

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

ELIAS PEREIRA LOPES JÚNIOR

**EFEITO DO AMBIENTE POLÍTICO SOBRE O INVESTIMENTO  
REALIZADO POR EMPRESAS ESTATAIS**

São Paulo

2016

ELIAS PEREIRA LOPES JÚNIOR

**EFEITO DO AMBIENTE POLÍTICO SOBRE O INVESTIMENTO  
REALIZADO POR EMPRESAS ESTATAIS**

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:  
Estratégia Empresarial

Orientador:  
Professor Doutor Rodrigo Bandeira de Mello

São Paulo  
2016

Lopes Júnior, Elias Pereira.

Efeito do Ambiente Político sobre o Investimento Realizado por  
Empresas Estatais / Elias Pereira Lopes Júnior. - 2016.

127 f.

Orientador: Rodrigo Bandeira de Mello

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas públicas. 2. Investimentos 3. Aspectos políticos. 4.  
Governança corporativa. I. Mello, Rodrigo Bandeira. II. Tese (doutorado) -  
Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 35

ELIAS PEREIRA LOPES JÚNIOR

**EFEITO DO AMBIENTE POLÍTICO SOBRE OS INVESTIMENTOS  
REALIZADOS POR EMPRESAS ESTATAIS**

Tese apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Administração de Empresas.

Campo de conhecimento:  
Estratégia Empresarial

**Banca Examinadora:**

---

Professor Dr. Rodrigo Bandeira de Mello  
(Orientador)  
FGV-EAESP

---

Professora Dr<sup>a</sup>. Maria Tereza Leme Fleury  
FGV-EAESP

---

Professor Dr. Paulo Roberto Arvate  
FGV-EAESP

---

Professor Dr. Rafael Guilherme Burstein  
Goldszmidt  
FGV-EBAPE

---

Professora Dr<sup>a</sup>. Rosilene Marcon  
UNIVALI

## AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, Rodrigo Bandeira De Mello, por sempre ter me apoiado e pelos preciosos ensinamentos que foram bastante úteis para a construção da minha tese. Além de todos os professores em que eu tive contato na FGV, em especial aos da minha linha de pesquisa (Fábio Mariotto, Maria Tereza Fleury, Paulo Arvate, Sergio Bulgacov, Tales Andreassi).

À Fundação Getúlio Vargas – FGV/EAESP, por proporcionar uma excelente estrutura para o desenvolvimento da minha tese. À CAPES e à FGV (Bolsa PPG) pela concessão de bolsas tanto no Brasil como a bolsa e auxílios para o doutorado sanduíche, as quais foram de suma importância para a conclusão deste doutorado.

Ao professor Marcelo Bucheli da Universidade de Illinois em Urbana-Champaign que me proporcionou muitos momentos de evolução para a minha tese nas reuniões que tivemos durante o período em que fiz o estágio doutoral (doutorado sanduíche).

Agradeço também a todos os meus familiares e amigos que me ajudaram durante estes quatro anos. Em especial à minha mãe, Maria Graças Brito Braga, que sempre me apoiou incondicionalmente, assim como a minha sogra, Selma Barbosa, que tem sido uma segunda mãe para mim. Aos meus tios José Luciano Holanda, Marcelo Brito e Riba, por sempre me ajudarem enquanto puderam e enquanto estiveram de passagem em São Paulo.

Ao meu amigo Rodolfo Jakov, que esteve comigo nesta jornada como colega de curso e de moradia. Aos amigos Marina Gama, Juliano Spuldaro, Marcus Salusse, Anderson Queiroz, Mateus Ferreira e Emílio Arruda Filho pelos momentos de angústias e descontrações que passamos. Aos meus amigos que sempre me acolheram nas minhas idas e vindas à São Paulo: Eriberto Gomes, Rodolfo Lopes, Flávio Lobato.

Ao meu grande amigo/professor/chefe Emilio Capelo Junior por ser uma fonte de inspiração e por acreditar em mim e me incentivar a entrar para a vida acadêmica. Sem seu apoio e ajuda, não estaria celebrando este momento tão especial em minha vida.

Por último, mas não menos importante, à minha amada esposa, Deyse, que foi muito compreensiva durante todas as minhas idas e vindas e que me proporcionou a maior alegria da minha vida: o nosso filho (Arthur), que veio meio que de surpresa e, apesar de bagunçar meu cronograma, me trouxe um sentimento indescritível: ser pai.

## RESUMO

Esta pesquisa aborda a influência política sobre os investimentos feitos por empresas estatais ou *State-Owned Enterprises* (SOEs). Para tanto, comparou-se os dados de empresas privadas com os de SOEs. O argumento empregado nessa pesquisa é que o governo utiliza sua influência sobre as SOEs para conseguir suporte para realizar mudanças nas políticas. Portanto, espera-se que quanto maior for o potencial conflito entre Principal-Principal, maiores serão os investimentos realizados pelas SOEs (H1). O conflito entre Principal-Principal (PP) ocorre quando existe o conflito de interesses entre duas categorias de principal: acionistas controladores e acionistas minoritários. O segundo argumento refere-se ao desempenho das companhias. Nesse caso, espera-se que o desempenho seja pior nas SOEs em que o estado seja o acionista majoritário (H2). Nesse estudo, foram abordadas companhias que estão listadas no mercado de ações, inclusive empresas estatais que têm o governo como seu acionista majoritário (com participação de mais de 50% no capital acionário). A base de dados utilizada neste estudo foi construída a partir de dados secundários na qual, após tratamento, é composta de 96.379 observações de empresas de 41 países entre os anos de 2002 e 2011. Esta pesquisa faz uso de um quase-experimento utilizando a técnica de diferença em diferença (*Difference-in-Differences*). O Quase-experimento ocorre quando um evento exógeno afeta a variável explicativa. Os resultados confirmaram a hipótese H1, porém não confirmaram a hipótese H2. Diante da análise dos resultados, este estudo sugere que os políticos usam a sua influência sobre as empresas em que o governo é o acionista majoritário com objetivo de obter ganhos políticos/privados.

**Palavras Chave:** Ambiente Político; Governança Corporativa; Empresas Estatais; Investimentos; Conflito Principal-Principal.

## ABSTRACT

This research analyzes the political influence on investments by state-owned enterprises or State-Owned Enterprises (SOEs). Therefore, we compared the data of private companies with the SOEs. The argument used in this research is that the government uses its influence on SOEs to get support to make policy changes. Therefore, it is expected that the greater the potential conflict between Principal-Principal, greater are the investments by SOEs (H1). The conflict between Principal-Principal (PP) occurs when there is a conflict of interest between two categories of principal: controlling shareholders and minority shareholders. The second argument refers to the performance of companies. In this case, it is expected that performance is worse in SOEs in which the state is the majority shareholder (H2). In this study, we used data about companies that are listed in the stock market, including state-owned enterprises that have the government as its majority shareholder (with a share of over 50% in the share capital). The database used in this study was constructed from secondary data in which, after treatment, is made up of 96,379 observations of 41 countries companies between 2002 and 2011. This research makes use of a quasi-experiment using the technique difference in difference (difference-in-differences). The Quasi-experiment occurs when an exogenous event affects the explanatory variable. The results confirmed the hypothesis H1, but not confirmed the H2 hypothesis. After analyzing the results, this study suggests that politicians use their influence on the companies in which the government is the majority shareholder in order to obtain political / private gain.

