do Chairman, os resultados apontaram não ser significativa. Outro ponto importante ressaltado pelo IBGC (2015) e por Silva *et. al.* (2017) diz respeito ao tamanho do conselho, representado neste estudo pela variável “quantidade” (qtidade). Esta não demonstrou significância quando analisada a 0,10. Já quanto a porcentagem de independentes, internos e externos, as duas primeiras demonstraram ser significantes. A última, porém, foi omitida devido a multicolineariedade.

A independência dos membros apresentou, na regressão 3, coeficiente negativo de -3,727914, o que aponta para uma resposta do investidor estrangeiro negativa e 3,727914 vezes maior a alteração desta variável. Resultado este que difere dos apontados por Silveira, Barros e Famá (2003); IBGC (2015) e Silva *et. al.* (2017). Silveira, Barros e Famá (2003) apontam que a independência do conselho influencia positivamente na qualidade da governança corporativa, porém ao comparar com o resultado encontrado nesta pesquisa, percebe-se que o investidor estrangeiro é impactado negativamente. Isto significa que quanto maior a independência, menor será a vinda do estrangeiro, refutando assim a Hipótese 1.

Quanto ao percentual de membros internos o resultado foi ainda maior, pois este aponta para uma resposta negativa de 5,974629 vezes maior que a alteração realizada no Conselho corroborando a teoria e tornando válida a hipótese 3, o resultado foi ainda mais negativo quando analisada a presença de conselheiros internos. De maneira geral os resultados não apresentaram uma linearidade perante o que se esperava do Conselho de Administração. Resultado similar foi encontrado por Paiva *et. al.* (2015), visto que este apontou como sendo inconclusivo o efeito do conselho de administração

Das variáveis de controle selecionadas apenas três mostraram ser significantes, o dólar, a receita e o Q-Tobin. Analisando exclusivamente as variáveis do macroambiente, apenas o dólar demonstrou significância. O coeficiente encontrado foi positivo no valor de 0,7932633, isto significa que o impacto de uma unidade de

dólar, impactará positivamente em 0,7932633 unidades na resposta dos investidores estrangeiros.

E sobre as variáveis da empresa, a Receita e o Q-Tobin demonstraram ser significantes. A primeira com coeficiente negativo no valor de $-6,58e-08$, muito pequeno do ponto de vista prático e o Q-Tobin, também com valor pequeno, porém com sinal positivo, 0,0002946. Isto corrobora a gama de trabalhos que analisa a participação do estrangeiro com o desempenho da firma (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008; CAIXE; KRAUTER, 2013; CAIXE; KRAUTER, 2014).

As hipóteses testadas buscaram responder aos objetivos deste trabalho e podem ser sintetizadas no quadro

Quadro 14 - Síntese dos principais resultados da pesquisa

HIPÓTESES	AUTORES		RESULTADOS DESTA PESQUISA
	ACEITA	NÃO ACEITA	
H1+ (Membros Independentes)	Silveira, Barros e Famá (2003); Silva <i>et. al.</i> (2017).	Paiva <i>et. al.</i> (2015)	Hipótese não aceita
H2- (Dualidade)	Silveira, Barros e Famá (2003); Silva <i>et. al.</i> (2017).	Paiva <i>et. al.</i> (2015)	Hipótese não aceita
H3- (Membros Internos)	Silveira, Barros e Famá (2003); IBGC (2015); Silva <i>et. al.</i> (2017).	-	Hipótese aceita
H4+ (Identidade)	Carvalho-da-Silva (2004); Silveira; Barros; Famá (2008); Cunha (2012).	-	Hipótese aceita

Fonte: elaborado pela autora (2017).

Os resultados confirmaram as hipóteses H3 e H4, referente aos membros internos (percentual do conselho) e identidade dos demais acionistas, respectivamente. As hipóteses H1 e H2, percentual de membros independentes do conselho e dualidade Chairman e CEO, não foram confirmadas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo apresentam-se as conclusões deste estudo, bem como suas limitações e sugestões para pesquisas futuras.

5.1 CONCLUSÕES

Este estudo teve como objetivo analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa (conselho de administração e identidade do acionista) na participação de estrangeiros nas empresas de capital aberto, no período de 2007 a 2016. Para que isto fosse possível, foi realizado inicialmente a categorização dos mecanismos de governança, partindo do que a teoria da agência e de governança corporativa apresentava sobre o assunto, bem como, de estudos empíricos sobre a temática. Por meio destes foi verificado como mecanismos internos mais relevantes a estrutura de propriedade e o conselho de administração.

Para que fosse possível analisar a estrutura de propriedade, buscou-se identificar a participação dos investidores estrangeiros das empresas na B3. Inicialmente foi realizada a classificação por identidade dos acionistas presentes em todas as empresas selecionadas para este estudo. Optou-se aqui, por não trabalhar apenas com os três principais, o que é comumente realizado, visto que, a intenção ao se trabalhar com estrutura, era focar na identidade de todos os acionistas de maneira mais abrangente. Desta forma, foi classificado acionista por acionista de cada uma das empresas presentes na análise, classificando-os em nove categorias, subdivididas em ordinárias e preferenciais. No que tange a busca de artigos que fizeram esta classificação detalhada, poucos foram encontrados. Assim, buscou-se propor uma nova classificação mais completa e detalhada incluindo o que os testes empíricos já haviam apresentado.

Para analisar a variável Conselho de Administração, foi observada a composição deste, empresa por empresa, ano por ano. Já nas variáveis de controle, foram selecionadas as variáveis que buscassem demonstrar a realidade econômica do Brasil e a realidade da empresa. As variáveis macroeconômicas selecionadas, buscaram verificar até que ponto o investidor estrangeiro responderia a realidade encontrada na economia brasileira. Já as variáveis referentes a empresa buscaram

captar a resposta que o investidor apresenta de acordo com a realidade da empresa. O que normalmente já é feito na teoria ao relacionar governança com desempenho. Vale ressaltar, que apesar da utilização destas variáveis, como controle, não foi o foco do estudo.

Como técnica de análise, utilizou-se a estatística por meio da análise de correlação e regressão entre as variáveis selecionadas, buscando verificar a significância entre elas.

A partir dos dados coletados, pode-se confirmar que o investidor estrangeiro responde a realidade da estrutura de propriedade presente na empresa, no que tange especificamente a identidade dos demais acionistas. Porém, em sua grande maioria, ele reage de maneira negativa. Ao relacionar esta análise, incluindo a variável macroeconômica que apresentou significância (o dólar), pode-se perceber que sua reação é positiva. De modo que, apesar do investidor reagir negativamente a maioria das classes apontadas na pesquisa – familiar, propriedade privada (ordinário), investidor institucional (ordinário e preferencial), Governo A (ordinário), Governo B (preferencial), Governo C (ordinário e preferencial) e a classificação outros (ordinário e preferencial) – a variável de ambiente que implica em um aumento da presença deste é o dólar.