**Key-Words:** Political environment; Corporate governance; State-owned companies; Investments; Principal-Principal Conflict.

## **LISTA DE FIGURAS**

|  |    |
|--|----|
| Figura 1 – Conflito entre Principal e Agente versus conflito entre Principal-Principal ..... | 28 |
| Figura 2 – Antecedentes e resultados do conflito entre PP .....                              | 30 |
| Figura 3 – Relação entre PIB e Corrupção.....  | 48 |
| Figura 4 – Extensão do conflito Principal-Principal .....                                    | 52 |
| Figura 5 – Variedades do capitalismo .....   | 57 |



## LISTA DE QUADROS

|  |     |
|--|-----|
| Quadro 1 – Conflito Principal-Agente versus Principal-Principal.....                                   | 29  |
| Quadro 2 – Desdobramento de hipóteses .....  | 55  |
| Quadro 3 – Variáveis do estudo .....   | 59  |
| Quadro 4 – Origem das empresas por tipo de potencial conflito Principal-Principal.....                 | 74  |
| Quadro 5 – Desdobramento de hipóteses - resultados .....   | 96  |
| Quadro 6 – Origem das empresas por variáveis independentes (elevado conflito Principal-Principal)..... | 112 |
| Quadro 7 – Origem das empresas por variáveis independentes (baixo conflito Principal-Principal).....   | 113 |

## LISTA DE TABELAS

|  |     |
|--|-----|
| Tabela 1 – Índice de direitos anticontrolador.....   | 34  |
| Tabela 2 – Número de empresas por país e por ano.....                                      | 67  |
| Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis independentes .....                        | 69  |
| Tabela 4 – Testes de Normalidade multivariada.....   | 69  |
| Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis dependentes da amostra .....               | 70  |
| Tabela 6 – Coeficientes de correlação entre as variáveis.....                              | 72  |
| Tabela 7 – Média das variáveis independentes por tipo de empresa .....                     | 73  |
| Tabela 8 – Resultados Diff-in-Diff Increase in Investments (base de dados elevado PP)..... | 78  |
| Tabela 9 – Resultados Diff-in-Diff Employees (base de dados elevado PP).....               | 82  |
| Tabela 10 – Resultados Diff-in-Diff Intangible Assets (base de dados elevado PP).....      | 85  |
| Tabela 11 – Resultados Diff-in-Diff Short-Term Investments (base de dados elevado PP)....  | 88  |
| Tabela 12 – Resultados Diff-in-Diff Sale of Investments (base de dados elevado PP).....    | 91  |
| Tabela 13 – Resultados Diff-in-Diff Desempenho (base de dados elevado PP).....             | 91  |
| Tabela 14 – Resultados Diff-in-Diff Increase in Investments (base de dados baixo PP) ..... | 114 |
| Tabela 15 – Resultados Diff-in-Diff Employees (base de dados baixo PP) .....               | 114 |
| Tabela 16 – Resultados Diff-in-Diff Intangible Assets (base de dados baixo PP) .....       | 114 |
| Tabela 17 – Resultados Diff-in-Diff Short-Term Investments (base de dados baixo PP) .....  | 115 |
| Tabela 18 – Resultados Diff-in-Diff Sale of Investments (base de dados baixo PP).....      | 115 |
| Tabela 19 – Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Employees (base de dados baixo PP) .      | 115 |
| Tabela 20– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Short-Term Investments (baixo PP) ....     | 116 |
| Tabela 21– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Short-Term Investments (baixo PP) ....     | 116 |
| Tabela 22– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Intangible Assets (baixo PP).....          | 116 |
| Tabela 23– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Sale of Investments (baixo PP).....        | 117 |
| Tabela 24– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Increase in Investments (baixo PP).....    | 117 |

## LISTA DE GRÁFICOS

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 1 – Investimentos das estatais brasileiras.....   | 22 |
| Gráfico 2 – Investimentos das estatais brasileiras em cada setor de atividade .....   | 25 |
| Gráfico 3 – Aumento nos Investimentos (ambientes com risco elevado de expropriação) .....   | 76 |
| Gráfico 4 – Aumento nos Investimentos (ambientes mais corruptos) .....  | 76 |
| Gráfico 5 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixa qualidade burocrática).....  | 76 |
| Gráfico 6 – Aumento nos Investimentos (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados) .....   | 76 |
| Gráfico 7 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo) .....   | 77 |
| Gráfico 8 – Aumento nos Investimentos (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca) .....            | 77 |
| Gráfico 9 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade).....                       | 77 |
| Gráfico 10 – Investimentos em empregados (ambientes com risco elevado de expropriação).....   | 79 |
| Gráfico 11 – Investimentos em empregados (ambientes mais corruptos) .....   | 79 |
| Gráfico 12 – Investimentos em empregados (ambientes com baixa qualidade burocrática) ...  | 79 |
| Gráfico 13 – Investimentos em empregados (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados).....                                       | 79 |
| Gráfico 14 – Investimentos em empregados (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo) .....  | 80 |
| Gráfico 15 – Investimentos em empregados (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca) .....         | 80 |
| Gráfico 16 – Investimentos em empregados (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade) .....                   | 81 |
| Gráfico 17 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com risco elevado de expropriação).....   | 82 |
| Gráfico 18 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes mais corruptos).....  | 82 |
| Gráfico 19 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixa qualidade burocrática).....   | 83 |
| Gráfico 20 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados).....                               | 83 |
| Gráfico 21 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo) .....  | 84 |
| Gráfico 22 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca) ..... | 84 |
| Gráfico 23 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade) .....           | 84 |
| Gráfico 24 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com risco elevado de expropriação).....   | 86 |
| Gráfico 25 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes mais corruptos).....  | 86 |
| Gráfico 26 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixa qualidade burocrática).....   | 86 |
| Gráfico 27 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados) .....                    | 86 |
| Gráfico 28 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo).....                               | 87 |

|   |    |
|---|----|
| Gráfico 29 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca) ..... | 87 |
| Gráfico 30 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade).....            | 87 |
| Gráfico 31 – Retorno dos investimentos (ambientes com risco elevado de expropriação) .....  | 89 |
| Gráfico 32 – Retorno dos investimentos (ambientes mais corruptos) .....   | 89 |
| Gráfico 33 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixa qualidade burocrática) .....  | 89 |
| Gráfico 34 – Retorno dos investimentos (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados) .....  | 89 |
| Gráfico 35 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo) .....  | 90 |
| Gráfico 36 – Retorno dos investimentos (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca) .....                     | 90 |
| Gráfico 37 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade).....                                | 90 |