No que tange a realidade da empresa, a maior parte das variáveis relacionadas apresentou significância, porém a única que foi positiva foi o Q-Tobin, variável esta que busca refletir o valor da empresa, mensurado alternativamente pela razão entre valor da firma e ativo total. Logo, de maneira sucinta, analisando apenas os coeficientes positivos, pode-se dizer que o investidor estrangeiro responde ao dólar e ao com índice de desempenho operacional da empresa, aceitando a hipótese 4.

Em se tratando da análise do conselho de administração, os coeficientes encontrados foram negativos ou não significantes, o que refuta a hipótese 1 e 2: As empresas que apresentam mais membros independentes, estão positivamente relacionadas com a vinda do investidor estrangeiros; e as empresas que apresentam dualidade de funções para os membros do conselho, estão negativamente relacionadas com a vinda do investidor estrangeiro.

Já a hipótese 3 foi aceita, pois com base nos resultados encontrados, de fato os membros internos no conselho de administração influenciaram com um coeficiente negativo a vinda do investidor estrangeiro.

Diante dos resultados expostos, é possível concluir que os objetivos propostos para este trabalho foram atingidos. O estudo buscou também, contribuir preenchendo lacunas presentes na teoria e contribuindo para que empresas que busquem atrair capital estrangeiros, compreendam melhor os efeitos dos mecanismos internos na participação destes.

5.2 LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS

Apesar do trabalho realizado apresentar o resultado de uma vasta pesquisa e de uma categorização de acionistas até então não realizada nos trabalhos analisados, devido à amplitude desta pesquisa, no que tange a quantidade de empresas e acionistas, não foi possível aprofundar os pontos em sua totalidade, isto implica em limitações e possibilidades de novos estudos.

A amostra foi composta apenas por empresas de capital aberto, pode ser vista como uma limitação, porém aqui já pode ser apontada uma pesquisa futura. Recomendasse realizar este mesmo trabalho para empresas de capital fechado. Outra limitação a ser ressaltada foi o fato de as fontes principais de pesquisa foram a base da CVM e da B3, porém muitas empresas não apresentaram os dados de maneira completa, sugere-se então a realização de pesquisa utilizando fontes primárias, ou seja, diretamente com as empresas que os dados não foram encontrados.

A classificação “outros” não pode ser detalhada de maneira mais profunda, pois, mesmo após diversos contatos com a CVM, esta, informou que este detalhamento não está disponível para consulta, sendo uma limitação do sistema deles, sugere-se assim replicar o estudo excluindo estes acionistas. Algumas informações necessárias para a classificação dos acionistas não foram localizadas de maneira estruturada, demandando maior tempo e coleta manual. Apesar disto, os dados apresentaram significância estatística.

No que diz respeito a pesquisas futuras, sugere-se também replicar esta pesquisa focando apenas nas empresas com a participação do governo; outra possibilidade também é separar os setores regulados e não regulados; analisar apenas as empresas com participação estrangeira. Outra possibilidade é testar o efeito defasado com a mesma amostra, visto que, muito dos impactos gerados e percebidos pelos agentes econômicos em um ano, podem, na prática, impactar os resultados do ano seguinte. Outra proposta vai na linha de modificar os acionistas selecionados, usando apenas os maiores acionistas, a fim de verificar a concentração da propriedade e analisar também setor por setor, para verificar se os dados apresentarão o mesmo resultado. Também sugere-se focar no desempenho e na participação do acionista, visto que não foi localizado estudo com intervalo temporal similar ao desta pesquisa. E por fim, sugere-se também trabalhar a participação do acionista estrangeiro quando relacionado com os mecanismos externos de governança.

REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V.; DESENDER, K.; BEDNAR, M. K.; LEE, J. H. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **The Academy of Management Annals**, vol. 9, No. 1, 483-573, 2015.

AGUILERA, R. V.; CRESPI-CLADERA; R. Global corporate governance: On the relevance of firms' ownership structure. **Journal of World Business**, v. 51, p. 50-57, 2016.

ALDRIGHI, D. M.; MAZZER NETO, R. Estrutura de Propriedade e de Controle das Empresas de Capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 98, n. 2, p.115-137, 2005. abril/jun. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rep/v25n2/a09v25n2>>. Acesso em: 23 mar. 2017.

ALTMAN, E. I.; RIJKEN, H. A. How rating agencies achieve rating stability. **Journal of Banking & Finance**, v. 28, p. 2679-2714, 2004.

AMAL, M.; SEABRA, F. Determinantes do Investimento Direto (IDE) na América Latina: Uma perspectiva institucional. **Revista EconomiA**, Brasília (DF), v.8 n. 2, p. 231-247, 2007. maio/ago,

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2009.

APEXBRASIL. (Org.). **Capital estrangeiro**. 2014. Disponível em: <[http://www.apexbrasil.com.br/uploads/Ficha Legal - Capital Estrangeiro - PORTUGUÊS \(1\).pdf](http://www.apexbrasil.com.br/uploads/Ficha Legal - Capital Estrangeiro - PORTUGUÊS (1).pdf)>. Acesso em: 20 out. 2016.

ARREOLA, M. F. **The effects of state ownership in the internationalization of emerging multinationals**. 128f. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, 2014.

ÁVILA, H.; ROCHA, A. SILVA, J. F.; A. Brazilian Multinationals' Ownership Mode: The Influence of Institutional Factors and Firm Characteristics. **Brazilian Administration Review – BAR**. v. 12. p. 190-208. 2015.

BARBETTA, P. A. **Estatística aplicada às Ciências Sociais**. 6ª edição. Florianópolis: Editora da UFSC, 2006. 315p.

BARBOSA, J. S.; FREITAS, C. M. S.; VIEIRA, L. G.; LEAL, E. A. **A influência da auditoria nas práticas de governança corporativa**. In: SEMEAD FEA USP, 12, 2009, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA, 2009.

BEBCHUK, L. A.; FRIED, J. M. **Pay without performance**: The unfulfilled promise of executive compensation. Cambridge, MA: Harvard University Press. 2004

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Abril Cultural, 1984. Coleção Os Economistas

BM&FBOVESPA; (Comp.). **Segmentos de Listagem**. 2016. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 20 outubro 2016.

BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A.; SANTOS, T. B. Custos de Auditoria e Governança Corporativa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 24, n. 61, p. 27-36, 2013. jan./fev./mar./abr.

BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L.; Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira Finanças (online)**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 438-469, 2015.

BRASIL.(2007) **Lei Nº 11.638, de 28 de Dezembro de 2007**. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em: 07 set. 2016.

BREY, N. K; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.

BRISCOE, F.; SAFFORD, S. The Nixon-in-China effect: Activism, imitation, and the institutionalization of contentious practices. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, n. 3, p. 460–491. 2008.

BUENO, G. **Conselho de administração e sustentabilidade: uma análise das empresas listadas na BM&FBovespa**. 92f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade do Vale do Itajaí, 2016.

BUSHEE, B. J.; CORE, J. E.; GUAY, W.; HAMM, S. J. W. The role of the business press as an information intermediary. **Journal of Accounting Research**, v. 48, n. 1, p. 1–19. 2010.

CAIXE, D. F.; MATIAS, A. B.; OLIVEIRA, S. V. W. B. Free Float e valor de mercado corporativo: um estudo do período de 2001 a 2010. **O&S – Salvador**, v. 20, n. 67, p. 733-751, 2013. nov/dez

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.

CAMPOS, T. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, p. 369-380, 2006.

CARVALHAL-DA-SILVA, A.L. A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras. 2002, 128p. Tese de Doutorado, UFRJ, Instituto COPPEAD de Administração. Rio de Janeiro, 2002.

_____. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, São Paulo, v.39, n.4, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

CATAPLAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. **ANÁLISE DA Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil**. In: SEMEAD FEA USP, 15, 2012, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA, 2012.

CEPAL - Comissão Econômica para a América Latina e Caribe. **O Investimento Estrangeiro Direto na América Latina e no Caribe 2017.**: Documento informativo. 2017. Disponível em: <<http://www.cepal.org/pt-br/publicaciones/42054-o-investimento-estrangeiro-direto-america-latina-caribe-2017-documento>>. Acesso em: 10 ago. 2017.

CHAN, K.; COVRIG, V.; NG, L. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide. **Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1495-1534, 2005.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 12. ed., Porto Alegre: Bookman, 2016, 712p.

CORREIA, T. S.; MARTINS, O. S. Estrutura de Propriedade e Controle e Assimetria de Informação no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**. v. 7, n. 2, p. 270 – 288, 2015.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa**. Porto Alegre: Artmed. 3ª Edição, 2010.

CRISÓSTOMO, V. L.; PINHEIRO, B. G. Estrutura de Capital e Concentração de Propriedade da empresa brasileira. **Revista de Finanças Aplicadas**. v. 4, p. 1-30, 2015.

CUERVO-CAZURRA, A.; DAU, L.. Promarket reforms and firm profitability in developing countries. **Academy of Management Journal**. p. 1348-1368. 2009.

CUNHA, T. S. **Governança corporativa e a participação dos investidores estrangeiros nas companhias abertas latino americanas**. 38f. Dissertação (Mestrado em Economia e Finanças) – Fundação Getúlio Vargas, 2012.

DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; JOHNSON, J. L.; ELLSTRAND, A. E. Number of directors and financial performance: A meta-analysis. **Academy of Management Journal**, 42: 674-686. 1999.

DALTON, D. R.; DAILY, C. M.; CERTO, S. T.; ROENGPITYA, R. (2003). Meta-analyses of financial performance and equity: Fusion or confusion? **Academy of Management Journal**, v. 46 n. 1, p. 13–26. 2003.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. The structure of corporate ownership: causes and consequences. **Journal of Political Economy**. v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec, 1985.

DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership structure and corporate performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

DENIS, D. K.; McCONNELL, J. J. International Corporate Governance. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 38, No. 1, pp. 1-36, Mar, 2003.

DESENDER, K. A.; AGUILERA, R. V.; LÓPEZPUERTAS-LAMY, M; CRESPI, R. A clash of governance logics: Foreign Ownership and board monitoring. **Strategic Management Journal**. v. 37, p. 349-369, 2016.

DHARWADKAR, R.; GEORGE, G.; BRANDES, P. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 650-669, 2000.

DHILLON, A.; ROSSETTO, S. Ownership Structure, Voting, and Risk. **The Review of Financial Studies**, v. 28, n. 2, p. 521-560, 2015.

DYCK, A.; VOLCHKOVA, N.; ZINGALES, L. The corporate governance role of the media: Evidence from Russia. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1093–1135. 2008.

EISENHARDT, K. M. Agency theory: An assessment and review. **The Academy of Management Review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, Jan. 1989.

FAHLENBRACH, R.; STULZ, R. M. Bank CEO incentives and the credit crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 99, n. 1, p. 11–26. 2011

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **The Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, 1980.

FAMÁ, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, June, 1983.

FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. **Revista Enfoque: Reflexão Contábil**. v. 35, n. 2, p. 35-52, mai/ago, 2016.

FRIEDMAN, E.; JOHNSON, S.; MITTON, T. Corporate Governance and Corporate Debt in Asian Crisis Countries. In: COE, David T.; KIM, Se-jik (Ed.). **Korean Crisis and Recovery**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, Publication Services, 2002. p. 293-332.

GOMES, A. P. M. Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal, **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 27, n. 71, p. 149-168, mai/jun/jul/ago 2016.

HAIR, Jr. J.F.; BABIN, B.; MONEY, A. H.; SAMOUEL, P.; **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

GONÇALVES JÚNIOR, W. **A atividade do Capital Estrangeiro na BOVESPA**. 132f. Tese (Doutorado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, 2011.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HE, Q., RUI, O. M. Ownership Structure and Insider Trading: Evidence from China. **Journal Business Ethics**, v. 134, p. 553-574, 2016.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The fall of Enron. **Journal of Economic Perspectives**, v. 17, n. 2, p. 3–26. 2003.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. **FRB New York – Economic Policy Review**, v. 9 (1April), pp. 7-26, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4a ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. - São Paulo, SP: IBGC, 2015. 108p.

IMF - International Monetary Fund. **Foreign Direct Investment Trends and Statistics**. 2003. Disponível em:
<<https://www.imf.org/external/np/sta/fdi/eng/2003/102803.pdf>>. Acesso em: 10 nov. 2016.

ITTNER, C. D.; LAMBERT, R. A.; LARCKER, D. F. The structure and performance consequences of equity grants to employees of new economy firms. **Journal of Accounting and Economics**, v. 34 n. 1–3, p. 89–127. 2003.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **Journal of Finance**, Vol. 48, No. 3, p. pp. 831-880, 1983.

_____. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. Ed. Harvard University Press, p. 320, 2001.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, October, V. 3, No. 4, pp. 305-360, 1976.

_____. Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura da propriedade. **RAE**, ABR./JUN, VOL. 48, Nº2, pp. 87-125, 2008.

JUDGE, W. Q.; GAUR, A.; MULLER-KAHLE, M. I. Antecedents of shareholder activism in target firms: Evidence from a multi-country study. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 4, p. 258–273. 2010.

KANG, D. L.; SORENSEN, A. B. Ownership Organization and firm performance. **Annual Reviews Sociology**, v. 25, p. 121-144, 1999.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R. Teoria da agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. **Caderno de Pesquisa em Administração**, São Paulo, v. 2, n. 5, p.1-8, 1997. Semestral.

KHANNA, V. Corporate governance ratings: one score, two scores, or more? **University of Pennsylvania Law Review**. v. 158, n. 39. p. 39-51. 2009.

KHANNA, T.; PALEPU, K.. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. **Harvard Business Review**. v. 75. p. 3-10. 1997.

KING, B. G. A political mediation model of corporate response to social movement activism. **Administrative Science Quarterly**, v. 53, p. 395-421. 2008.