## SUMÁRIO

|          |  |            |
|----------|--|------------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO</b> .....                                      | <b>13</b>  |
| 1.1      | DELIMITAÇÃO TEÓRICA E PROBLEMA DE PESQUISA .....             | 13         |
| 1.2      | OBJETIVOS DA PESQUISA .....                                  | 15         |
| 1.3      | JUSTIFICATIVA DA PESQUISA .....                              | 15         |
| <b>2</b> | <b>FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....                           | <b>17</b>  |
| 2.1      | EMPRESAS ESTATAIS .....                                      | 17         |
| 2.1.1    | Influência Política nas SOEs .....                           | 20         |
| 2.2      | INVESTIMENTOS .....  | 22         |
| 2.3      | CONFLITOS DE AGÊNCIA .....                                   | 26         |
| 2.4      | CONFLITOS ENTRE PRINCIPAL-PRINCIPAL .....                    | 27         |
| 2.5      | GOVERNANÇA CORPORATIVA .....                                 | 30         |
| 2.5.1    | Governança Corporativa e Empresas Estatais .....             | 37         |
| 2.6      | A CRISE ECONÔMICA MUNDIAL DE 2008 .....                      | 43         |
| <b>3</b> | <b>ARGUMENTO DA PESQUISA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES</b> ..... | <b>45</b>  |
| <b>4</b> | <b>METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....                         | <b>56</b>  |
| 4.1      | UNIDADES DE ANÁLISE .....                                    | 56         |
| 4.2      | COLETA, TRATAMENTO E ANÁLISE DE DADOS.....                   | 58         |
| <b>5</b> | <b>RESULTADOS</b> .....                                      | <b>65</b>  |
| 5.1      | DADOS E AMOSTRA .....  | 65         |
| 5.2      | ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS .....                               | 69         |
| 5.3      | DISCUSSÃO DOS RESULTADOS .....                               | 75         |
| 5.3.1    | Increase in Investments .....                                | 75         |
| 5.3.2    | Employees .....  | 78         |
| 5.3.3    | Intangible Assets .....                                      | 82         |
| 5.3.4    | Short-Term Investments .....                                 | 85         |
| 5.3.5    | Sale of Investments .....                                    | 88         |
| 5.3.6    | Desempenho .....   | 91         |
| 5.3.7    | Resumo dos resultados .....                                  | 92         |
| <b>6</b> | <b>CONCLUSÕES</b> .....                                      | <b>97</b>  |
| 6.1      | IMPLICAÇÕES .....  | 98         |
| 6.2      | CONTRIBUIÇÕES .....  | 98         |
| 6.3      | LIMITAÇÕES .....   | 99         |
| 6.4      | SUGESTÕES DE ESTUDOS FUTUROS .....                           | 100        |
|          | <b>REFERÊNCIAS</b> .....                                     | <b>102</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo serão apresentados a delimitação teórica e o problema de pesquisa, bem como o objetivo geral do estudo e os objetivos específicos. Por fim, será apresentada a justificativa da pesquisa.

### 1.1 Delimitação Teórica e Problema de Pesquisa

Esta proposta de pesquisa aborda a influência política sobre os investimentos feitos por empresas estatais ou *State-Owned Enterprises* (SOEs). Ao mesmo tempo em que são empresas proeminentes e que desempenham um papel considerável em muitos países (HUNG; WONG; ZHANG, 2012; AVSAR; KARAYALCIN; ULUBASOGLU, 2013), as SOEs também são companhias que sofrem diversos tipos de intervenções. O motivo desta interferência pode ser em virtude de as empresas estatais possuírem múltiplos objetivos, tais como transferência de renda (AVSAR; KARAYALCIN; ULUBASOGLU, 2013), compra de concorrentes privados (PUFFER; MCCARTHY, 2007) e manutenção do controle de recursos estratégicos (OKHMATOVSKIY, 2010).

A maioria das empresas estatais estão basicamente localizadas em economias emergentes e enfrentam problemas institucionais que podem influenciar a tomada de ações estratégicas (STAN; PENG; BRUTON, 2013). Mesmo assim, as SOEs são responsáveis pelo rápido crescimento das economias em desenvolvimento (PENG; BRUTON; STAN, 2013) e de economias desenvolvidas da Europa, onde, por exemplo, o Estado é o controlador de 15% das empresas listadas na Áustria e Finlândia e de 10% na Itália (FACCIO; LANG, 2002). De acordo com Budiman, Lin e Singham (2009), as SOEs representam aproximadamente 5% do PIB dos países da OECD, demonstrando também a sua importância para as economias mundiais.

No início do século XX as estatais passaram por períodos tanto de crescimento quanto de queda, com as privatizações. Mais recentemente as SOEs têm se proliferado novamente (TONINELLI, 2000) e no fim do século XX a tendência de privatização começou a diminuir a partir do modelo adotado na China, sendo considerado como um modelo alternativo potente (STAN; BRUTON, 2013). Tendo em vista o sucesso das estatais chinesas, existe um extenso esforço empírico para explorar temas relacionados às empresas que têm o Estado como dono.

Porém, pouca atenção tem se dado a questão da tomada de decisão em relação aos investimentos feitos pelas SOEs (ZAHRA *et al.*, 2000). Estudos sobre as empresas estatais demonstraram que a decisão de investir é feita com base em diversos fatores, tais como concorrência (STEENSMA; YANG, 2013), monitoramento do *board* (GULDIKEN, 2013), risco de carreira (AGHION; VAN REENEN; ZINGALES, 2008) e folga de recursos (NOHRIA; GULATI, 1996).

As características institucionais e de governança corporativa dos países também podem contribuir para a maneira em que as SOEs são geridas. Em ambientes onde a propriedade e a proteção aos acionistas não são respeitadas, pode haver um maior desrespeito caso a empresa estatal sofra pressão política pela busca de objetivos que estão vinculados a ganhos privados. Esta situação pode ser mais corriqueira em empresas em que o estado é o acionista majoritário, pois o governo pode exercer o controle sobre elas de maneira indireta, já que tem a incumbência de definir os gestores e a composição do *board* de diretores.

Portanto, esta pesquisa aborda uma perspectiva que também pode afetar a decisão das SOEs em realizar investimentos: o ambiente político. Nesse sentido, este estudo pretende responder à seguinte questão: **qual o efeito do ambiente político sobre os investimentos realizados por empresas estatais?** Para responder a esta pergunta, foram formuladas algumas hipóteses que serão abordadas posteriormente.