KLAPPER, L., LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-723, 2004.

LANA, J. **Internacionalização financeira e desempenho das empresas brasileiras listadas**. 143f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade do Vale do Itajaí, 2013.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Legal determinants of external finance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, 1997.

_____. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, 1998.

_____. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, 1999.

_____. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, 2000.

LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011.

LEAL, R. P. C.; SILVA, A. L.C. VALADARES, S. M. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **RAC**, v. 6, n. 1, Jan/Abr. p.07-18, 2002.

LENNOX, C. S.; PITTMAN, J. A. Voluntary audits versus mandatory audits. **The Accounting Review**. v. 86, n. 5, p. 1655-1678, 2011.

LIU, B.; MCCONNELL, J. J. (2013). The role of the media in corporate governance: Do the media influence managers' capital allocation decisions? **Journal of Financial Economics**, v. 110, n. 1, p. 1–17, 2013.

MACHADO, D.; DINIZ, G.; OGASAVARA, M.; MATOS, F. Doing Business: Uma Análise Comparativa das Regulamentações no BRICS. **Revista de Administração Contemporânea – RAC**. v. 19. p. 355-373. 2015.

MACHADO, D. G.; SANTOS, A. C.; SILVA, R. P. **Pareceres de Auditoria Independente: Um estudo exploratório sobre as Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras Listadas na BOVESPA e na NYSE.** In: Encontro da ANPAD, XXXII, 2008, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2008.

McCONNELL, J. J.; SERVAES, H. Additional evidence on equity ownership and corporate value. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 595–612, 1990.

MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership, and firm performance. **Journal of Financial Economics**, v. 38, n. 2, p. 163–184, 1995.

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

MUDAMBI, R.; NAVARRA, P. Institutions and international business: a theoretical overview. **International Business Review**. v. 11, p. 635-646, 2002.

NORTH, D. C. **Institutions, institutional change, and economic performance.** Cambridge University Press, New York, 1990.

_____. Institutions. **Journal Of Economic Perspectives**. p. 97-112. 1991.

OECD, **Corporate Governance Factbook.** 2017.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** 120 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea.** Eletrônica, 1 (1), 119-135, 2007.

PAIVA, J. F. M.; OLIVEIRA, N. A.; PEIXOTO, F. M. A Relação entre Conselho de Administração, Desempenho, Valor e Risco no Mercado Brasileiro de Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPEC.** v. 9, n. 1, p. 25-44. 2015, jan/mar

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. **Journal of International Business Studies**, v.28, n.4, p.759-778, Fourth Quarter, 1997.

PROWSE, S. Corporate Governance in an international perspective: a survey of corporate governance mechanisms among large firms in the United States, the UK, Japan and Germany. **BIS Economic Papers** n.41. May, 1994.

RIBEIRO, H.C.M.; SANTOS, M. C. Perfil e Evolução da Produção Científica do Tema Governança Corporativa nos periódicos Qualis/Capes Nacionais: Uma Análise Bibliométrica e de Redes Sociais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 18, p. 160-180, 2015.

SANDRONI, P. **Novíssimo Dicionário de Economia**. São Paulo: Best Seller, 1999.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52(2), p. 737-783, June 1997.

SILVA, V. C.; MELO, M. R.; SILVA JUNIOR, A.; DUMER, M. C. R. **Efeitos de diferentes dimensões de governança corporativa no gerenciamento de resultados de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa**. In: Congresso ANPCOT, XI, 2017, Belo Horizonte (MG). *Anais...* Belo Horizonte: Congresso ANPCOT, 2017.

SILVEIRA, A. Di M. da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, USP, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. Di M. da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 250 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BARROS L.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. **Caderno de Pesquisas em Administração** v.10, nº1. São Paulo, jan-mar, 2003.

_____. **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. In: SEMEAD FEA USP, 7., 2004, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA, 2004.

_____. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas-RAE**, 48 (2), 51-66, 2008.

SMITH, A. **A Riqueza das Nações**, volume 1. São Paulo: Martins Fontes, 2003. 623 p. Tradução: Alexandre Amaral Rodrigues, Eunice Ostrensky.

TÉLLEZ-VALE, C.; MARTÍN-GARCIA, M. Evolution of sovereign rating models in the current crisis. **Journal Globalization, Competitiveness & Governability**. v. 8, n. 1, p. 16-33, 2014. jan/abril.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economic performance in the largest european companies. **Strategic Management Journal**. v. 21, pp. 689-705, 2000.

VALADARES, S.; LEAL, R. Ownership and control structure of brazilian companies. **Revista Abante**, v. 3, n. 1, 2000.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. The MIT Press, Cambridge, MA, 2002.

XAVIER, W. G. **Efeito das mudanças institucionais em business groups no Brasil**. 2011. 184 f. Tese (Doutorado em Administração e Turismo) – Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu (SC), 2011.

YOUNG, M. N.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; BRUTON, G. D.; JIANG, Yi. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal-principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, jan, 2008.

ZOLINI, B. **Governança Corporativa: estrutura de propriedade e o valor da empresa**. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia) – Fundação Getúlio Vargas, 1-66, 2008.

APÊNDICES

APÊNDICE A – DADOS EM PAINEL

```
xtset id ano, yearly
      panel variable: id (unbalanced)
      time variable: ano, 2007 to 2016
      delta: 1 year
```

APÊNDICE B – TESTE DE HAUSMAN

```
xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno Externo CDI SELIC dolar euro
IPCA ibovespa PL ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT, fe
```

```
estimates store fe
```

```
xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno Externo CDI SELIC dolar euro
IPCA ibovespa PL ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT, re
```

```
estimates store re
```

```
hausman fe re
```

```
b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg
Test: Ho: difference in coefficients not systematic
      chi2(25) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 920.72
      Prob>chi2 = 0.0000
      (V_b-V_B is not positive definite)
```

APÊNDICE C – TESTE DE NORMALIDADE

```
mvtest normality on4
```

```
Test for multivariate normality
```

```
Doornik-Hansen          chi2(2) =24907.256  Prob>chi2 = 0.0000
```

```
. histogram on4, normal
(bin=36, start=0, width=2.7777778)
```

APÊNDICE D – LOG DO STATA

```
. import excel "C:\Users\Jany\Desktop\Mestrado\0 - DissertaÃ§Ã£o\0 - Stata\VersÃ£o pÃ³s defesa.xlsx", sheet("Plan1") firstrow clear
```

```
. set more off
```

```
.
. destring id,replace
id has all characters numeric; replaced as long
```

```
.
. xtset id ano, yearly
      panel variable:  id (unbalanced)
      time variable:  ano, 2007 to 2016
                delta:  1 year
```

```
. table ano
```

```
-----+-----
      ano |      Freq.
-----+-----
      2007 |         408
      2008 |         418
      2009 |         432
      2010 |         458
      2011 |         480
      2012 |         499
      2013 |         517
      2014 |         537
      2015 |         565
      2016 |         581
-----+-----
```

```
. sum on4
```

```
-----+-----+-----+-----+-----+-----
Variable |      Obs      Mean   Std. Dev.   Min   Max
-----+-----+-----+-----+-----+-----
      on4 |    4,875    8.366222   20.8051     0   100
```

```
. histogram on4
(bin=36, start=0, width=2.7777778)
```

```
.
. mvtest normality on4
```