O argumento empregado nessa pesquisa é que o governo utiliza sua influência sobre as SOEs para conseguir suporte para realizar mudanças nas políticas. A influência dos políticos sobre as empresas estatais é feita por meio do direcionamento dos investimentos realizados por elas. O primeiro argumento a ser testado neste estudo é que o nível de investimento feito pelas SOEs varia de acordo com o potencial conflito entre Principal-Principal. Entende-se por conflito entre Principal-Principal, a falta de concordância entre os interesses dos acionistas controladores e dos acionistas minoritários (YOUNG *et al.*, 2008). Portanto, espera-se que quanto maior for o potencial conflito entre Principal-Principal, maiores serão os investimentos realizados pelas SOEs. Isso acontece porque em ambientes com maior potencial de conflito entre Principal-Principal, a concentração de propriedade é maior (YOUNG *et al.*, 2008), portanto, maior é a probabilidade de os políticos usarem as estatais em benefício próprio.

O segundo argumento refere-se aos resultados das companhias. Assim, espera-se que companhias que têm o governo como acionista majoritário invistam mais porque os políticos podem usar a sua influência para alcançar ganhos privados e esses investimentos não necessariamente buscam um retorno econômico e financeiro. Desta forma, espera-se que os resultados sejam piores nas SOEs em que o estado seja o acionista majoritário. Portanto, em ambientes com maior potencial de conflito entre Principal-Principal, a concentração de propriedade é maior (YOUNG *et al.*, 2008), então os políticos usam a sua influência sobre as empresas estatais para direcionar os investimentos e, assim, conseguem o apoio necessário para realizar mudança na política no país

## 1.2 Objetivos da Pesquisa

O objetivo geral desta pesquisa é **testar o efeito do ambiente político nos investimentos feitos por empresas estatais**. Para atingir o objetivo geral, têm-se os seguintes objetivos específicos:

- Construir uma base de dados em painel composta por empresas de diversos países com características institucionais diferentes;
- Verificar o volume de investimento feito por empresas estatais em função do potencial conflito entre Principal-Principal;
- Analisar o desempenho das empresas estatais em função do potencial conflito entre Principal-Principal.

## 1.3 Justificativa da Pesquisa

Uma tese de doutorado deve atender a dois principais aspectos, quais sejam, a originalidade do estudo e a contribuição teórica para o campo em questão. Quanto à originalidade, esta pesquisa se justifica por não existirem outros estudos semelhantes em que o ambiente político e investimentos feitos por SOEs são explorados conjuntamente. Portanto, o estudo da relação entre estas duas variáveis torna a pesquisa original. Já com relação à contribuição teórica, este estudo pretende contribuir com a teoria acrescentando a abordagem de uma nova perspectiva que pode ser crucial para explicar os investimentos feitos por empresas estatais.



Outras pesquisas que estudaram as SOEs relacionaram a decisão de investir com diversos fatores, tais como concorrência, monitoramento do *board*, risco de carreira, folga de recursos. A adoção de uma nova perspectiva pode permitir a produção de novos conhecimentos neste campo de estudo, sendo considerada uma importante justificativa para a elaboração dessa pesquisa, já que a área tem forte apelo internacional e existe o interesse de acadêmicos e periódicos científicos pelo tema em questão.

Além disso, Inoue, Musacchio e Lazzarini (2013), os benefícios dos tipos de empresas estatais comparados com empresas puramente privadas não têm sido examinados. Portanto, este estudo visa comparar os investimentos e o desempenho de um determinado tipo de empresa estatal, aquelas em que o governo é o acionista majoritário, em relação a companhias puramente privadas. Como parâmetro de análise, utilizou-se a crise financeira de 2008, na qual afetou as empresas de praticamente todos os países. Assim, buscou-se analisar o comportamento das companhias antes e após a crise.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para embasar os argumentos trazidos por esta proposta de pesquisa, este capítulo resume as principais ideias dos estudos que são considerados base para esta pesquisa.

### 2.1 Empresas Estatais

No Brasil, de acordo com a Constituição Federal, as empresas estatais (*State-Owned Enterprises* – SOEs) podem ser utilizadas com duas finalidades: atuar diretamente em atividades econômicas para regular o mercado (artigo 173) ou manter a soberania nacional (artigo 177) e exercer serviços públicos (artigo 175). No caso brasileiro, existem apenas dois tipos de empresas estatais, que podem ser empresa pública ou sociedade de economia mista. A empresa pública é uma entidade de personalidade jurídica de direito privado, na qual o patrimônio e o capital são exclusivos do governo e é criada por lei para explorar uma atividade econômica. A sociedade de economia mista, por sua vez, também é uma entidade de personalidade jurídica de direito privado criada por lei para explorar uma atividade econômica, contudo, sob a forma de sociedade anônima, na qual a maioria das ações com direito a voto pertencem ao governo.

Após a Primeira Guerra Mundial, as teorias que defendiam o liberalismo estatal ganharam importância. Elas pregavam que o Estado deveria intervir nas atividades comerciais e industriais, na qual, até então, eram de responsabilidade apenas da iniciativa privada. O Estado deixou de apenas fiscalizar e passou a atuar mais diretamente, oferecendo serviços públicos e tomando para si algumas atividades econômicas, por meio de monopólios ou da concorrência com outras empresas privadas.

Apesar da onda de privatização ocorrida nas décadas de 80 e 90, as empresas estatais ainda são relevantes em muitas economias. Conforme Avsar, Karayalcin e Ulubasoglu (2013, p. 1), muitos países ainda hoje têm setores que são representados substancialmente por SOEs e, olhando para as economias emergentes, a participação das estatais no PIB foi de mais de 15% na África Subsaariana em 2003 (KIKERI; SOLO, 2006), 13,2% na Índia em 2006 (OECD, 2009b), 29,7% na China em 2006 (OECD, 2009a), 36% no Vietnã em 2010, mais de 50% no Oriente Médio, Norte da África e na Ásia Central.

A alta participação do Estado na economia chinesa deve-se ao valor das próprias companhias, na qual em 2008 os ativos totais das SOEs chinesas foram em torno de US\$ 6 trilhões, representando 133% da economia chinesa. Também pode-se perceber a força das estatais chinesas quando elas são comparadas com as SOEs da França, que possui um dos maiores setores estatais entre as principais economias ocidentais e, mesmo assim, o total de ativos das SOEs francesas foi de US\$ 686 bilhões, cerca de 28% do tamanho da economia da França (DEAN; BROWNE; OSTER, 2010).

Governos são motivados a apoiar as empresas estatais por diversos motivos, tais como evitar desemprego, recuperar investimentos passados, desenvolver mercados ineficientes e manter laços políticos fortes. O governo também tem interesse em manter o controle sobre as empresas estatais porque elas geralmente são oriundas de setores estratégicos para os países, tais como comunicação, transporte, financeiro, dentre outros. Em muitos casos o Estado faz uso das SOEs em virtude da incapacidade ou do desinteresse do setor privado em atuar em determinados ramos de atividade. Isto pode ocorrer pelo simples fato do ramo em questão não ser atrativo em termos de rentabilidade ou por ele ser considerado estratégico para o desenvolvimento nacional.

Conforme Capobianco e Christiansen (2011), as SOEs disfrutam de vantagens e imunidades que não estão disponíveis para seus concorrentes de empresas privadas. Essas vantagens não necessariamente são baseadas em desempenho superior, eficiência superior ou em melhor tecnologia ou capacidades, mas são meramente criadas pelo governo e podem distorcer a competição do mercado. As SOEs conseguem uma margem maior de recursos do que empresas privadas porque elas disfrutam de maior legitimidade, apoio político, acesso a recursos do governo (empréstimos) e acesso facilitado a oficiais do governo (STEENSMA; YANG, 2013). Além disso, as empresas estatais são organizações fundadas pelos governos com dois objetivos distintos (sociais e econômicos), que muitas vezes podem ser diferentes dos objetivos das empresas privadas, que buscam unicamente a maximização do lucro.

Empresas que têm o Estado como proprietário possuem orçamentos maleáveis e sobra de recursos e, por isso, elas podem ser mais suscetíveis a aceitarem o risco associado com a busca por novas soluções (STEENSMA; YANG, 2013). Contudo, o efeito da sobra de recursos sobre a aceitação às atividades de risco ainda não é um consenso entre os pesquisadores. Para Steensma

e Yang (2013), o grande montante de recursos disponíveis pode gerar uma queda na disponibilidade em aceitar riscos inerentes à busca por inovação, pois diante do excessivo saldo e da sobrevivência garantida, as firmas tendem a serem mais complacentes e evitam o risco. No entanto, conforme O'Brien (2003), a sobra de recursos encontrada nas SOEs não apenas promove a busca pela inovação, como também garante que os resultados do processo de busca pela inovação serão efetivamente implementados.

Portanto, a sobra de recursos pode influenciar a extensão em que as soluções de inovação são perseguidas. Com o medo da falha, a tomada de decisão é mais conservadora e quando o medo de falhar é removido (com abundância de recursos, por exemplo), os gestores são mais propensos a tomarem decisões mais arriscadas, incluindo a busca por novas soluções. Contudo, a sobra de recursos pode promover incentivos que impedem a busca por novas soluções, já que esses recursos, que poderiam ser dedicados para a busca por novas e potenciais soluções, podem ser direcionados para outros usos, gerando, assim, ineficiências.

Os benefícios do excesso de recursos e do favorecimento do governo são valiosos para empresas estatais que operam em ambientes competitivos, pois os gerentes das SOEs se motivam a procurar por novas soluções em um esforço para se distinguirem dos demais competidores. O estudo de Steensma e Yang (2013) mostrou que quando a competição entre empresas privadas é substancial, a busca por inovação entre as SOEs excedeu a das empresas privadas em 10%. Isso porque os gestores das empresas estatais são incentivados a utilizarem seus recursos relativamente abundantes para buscar potenciais soluções de mercado. Devido ao seu poder e estabilidade, as empresas que têm o Estado como proprietário levaram vantagem em converter seus esforços de pesquisa em produtos comercialmente rentáveis.

Conforme Ahroni (1986), as SOEs são empresas em que o estado possui a propriedade e o controle sobre elas. O controle pode ser de forma direta, quando o estado é o acionista majoritário, ou indireta, quando o estado é o acionista minoritário. A atuação do estado de forma direta se dá por meio de instituições estatais tais como bancos centrais, ministérios, governos locais e empresas estatais. Nesse caso, o estado tem influência direta sobre a operacionalidade do dia-a-dia e sobre os investimentos das companhias. Esta compreende todos os tipos de compromissos, incluindo os investimentos feitos pelos governos locais, estaduais e federais, ministérios, bancos centrais, bem como pelas próprias empresas estatais majoritárias. A

participação indireta inclui os bancos de desenvolvimento e fundos de pensões (ARREOLA, 2014).

Quando o estado é o acionista majoritário da SOE, o governo geralmente exerce o controle sobre as estatais de maneira indireta: definindo os gestores e a composição do *board* de diretores. Em algumas estatais, ministros agem como presidentes da companhia. O governo também pode exercer seu controle como acionista majoritário usando grandes companhias (*holdings*) para controlar uma série de firmas (MUSACCHIO; LAZZARINI, 2012, p. 12).

### 2.1.1 Influência Política nas SOEs

Para Capobianco e Christiansen (2011), os políticos sentem a necessidade de proteger as empresas públicas por causa de pressões de grupos de interesse ou do público em geral. As empresas públicas continuam a ser uma importante fonte de emprego em muitos países da OECD. Além disso, as estatais são muitas vezes vistas como fontes de empregos que proporcionam uma melhor remuneração e alguns países têm acordos de aposentadoria mais generosos do que o setor privado. Qualquer falha do Estado para proteger suas empresas da concorrência privada, como oferecer "baixos salários" ou "não manter padrões adequados de responsabilidade corporativa", poderia expor os políticos a fortes pressões públicas (CAPOBIANCO; CHRISTIANSEN, 2011). No Brasil, por exemplo, mesmo com a queda dos investimentos e do lucro das principais estatais, o número de funcionários das empresas controladas pelo Tesouro Nacional aumentou em 40 mil entre 2010 e 2013 (FOLHA DE SÃO PAULO, 2013).

Muitos governos são limitados em suas habilidades de incentivar os gestores das empresas estatais para que eles persigam estratégias puramente de maximização de lucros. Além disso, muitos setores em que as SOEs operam são sujeitos a regras formais de compensação que não permitem a adoção de incentivos que são comumente usados no setor privado. Então, os políticos aproveitam a falta de habilidade e controle dos governos para usar as SOEs com o objetivo de conseguirem ganhos políticos privados (CAPOBIANCO; CHRISTIANSEN, 2011). O estudo de Avsar, Karayalcin e Ulubasoglu (2013) abordou esses aspectos e, como resultado, encontrou um forte suporte empírico evidenciando que os governos são associados com grandes SOEs em países com alta desigualdade e essa associação tem como principal objetivo o uso político das SOEs como veículo para transferência de renda, na qual as estatais pagam salários mais elevados ou contratam mais empregados do que o necessário.

Na teoria as empresas estatais são de posse de todos os cidadãos do país, contudo, na prática elas são controladas por burocratas. Além disso, políticos e cidadãos não têm mecanismos de governança para monitorar o andamento das SOEs, que também podem ser geridas com objetivos políticos (STAN; PENG; BRUTON, 2013). Além de ter que perseguir objetivos sociais e econômicos, os gestores das SOEs têm que tentar balancear a interferência política do governo (LAWSON, 1994), que busca ações que favoreçam seu próprio interesse, que não necessariamente estão alinhados com os objetivos sociais e econômicos das SOEs. Portanto, os gestores das empresas estatais podem geri-las de forma a conseguir ganhos pessoais econômicos ou políticos, tais como uma posição governamental superior (HUNG; WONG; ZHANG, 2012).