Test for multivariate normality

Doornik-Hansen chi2(2) =24907.256 Prob>chi2 = 0.0000

```
. sum on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9
```

```
-----+-----+-----+-----+-----+-----
Variable |      Obs      Mean   Std. Dev.   Min   Max
-----+-----+-----+-----+-----+-----
      on1 |    4,875    7.02094   20.44963     0   100
      pn1 |    4,875    2.01553   10.72401     0   99.99
      on2 |    4,875   45.43537   41.09042     0   100
      pn2 |    4,875   14.82841    29.5134     0   100
      on3 |    4,875   13.70456   28.9217     0   100
-----+-----+-----+-----+-----+-----
      pn3 |    4,875    4.950983   16.43761     0   100
      on5 |    4,875    7.982409   24.49045     0   100
      pn5 |    4,875    3.133236    14.3104     0   100
      on6 |    4,875    .9980946    6.201111     0   100
```

pn6	4,875	.6866997	5.498843	0	100
on7	4,875	1.626964	7.649816	0	99.99916
pn7	4,875	.7817539	6.259744	0	100
on8	4,875	.0523565	.3987183	0	8.76
pn8	4,875	.0815674	.7243632	0	17.589
on9	4,875	4.717526	12.71395	0	100
pn9	4,875	5.445257	17.0963	0	100

. pwcorr on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 pn4 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9

	on4	on1	pn1	on2	pn2	on3	pn3
on4	1.0000						
on1	-0.1011	1.0000					
pn1	-0.0706	0.5678	1.0000				
on2	-0.3154	-0.2914	-0.1323	1.0000			
pn2	-0.1765	-0.0845	-0.0361	0.4651	1.0000		
on3	-0.1133	-0.1280	-0.0848	-0.4147	-0.1862	1.0000	
pn3	-0.0795	0.0136	-0.0075	-0.0876	-0.0273	0.2992	1.0000
pn4	0.3058	-0.0146	-0.0083	-0.0547	-0.0623	-0.0542	-0.0022
on5	-0.1183	-0.1056	-0.0576	-0.3219	-0.1275	-0.1317	-0.0638
pn5	-0.0872	-0.0742	-0.0405	-0.1611	-0.0594	-0.0825	-0.0355
on6	-0.0371	-0.0242	-0.0302	-0.0930	-0.0735	-0.0490	-0.0275
pn6	-0.0342	-0.0189	-0.0162	0.0422	-0.0220	-0.0451	0.0347
on7	-0.0181	-0.0574	-0.0390	-0.1286	-0.0524	-0.0085	0.0118
pn7	-0.0317	-0.0284	-0.0192	-0.0543	-0.0019	-0.0189	0.0095
on8	0.0021	-0.0186	-0.0116	-0.0109	-0.0257	-0.0345	-0.0161
pn8	-0.0109	0.0271	0.0259	-0.0038	0.0287	-0.0245	0.0329
on9	0.0073	0.0126	-0.0082	-0.1311	-0.0782	-0.0748	-0.0488
pn9	-0.0850	0.0411	0.0443	0.0635	0.0536	-0.0943	0.0343
	pn4	on5	pn5	on6	pn6	on7	pn7
pn4	1.0000						
on5	-0.0280	1.0000					
pn5	-0.0319	0.6078	1.0000				
on6	-0.0149	0.0061	-0.0124	1.0000			
pn6	0.0124	0.0151	-0.0161	0.2037	1.0000		
on7	-0.0348	0.0038	0.0228	0.0196	-0.0059	1.0000	
pn7	-0.0054	0.0157	0.0663	-0.0124	0.0179	0.6655	1.0000
on8	0.0147	-0.0371	-0.0257	0.0015	-0.0105	-0.0040	-0.0120
pn8	0.0365	0.0183	0.0000	-0.0086	0.0098	0.0258	0.0096
on9	-0.0311	-0.0744	-0.0650	0.0045	-0.0210	-0.0312	-0.0283
pn9	0.0205	0.0529	0.0206	-0.0056	0.0326	-0.0130	0.0036
	on8	pn8	on9	pn9			
on8	1.0000						
pn8	0.2291	1.0000					
on9	0.2347	0.0563	1.0000				
pn9	0.1066	0.2086	0.2340	1.0000			

. pwcorr on4 ceodif chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno Externo

	on4	ceodif	chair~20	chair~24	qtidade	Indepe~e	Interno	Externo
on4	1							
ceodif	0.0824	1						
chairext20	0.0301	0.8274	1					
chairind24	-0.0012	0.0301	0.0401	1				
qtidade	-0.0089	0.1817	0.2248	0.0561	1			
Independente	0.1014	0.0994	0.1334	0.1545	0.1416	1		
Interno	-0.0460	-0.3552	-0.4442	-0.0670	-0.4046	-0.2069	1	

on1		-.4472335	.042895	-10.43	0.000	-.5313061	-.3631609
pn1		-.022943	.019549	-1.17	0.241	-.0612583	.0153724
on2		-.4321636	.0400775	-10.78	0.000	-.5107142	-.3536131
pn2		.0115366	.0154908	0.74	0.456	-.0188249	.0418981
on3		-.5047755	.0496602	-10.16	0.000	-.6021078	-.4074432
pn3		-.1032265	.0407806	-2.53	0.011	-.183155	-.0232981
on5		-.4304055	.0410235	-10.49	0.000	-.51081	-.350001
pn5		.031215	.0230214	1.36	0.175	-.0139062	.0763361
on6		-.295769	.0858695	-3.44	0.001	-.4640702	-.1274678
pn6		.0377827	.019248	1.96	0.050	.0000573	.0755081
on7		-.3827328	.0609824	-6.28	0.000	-.5022561	-.2632096
pn7		.0888092	.0526591	1.69	0.092	-.0144007	.1920191
on8		-.0836194	.427644	-0.20	0.845	-.9217863	.7545474
pn8		.0044575	.172817	0.03	0.979	-.3342575	.3431725
on9		-.1495263	.0192435	-7.77	0.000	-.1872428	-.1118098
pn9		.0284914	.0110924	2.57	0.010	.0067506	.0502321
ceodif		-.6325167	1.863417	-0.34	0.734	-4.284747	3.019714
chairext20		2.140327	2.160697	0.99	0.322	-2.094562	6.375215
chairind24		1.2262	1.960381	0.63	0.532	-2.616077	5.068477
qtidade		-.2487164	.1090899	-2.28	0.023	-.4625287	-.0349041
Independente		4.557765	2.333204	1.95	0.051	-.0152305	9.130761
Interno		8.229222	3.082996	2.67	0.008	2.186661	14.27178
Externo		12.10031	1.617197	7.48	0.000	8.930664	15.26996
SELIC		-.0393747	.0884704	-0.45	0.656	-.2127735	.134024
dolar		.7777125	.355988	2.18	0.029	.0799889	1.475436
ibovespa		.0035263	.002699	1.31	0.191	-.0017636	.0088163
PL		-9.05e-10	2.26e-08	-0.04	0.968	-4.52e-08	4.34e-08
ValordeMercado		-9.42e-09	2.03e-08	-0.46	0.643	-4.93e-08	3.04e-08
ROA		-1.32e-06	8.10e-07	-1.63	0.102	-2.91e-06	2.64e-07
Receita		-6.92e-08	2.57e-08	-2.69	0.007	-1.20e-07	-1.88e-08
Ebitda		-2.18e-08	6.84e-08	-0.32	0.750	-1.56e-07	1.12e-07
ROELLPL		-.0000129	.0005927	-0.02	0.983	-.0011745	.0011487
QTobinVMAT		.0004412	.0000186	23.66	0.000	.0004047	.0004778
SetorNum		.0870709	.0930557	0.94	0.349	-.095315	.2694568
_cons		31.12115	4.256268	7.31	0.000	22.77902	39.46328