Quando a SOE possui ações listadas em bolsa de valores, normalmente os gestores institucionais controlam tanto o conselho quanto a administração e os acionistas individuais desempenham um papel muito limitado na governança corporativa (ZHANG; ZHANG; ZHAO, 2003). Portanto, sob o domínio do Estado, os direitos de controle dos burocratas levam a ineficiências (SHLEIFER; VISHNY, 1994) que podem ser muito prejudiciais para a empresa e para a própria sociedade, pois, conforme Jones (1991), um aumento de 5% na eficiência de empresas estatais, sem qualquer alteração nos preços ou nos investimentos, resultaria na liberação de recursos de cerca de 5% do PIB no Egito, ou proporcionaria uma redução de 50% dos impostos diretos no Paquistão, ou seria capaz de financiar um aumento de 150% nos gastos com educação, saúde, cultura e ciência na China.

O estudo de Okhmatovskiy (2010) mostrou que a ligação com empresas estatais também pode influenciar o desempenho das empresas. Nesse caso, firmas privadas com laços com empresas estatais são conectadas indiretamente com o governo. Com isso, elas têm acesso aos recursos das SOEs, porém evitam os custos associados com a intervenção do governo. O estudo dos autores mostrou que a ligação com SOEs mostrou-se mais eficiente na busca por uma maior lucratividade, enquanto que as empresas que optaram por fazer a ligação diretamente com o governo não apresentaram diferenças na lucratividade.

## 2.2 Investimentos

O Estado ainda é um ator relevante em muitas economias. As empresas estatais encorajam seus gestores a aceitarem o risco inerente às atividades de P&D, que podem gerar ganhos de longo prazo (DAVID; HITT; GIMENO, 2001; HANSEN; HILL, 1991). Em virtude disso, muitas das mais bem-sucedidas multinacionais no mundo são SOEs (STEENSMA; YANG, 2013). No Brasil, as SOEs investiram R\$ 113,5 bilhões em 2013, recorde histórico de investimentos, com crescimento acumulado de 15,9% em relação ao recorde anterior, registrado em 2012, quando foram investidos R\$ 97,9 bilhões. Nos últimos 10 anos, os investimentos das estatais brasileiras quase dobraram, saltando de 1,3% do PIB em 2003 para 2,4% do PIB em 2013. Os investimentos das estatais registraram crescimento real de 205% entre 2003 e 2013, de R\$ 37,2 bilhões (valor atualizado para 2013) para R\$ 113,5 bilhões. A média de crescimento é de 11,8% ao ano, na última década (GRÁFICO 1).

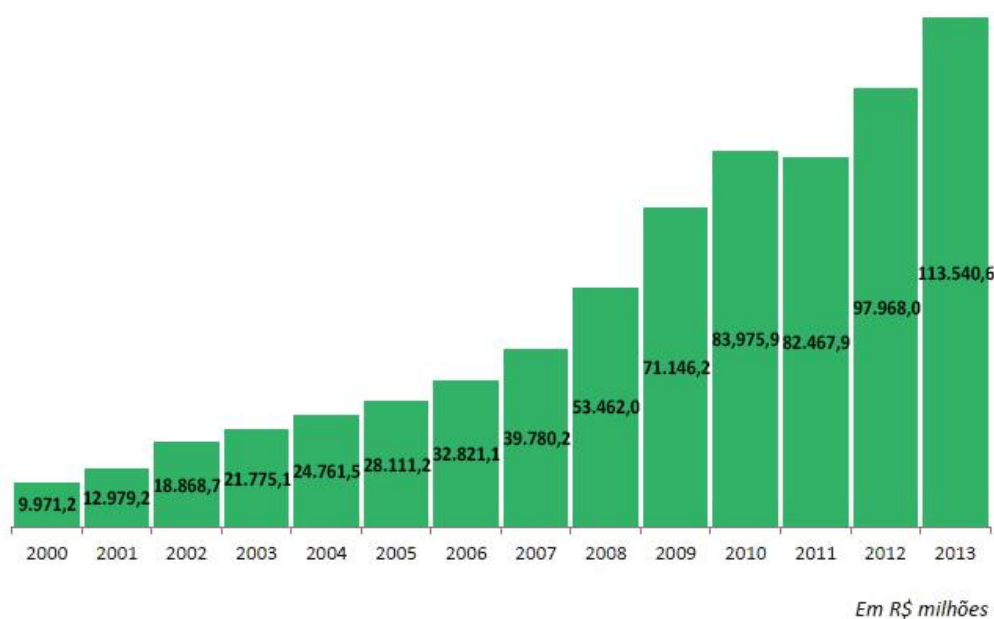


Gráfico 1 – Investimentos das estatais brasileiras

Fonte: Ministério do Planejamento (2014)

Investimentos em P&D ajudam a firma a manter ou aumentar sua vantagem competitiva (GUELLEC; POTTERIE, 2004; KOR; MAHONEY, 2005; ZAHEER; BELL, 2005; GULDIKEN, 2013). Contudo, *top managers* tendem a evitar esse tipo de investimento, visto que ele é incerto quanto ao seu retorno e pode até gerar impacto negativo na performance financeira de curto prazo (DAVID; HITT; GIMENO, 2001). Sendo assim, os investimentos em P&D provocam discórdia entre *top managers* e *shareholders*.

Investimentos em P&D são associados com muitos resultados positivos, tais como alto desempenho (MORBNEY, 1998), aumento da lucratividade (FRYXELL, 1990), aumento do valor da firma (HALL; ORIANI, 2006), aumento de produtividade (GUELLEC; POTTERIE, 2004), aumento da capacidade de inovar (KOR; MAHONEY, 2005; ZAHEER; BELL, 2005) e tecnológica da firma (GREVE, 2003; O'BRIEN, 2003). Por outro lado, existem razões para não se investir em P&D: eles podem ser custosos, irreversíveis e incertos (BAYSINGER, KOSNIK; TURK, 1991) e têm uma alta probabilidade de falhar (FINKELSTEIN; BOYD, 1998). Além disso, a atividade de P&D é complexa e o processo de inovação passa por planejamento de longo prazo, não proporcionando ganhos de curto prazo, mesmo quando o objetivo é suprir as mudanças ocorridas nas condições de mercado (DOSI, 2006).

Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) corresponde ao trabalho criativo realizado em bases sistemáticas a fim de se ampliar o estoque de conhecimento, inclusive sobre o homem, a cultura e a sociedade, e o uso desse estoque de conhecimento para desenvolver novas aplicações. (OECD, 2002).

O processo de inovação muitas vezes é relacionado ao investimento em P&D e a habilidade da firma em efetivar a inovação pode ser considerada como a base para sua vantagem competitiva (HITT *et al.*, 1999). Contudo, além do processo de inovação ser arriscado, ele oferece poucas garantias de que os recursos investidos serão convertidos em retornos econômicos compensatórios (GREVE, 2003). Os instrumentos de incentivo à inovação e ao gasto em P&D são cada vez mais utilizados para promover a competitividade em praticamente todos os países industrializados ou economias emergentes. Isso decorre da observação de que há uma forte correlação positiva entre os gastos em P&D e o aumento da produtividade total de fatores (GUEDES, 2010).