sigma_u		9.2197214					
sigma_e		7.5266					
rho		.60008105	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno Externo SELIC dolar ibovespa PL
ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT SetorNum, fe
note: Externo omitted because of collinearity
note: SetorNum omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression          Number of obs   =      4,794
Group variable: id                        Number of groups =       573
```

```
R-sq:                                     Obs per group:
  within = 0.4426                          min =           1
  between = 0.4222                          avg =           8.4
  overall = 0.4070                          max =           10
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.0693                     F(32,4189)      =      103.93
                                           Prob > F        =       0.0000
```

	on4	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
on1		-.3511754	.0218173	-16.10	0.000	-.3939489 - .308402
pn1		-.0083706	.0374269	-0.22	0.823	-.0817471 .0650059
on2		-.3665823	.0104311	-35.14	0.000	-.3870329 - .3461317
pn2		.0185499	.0119157	1.56	0.120	-.0048113 .041911

```

on3 | -.4951843 .0113962 -43.45 0.000 -.517527 -.4728417
pn3 | -.1210255 .0139476 -8.68 0.000 -.1483701 -.0936809
on5 | -.2752568 .030525 -9.02 0.000 -.335102 -.2154115
pn5 | .0263636 .0229012 1.15 0.250 -.0185349 .0712621
on6 | -.0772439 .0621041 -1.24 0.214 -.1990008 .044513
pn6 | .0553136 .0376197 1.47 0.142 -.0184409 .1290681
on7 | -.2872914 .0480736 -5.98 0.000 -.381541 -.1930417
pn7 | .1295871 .0534881 2.42 0.015 .0247221 .2344522
on8 | .0014739 .3411863 0.00 0.997 -.6674323 .6703801
pn8 | -.0581802 .1840378 -0.32 0.752 -.418992 .3026316
on9 | -.1184289 .0120325 -9.84 0.000 -.142019 -.0948388
pn9 | .0329371 .0091366 3.60 0.000 .0150246 .0508497
ceodif | -2.530025 .8420075 -3.00 0.003 -4.180806 -.8792437
chairext20 | 3.499012 .8145112 4.30 0.000 1.902138 5.095886
chairind24 | 1.579593 1.532901 1.03 0.303 -1.425706 4.584893
qtidade | -.1204496 .0756955 -1.59 0.112 -.2688529 .0279537
Independente | -4.115147 1.225562 -3.36 0.001 -6.517899 -1.712396
Interno | -5.487306 1.341524 -4.09 0.000 -8.117405 -2.857208
Externo | 0 (omitted)
SELIC | -.0591189 .0790465 -0.75 0.455 -.2140921 .0958542
dolar | .8860979 .2263878 3.91 0.000 .4422577 1.329938
ibovespa | .0025471 .0034291 0.74 0.458 -.0041758 .00927
PL | 1.08e-09 2.48e-08 0.04 0.965 -4.75e-08 4.97e-08
ValordeMercado | -1.72e-08 1.80e-08 -0.95 0.341 -5.25e-08 1.81e-08
ROA | -1.89e-06 2.59e-06 -0.73 0.465 -6.97e-06 3.18e-06
Receita | -6.90e-08 3.21e-08 -2.15 0.032 -1.32e-07 -6.07e-09
Ebitda | -5.89e-09 7.13e-08 -0.08 0.934 -1.46e-07 1.34e-07
ROELLPL | -.0005514 .0010344 -0.53 0.594 -.0025795 .0014766
QTobinVMAT | .0002898 .0002726 1.06 0.288 -.0002446 .0008243
SetorNum | 0 (omitted)
_cons | 37.86535 1.254398 30.19 0.000 35.40606 40.32463
-----
sigma_u | 14.755596
sigma_e | 7.5266
rho | .79353356 (fraction of variance due to u_i)
-----

```

F test that all u_i=0: F(572, 4189) = 16.91 Prob > F = 0.0000

. estimates store fe

```

. xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno Externo SELIC dolar ibovespa PL
ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT SetorNum, re

```

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =   4,794
Group variable: id                     Number of groups =   573

```

```

R-sq:                                   Obs per group:
  within = 0.4283                        min =           1
  between = 0.5932                       avg =           8.4
  overall = 0.5419                       max =           10

```

```

corr(u_i, X) = 0 (assumed)              Wald chi2(34)   =   4011.30
                                           Prob > chi2     =   0.0000

```

```

-----
on4 |      Coef.   Std. Err.      z    P>|z|     [95% Conf. Interval]
-----+-----
on1 | -.4472335   .0178746   -25.02  0.000   -.4822671   -.4121999
pn1 | -.022943    .0313146    -0.73  0.464   -.0843186    .0384326
on2 | -.4321636   .0092915   -46.51  0.000   -.4503747   -.4139526
pn2 | .0115366    .0101737    1.13  0.257   -.0084036    .0314768
on3 | -.5047755   .0105462   -47.86  0.000   -.5254457   -.4841053
pn3 | -.1032265   .0131991   -7.82  0.000   -.1290963   -.0773568
on5 | -.4304055   .0183974   -23.39  0.000   -.4664637   -.3943473