O esforço que as firmas empregam em relação à inovação pode depender do seu tipo de propriedade (*ownership*). A propriedade institucional (*institutional ownership*) em empresas de capital aberto é associada com mais inovação (medida por meio de citações de patentes). A relação positiva entre inovação e propriedade institucional é mais forte quando a competição no mercado de produto é mais intensa (AGHION; VAN REENEN; ZINGALES, 2008; STEENSMA; YANG, 2013). Zhang, Zhang e Zhao (2003) realizaram um estudo para verificar a eficiência do investimento em P&D em empresas chinesas e concluíram que a propriedade (*ownership*) tem forte influência sobre a eficiência dos investimentos em P&D. Nesse caso, as



empresas estatais apresentaram uma menor eficiência produtiva e de P&D em relação às empresas privadas.

Para Bai *et al.* (2000), as SOEs não apresentam uma boa eficiência quanto aos seus investimentos porque elas desempenham um grande papel na promoção de diversos serviços sociais para os empregados e suas famílias e na manutenção da estabilidade social. Por isso, os seus gestores podem tentar melhorar esses índices e não dar atenção à maximização do lucro. O estudo de Bozec, Breton e Côté (2002) também encontrou resultado similar, quando concluiu que o tipo de propriedade tem um efeito negativo no desempenho da SOE quando ela tem que priorizar a busca por objetivos sociais e deixa a maximização do lucro em segundo plano.

Para Jefferson *et al.* (2006), a estrutura de propriedade pode importar de várias maneiras: a propriedade pode influenciar, por exemplo, na disponibilidade de recursos de P&D, como subsídios governamentais que são mais prontamente disponíveis para o setor estatal; os retornos da inovação também podem variar entre os tipos de propriedade, devido a diferenças nos sistemas fiscais e aplicação dos direitos de propriedade intelectual.

No Brasil, de acordo com o TCU, no ano de 2012 as empresas estatais de setores como petróleo e gás natural, elétrico e financeiro investiram R\$ 98 bilhões com a aquisição de bens classificáveis no ativo imobilizado, quantia que correspondeu a 92,8% do valor orçamentário autorizado para esse fim (GRÁFICO 2) e que superou em 18,8% o valor aplicado em 2011. Conforme o portal Contas Abertas, em 2013 os investimentos das estatais apresentaram alta de 7% em relação a 2012 e, considerando-se as regiões geográficas, a região Sudeste recebeu o maior volume dos investimentos realizados pelas estatais federais nos cinco primeiros bimestres de 2013, com 32,2% do total, seguida por Nordeste (16,9%), Sul (2,4%), Norte (2,3%) e Centro-Oeste (0,3%).

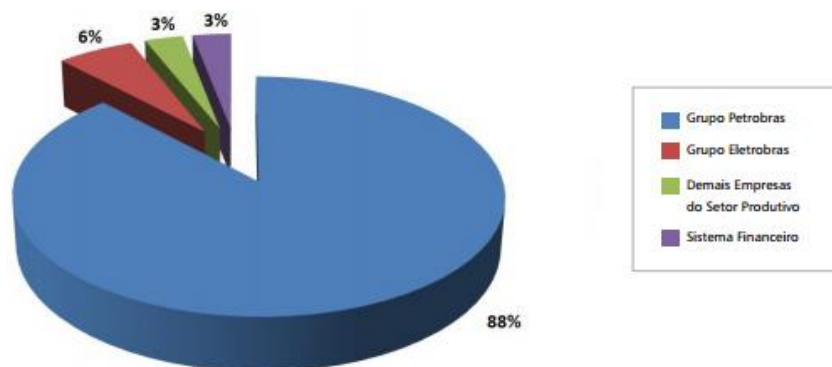


Gráfico 2 – Investimentos das estatais brasileiras em cada setor de atividade

Fonte: Tribunal de Contas da União (2013)

Ainda segundo o portal Contas Abertas, em 2013 as SOEs brasileiras investiram R\$ 113,5 bilhões, sendo o maior montante aplicado pelo setor em 15 anos e esse valor aplicado é 140% superior aos R\$ 47,3 bilhões investidos pela União (Executivo, Legislativo e Judiciário) no mesmo período. Em 2014 as estatais continuam no mesmo ritmo de investimentos, na qual no primeiro bimestre de 2014 foram investidos R\$ 14,7 bilhões, valor recorde histórico para o período, superando em 6,3% o recorde anterior, registrado em 2013 (R\$ 13,8 bilhões).

A criação de empregos é outra forma de realização de investimentos nas SOEs e o governo brasileiro atual vem dando provas de que pretende valorizar as suas empresas estatais que atualmente conta com cerca de 500 mil empregados, contra cerca de 339 mil em 2002. A expansão do quadro de pessoal, porém, se concentra nas empresas preexistentes, de maior porte, sendo as maiores empregadoras o Banco do Brasil, Correios, Petrobras, Caixa Econômica Federal e Infraero. (FOLHA DE SÃO PAULO, 2013).

Os investimentos realizados pelas empresas estatais são influenciados por diversos fatores, tais como concorrência, folga de recursos, risco de carreira e monitoramento do *board*. Para Steensma e Yang (2013), o ambiente competitivo em que as empresas estão inseridas pode afetar o investimento realizado pelas SOEs. Como resultado de seu estudo, encontraram que quando a empresa estatal está em um ambiente mais competitivo, o investimento na busca por soluções inovadoras é maior. O estudo de Guldiken (2013) relacionou o monitoramento do *board* com investimentos realizados por empresas estatais e mostrou que na medida em que ocorre o aumento do nível de monitoramento do *board*, os investimentos em P&D aumentam.

Porém, após um certo ponto, o monitoramento do *board* distorce os esforços dos gestores para a redução do risco, resultando em baixos investimentos em P&D.

Outro fator que afeta o investimento realizado pelas empresas estatais é o risco de carreira, na qual os gestores das SOEs têm mais incentivo para realizarem investimentos em virtude do baixo risco de serem demitidos caso os investimentos realizados não obtenham o sucesso desejado (AGHION; VAN REENEN; ZINGALES, 2008). A folga de recursos também pode influenciar o nível de investimentos realizados pelas empresas estatais. Nesse sentido, quando a empresa tem pouca folga de recursos, o nível de investimento pode ser menor porque a empresa tende a descartar a utilização de recursos em projetos cujo sucesso é incerto e, por outro lado, a sobra de recursos pode justamente permitir o investimento nesse tipo de projeto (NOHRIA; GULATI, 1996).