```

```

pn5 | .031215 .0210329 1.48 0.138 -.0100088 .0724387
on6 | -.295769 .0487737 -6.06 0.000 -.3913636 -.2001743
pn6 | .0377827 .0343722 1.10 0.272 -.0295855 .1051509
on7 | -.3827328 .0435336 -8.79 0.000 -.4680571 -.2974086
pn7 | .0888092 .0494201 1.80 0.072 -.0080523 .1856708
on8 | -.0836194 .3544574 -0.24 0.814 -.7783432 .6111044
pn8 | .0044575 .191244 0.02 0.981 -.3703737 .3792888
on9 | -.1495263 .0123382 -12.12 0.000 -.1737086 -.1253439
pn9 | .0284914 .0093338 3.05 0.002 .0101974 .0467853
ceodif | -.6325167 .8309014 -0.76 0.447 -2.261053 .99602
chairext20 | 2.140327 .7993768 2.68 0.007 .5735769 3.707077
chairind24 | 1.2262 1.590256 0.77 0.441 -1.890645 4.343045
qtidade | -.2487164 .0648027 -3.84 0.000 -.3757273 -.1217055
Independente | 4.557765 12.17111 0.37 0.708 -19.29718 28.41271
  Interno | 8.229222 12.20748 0.67 0.500 -15.697 32.15544
  Externo | 12.10031 12.11855 1.00 0.318 -11.6516 35.85223
  SELIC | -.0393747 .0831031 -0.47 0.636 -.2022538 .1235043
  dolar | .7777125 .2368434 3.28 0.001 .313508 1.241917
  ibovespa | .0035263 .0036086 0.98 0.328 -.0035463 .010599
  PL | -9.05e-10 2.38e-08 -0.04 0.970 -4.76e-08 4.58e-08
ValordeMercado | -9.42e-09 1.43e-08 -0.66 0.510 -3.74e-08 1.86e-08
  ROA | -1.32e-06 2.68e-06 -0.49 0.622 -6.59e-06 3.94e-06
  Receita | -6.92e-08 2.71e-08 -2.55 0.011 -1.22e-07 -1.60e-08
  Ebitda | -2.18e-08 6.78e-08 -0.32 0.747 -1.55e-07 1.11e-07
  ROELLPL | -.0000129 .0010878 -0.01 0.991 -.002145 .0021191
QTobinVMAT | .0004412 .0002861 1.54 0.123 -.0001195 .001002
  SetorNum | .0870709 .0771889 1.13 0.259 -.0642166 .2383584
  _cons | 31.12115 12.26949 2.54 0.011 7.073399 55.1689
-----
sigma_u | 9.2197214
sigma_e | 7.5266
rho | .60008105 (fraction of variance due to u_i)
-----

```

```
. estimates store re
```

```
. hausman fe re
```

Note: the rank of the differenced variance matrix (22) does not equal the number of coefficients being tested (32); be sure this is what you expect, or there may be problems computing the test. Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly consider scaling your variables so that the coefficients are on a similar scale.

```

----- Coefficients -----
      |          (b)          (B)          (b-B)          sqrt(diag(V_b-V_B))
      |          fe          re          Difference          S.E.
-----+-----
on1 | -.3511754  -.4472335  .0960581  .0125097
pn1 | -.0083706  -.022943  .0145724  .0204979
on2 | -.3665823  -.4321636  .0655813  .0047409
pn2 | .0185499  .0115366  .0070133  .0062032
on3 | -.4951843  -.5047755  .0095912  .0043187
pn3 | -.1210255  -.1032265  -.0177989  .0045075
on5 | -.2752568  -.4304055  .1551488  .0243581
pn5 | .0263636  .031215  -.0048514  .0090599
on6 | -.0772439  -.295769  .2185251  .0384453
pn6 | .0553136  .0377827  .0175309  .0152904
on7 | -.2872914  -.3827328  .0954414  .0203935
pn7 | .1295871  .0888092  .0407779  .0204605
on8 | .0014739  -.0836194  .0850933  .
pn8 | -.0581802  .0044575  -.0626377  .
on9 | -.1184289  -.1495263  .0310974  .
pn9 | .0329371  .0284914  .0044457  .
ceodif | -2.530025  -.6325167  -1.897508  .1363067

```


chairext20		3.499012	2.438587	1.43	0.152	-1.290664	8.288689
chairind24		1.579593	1.979351	0.80	0.425	-2.308089	5.467276
qtidade		-.1204496	.157377	-0.77	0.444	-.4295569	.1886577
Independente		-4.115147	2.075239	-1.98	0.048	-8.191167	-.0391279
Interno		-5.487306	2.466045	-2.23	0.026	-10.33091	-.6436988
Externo		0	(omitted)				
SELIC		-.0591189	.0873043	-0.68	0.499	-.230595	.1123572
dolar		.8860979	.3644195	2.43	0.015	.1703343	1.601861
ibovespa		.0025471	.0026948	0.95	0.345	-.0027458	.00784
PL		1.08e-09	2.48e-08	0.04	0.965	-4.76e-08	4.97e-08
ValordeMercado		-1.72e-08	2.77e-08	-0.62	0.537	-7.17e-08	3.73e-08
ROA		-1.89e-06	1.17e-06	-1.61	0.108	-4.20e-06	4.14e-07
Receita		-6.90e-08	3.28e-08	-2.10	0.036	-1.33e-07	-4.59e-09
Ebitda		-5.89e-09	7.39e-08	-0.08	0.936	-1.51e-07	1.39e-07
ROELLPL		-.0005514	.0005996	-0.92	0.358	-.0017291	.0006262
QTobinVMAT		.0002898	.0000173	16.76	0.000	.0002559	.0003238
SetorNum		0	(omitted)				
_cons		37.86535	3.856506	9.82	0.000	30.29071	45.43999

sigma_u		14.755596					
sigma_e		7.5266					
rho		.79353356	(fraction of variance due to u_i)				

. vif, unc

Variable		VIF	1/VIF
SELIC		41.28	0.024228
dolar		25.15	0.039762
ceodif		16.58	0.060314
chairext20		13.68	0.073109
on2		5.77	0.173358
PL		4.91	0.203689
qtidade		4.24	0.235646
Receita		2.98	0.335465
ValordeMer~o		2.85	0.350544
Interno		2.70	0.370498
on5		2.45	0.408082
on3		2.28	0.439321
on1		2.14	0.467284
on7		2.01	0.496471
pn7		1.87	0.533970
Independente		1.72	0.583034
pn5		1.71	0.584994
pn2		1.65	0.604450
pn1		1.57	0.638158
on9		1.48	0.675320
pn9		1.33	0.751059
on6		1.22	0.821486
pn3		1.22	0.821633
on8		1.14	0.875507
ibovespa		1.14	0.876649
pn8		1.12	0.889850
pn6		1.10	0.907248
chairind24		1.05	0.951266
Ebitda		1.04	0.959718
ROELLPL		1.01	0.991377
ROA		1.01	0.994958
QTobinVMAT		1.00	0.996652

Mean VIF		4.76	

. drop SELIC

. drop Externo

```
. xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno dolar ibovespa PL
ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT SetorNum, cluster (id) fe
```

note: SetorNum omitted because of collinearity

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =    4,794
Group variable: id                    Number of groups =     573
```

```
R-sq:                                Obs per group:
  within = 0.4425                      min =          1
  between = 0.4223                     avg =          8.4
  overall = 0.4071                     max =          10
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.0692                  F(31,572)       =    37.28
                                          Prob > F        =     0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 573 clusters in id)

	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
on4						
on1	-.3515073	.0485714	-7.24	0.000	-.4469074	-.2561072
pn1	-.0089357	.0242127	-0.37	0.712	-.0564924	.038621
on2	-.3665218	.0462943	-7.92	0.000	-.4574493	-.2755943
pn2	.0183946	.0252306	0.73	0.466	-.0311613	.0679505
on3	-.4952531	.0611277	-8.10	0.000	-.6153153	-.3751909
pn3	-.1207894	.0550207	-2.20	0.029	-.2288567	-.0127222
on5	-.2749163	.0772383	-3.56	0.000	-.4266216	-.123211
pn5	.0261739	.0306054	0.86	0.393	-.0339389	.0862866
on6	-.0778727	.0879375	-0.89	0.376	-.2505925	.0948471
pn6	.0562672	.0212287	2.65	0.008	.0145716	.0979629
on7	-.286334	.0713217	-4.01	0.000	-.4264183	-.1462497
pn7	.1278193	.0635815	2.01	0.045	.0029375	.252701
on8	-.0047399	.4553039	-0.01	0.992	-.8990114	.8895316
pn8	-.0608597	.1864291	-0.33	0.744	-.4270288	.3053094
on9	-.1195027	.018452	-6.48	0.000	-.1557446	-.0832607
pn9	.0319764	.0114266	2.80	0.005	.0095331	.0544197
ceodif	-2.521205	2.076033	-1.21	0.225	-6.598783	1.556373
chairext20	3.510321	2.431777	1.44	0.149	-1.26598	8.286622
chairind24	1.530015	1.975938	0.77	0.439	-2.350964	5.410993
qtidade	-.1201091	.1570768	-0.76	0.445	-.4286268	.1884086
Independente	-4.042616	2.05785	-1.96	0.050	-8.08448	-.0007528
Interno	-5.487275	2.466945	-2.22	0.027	-10.33265	-.6418987
dolar	.7730348	.2686064	2.88	0.004	.2454596	1.30061
ibovespa	.0022124	.0028325	0.78	0.435	-.0033511	.0077758
PL	1.63e-09	2.46e-08	0.07	0.947	-4.67e-08	4.99e-08
ValordeMercado	-1.68e-08	2.78e-08	-0.60	0.546	-7.14e-08	3.78e-08
ROA	-1.86e-06	1.17e-06	-1.59	0.112	-4.16e-06	4.34e-07
Receita	-6.89e-08	3.29e-08	-2.10	0.036	-1.33e-07	-4.39e-09
Ebitda	-7.11e-09	7.41e-08	-0.10	0.924	-1.53e-07	1.38e-07
ROELLPL	-.0005476	.0005996	-0.91	0.361	-.0017252	.00063
QTobinVMAT	.0002892	.0000168	17.18	0.000	.0002562	.0003223
SetorNum	0	(omitted)				
_cons	37.4713	3.874478	9.67	0.000	29.86136	45.08124
sigma_u	14.754682					
sigma_e	7.5262042					
rho	.79353051	(fraction of variance due to u_i)				

```
. drop Setor
```

```
. drop ADR
```

```
. xtreg on4 on1 pn1 on2 pn2 on3 pn3 on5 pn5 on6 pn6 on7 pn7 on8 pn8 on9 pn9 ceodif
chairext20 chairind24 qtidade Independente Interno dolar ibovespa PL
ValordeMercado ROA Receita Ebitda ROELLPL QTobinVMAT SetorNum, cluster (id) fe
note: SetorNum omitted because of collinearity
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      4,794
Group variable: id                    Number of groups =      573
```

```
R-sq:                                Obs per group:
    within = 0.4425                    min =          1
    between = 0.4223                    avg  =         8.4
    overall = 0.4071                    max  =         10
```

```
corr(u_i, Xb) = 0.0692                F(31,572)       =      37.28
                                          Prob > F         =      0.0000
```

(Std. Err. adjusted for 573 clusters in id)

on4	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
on1	-.3515073	.0485714	-7.24	0.000	-.4469074	-.2561072
pn1	-.0089357	.0242127	-0.37	0.712	-.0564924	.038621
on2	-.3665218	.0462943	-7.92	0.000	-.4574493	-.2755943
pn2	.0183946	.0252306	0.73	0.466	-.0311613	.0679505
on3	-.4952531	.0611277	-8.10	0.000	-.6153153	-.3751909
pn3	-.1207894	.0550207	-2.20	0.029	-.2288567	-.0127222
on5	-.2749163	.0772383	-3.56	0.000	-.4266216	-.123211
pn5	.0261739	.0306054	0.86	0.393	-.0339389	.0862866
on6	-.0778727	.0879375	-0.89	0.376	-.2505925	.0948471
pn6	.0562672	.0212287	2.65	0.008	.0145716	.0979629
on7	-.286334	.0713217	-4.01	0.000	-.4264183	-.1462497
pn7	.1278193	.0635815	2.01	0.045	.0029375	.252701
on8	-.0047399	.4553039	-0.01	0.992	-.8990114	.8895316
pn8	-.0608597	.1864291	-0.33	0.744	-.4270288	.3053094
on9	-.1195027	.018452	-6.48	0.000	-.1557446	-.0832607
pn9	.0319764	.0114266	2.80	0.005	.0095331	.0544197
ceodif	-2.521205	2.076033	-1.21	0.225	-6.598783	1.556373
chairext20	3.510321	2.431777	1.44	0.149	-1.26598	8.286622
chairind24	1.530015	1.975938	0.77	0.439	-2.350964	5.410993
qtidade	-.1201091	.1570768	-0.76	0.445	-.4286268	.1884086
Independente	-4.042616	2.05785	-1.96	0.050	-8.08448	-.0007528
Interno	-5.487275	2.466945	-2.22	0.027	-10.33265	-.6418987
dolar	.7730348	.2686064	2.88	0.004	.2454596	1.30061
ibovespa	.0022124	.0028325	0.78	0.435	-.0033511	.0077758
PL	1.63e-09	2.46e-08	0.07	0.947	-4.67e-08	4.99e-08
ValordeMercado	-1.68e-08	2.78e-08	-0.60	0.546	-7.14e-08	3.78e-08
ROA	-1.86e-06	1.17e-06	-1.59	0.112	-4.16e-06	4.34e-07
Receita	-6.89e-08	3.29e-08	-2.10	0.036	-1.33e-07	-4.39e-09
Ebitda	-7.11e-09	7.41e-08	-0.10	0.924	-1.53e-07	1.38e-07
ROELLPL	-.0005476	.0005996	-0.91	0.361	-.0017252	.00063
QTobinVMAT	.0002892	.0000168	17.18	0.000	.0002562	.0003223
SetorNum	0	(omitted)				
_cons	37.4713	3.874478	9.67	0.000	29.86136	45.08124
sigma_u	14.754682					
sigma_e	7.5262042					
rho	.79353051	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xtreg on4 on1 on2 on3 pn3 on5 pn6 on7 pn7 on9 pn9 Independente Interno dolar
Receita QTobinVMAT, cluster (id) fe
```

```
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =      4,797
Group variable: id                    Number of groups =      574
```