### **2.3 Conflitos de agência**

A partir do estudo sobre a relação entre a separação da propriedade e a gestão em grandes empresas norte-americanas de Berle e Means (1932), vários estudos se propuseram a analisar o conflito de interesses que existe entre os gestores e os acionistas das companhias, dando origem à teoria da agência, que se fundamenta em pressupostos que dão origem ao aparecimento de custos de agência. Esse tema é de muita relevância principalmente por gerar consequências para o desempenho empresarial, quando o proprietário (principal) visa monitorar as atividades do gestor (agente) na tentativa de evitar que esse utilize seu acesso a informações privilegiadas em benefício próprio.

Conforme La Porta *et al.* (2000b, p. 3), uma das principais soluções para os problemas de agência é a lei, na qual leis corporativas dão aos investidores externos, incluindo acionistas, certos poderes para proteger seus investimentos contra a expropriação por parte dos gestores. Esses poderes, no caso dos acionistas, podem ser o direito de receber os mesmos dividendos por ação, direito de votar quando assuntos corporativos importantes estão em pauta, incluindo a eleição de diretores, ou direito de processar a empresa por danos. O próprio fato de que esta proteção legal existe provavelmente explica por que se tornar um acionista minoritário é uma estratégia de investimento viável, ao contrário de ser apenas uma doação pura e simples de dinheiro a estranhos que estão sob pouca ou nenhuma obrigação de devolvê-lo.

Contudo, a proteção jurídica dos investidores externos, que consiste no conteúdo e na qualidade das leis, pode variar significativamente entre países. Nesse caso, alguns países, principalmente os ricos que são baseados no direito comum, como os Estados Unidos e Reino Unido, fornecem proteção efetiva dos acionistas minoritários para evitar a expropriação de ativos corporativos. Em outros países, a condição de investidor externo é mais precária, mas ainda existindo alguma proteção. Em geral os países que adotam o regime de direito comum parecem ter uma melhor proteção legal aos acionistas minoritários, comparando-se com os países que adotam o direito civil (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1998).

A estrutura de propriedade também pode determinar o grau de expropriação nas firmas. Quando o controle da empresa está dissipado entre vários investidores e nenhum tem poder para, isoladamente, controlar as decisões da firma, a proteção aos investidores é maior, reduzindo o risco de expropriação. O estudo de La Porta *et al.* (1999) mostrou que os países com fraca proteção ao investidor geralmente exibem um controle mais concentrado da propriedade do que os países com uma boa proteção aos investidores. No primeiro caso, até mesmo as maiores empresas geralmente possuem uma propriedade mais concentrada, quer seja representada pelo Estado ou por famílias que fundaram ou adquiriam essas empresas.

#### **2.4 Conflitos entre Principal-Principal**

Diferentemente do conflito entre Principal e Agente (PA), que ocorre entre acionistas e gestores, o conflito entre Principal-Principal (PP) ocorre entre duas categorias de principal: acionistas controladores e acionistas minoritários (FIGURA 1). O conflito de interesses entre acionistas tem sido tratado na literatura como conflito PP, que é definido como uma incongruência entre os objetivos dos acionistas de uma firma, particularmente, entre o controlador e os acionistas minoritários. A concentração da propriedade e um ambiente com instituições fracas são consideradas as principais causas desse conflito (PENG; WANG; JIANG, 2008; LI; QIAN, 2013).

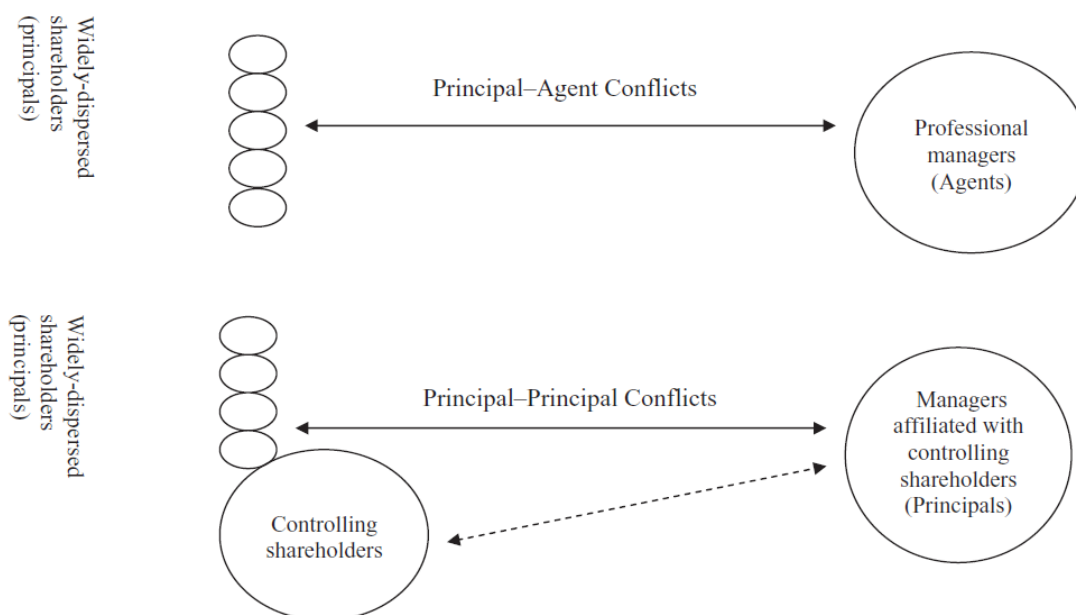


Figura 1 – Conflito entre Principal e Agente *versus* conflito entre Principal-Principal  
 Fonte: Young *et al.* (2008, p. 200)

Conforme Li e Qian (2013), os conflitos entre Principal-Principal ocorrem com mais frequência em economias em transição, onde os direitos de propriedade são fracos e existem poucas leis de proteção ao acionista minoritário. Nesta situação, o acionista minoritário pode ser prejudicado quando o Estado é o acionista majoritário, tendo em vista que podem ser tomadas medidas que não maximizem o benefício dos acionistas minoritários, entretanto, podem ser ações de ordem política que visam o melhor para o país. Para Young *et al.* (2008), o conflito entre PP promove um aumento do custo de capital das empresas e aquelas que apresentam esse tipo de conflito têm que pagar dividendos mais elevados para atraírem os investidores. Então, o fato da empresa pagar maiores dividendos pode ser a razão pela qual os acionistas minoritários toleram o risco de expropriação.

O Quadro 1 descreve as diferenças entre os conflitos PA e PP. Muitas destas diferenças são oriundas em função dos ambientes institucionais serem distintos como, por exemplo, em economias desenvolvidas a proteção institucional dos acionistas minoritários define um limite superior sobre o potencial de expropriação dos acionistas majoritários, mas, tal proteção é geralmente carente em economias emergentes. Outro ponto abordado é o *board*, que é o mecanismo interno de governança primário em economias desenvolvidas e necessita de um forte e complexo apoio institucional para que opere adequadamente. Contudo, em economias

emergentes, esse suporte é fraco, o que o torna menos eficaz no seu papel de monitoramento e controle (YOUNG *et al.*, 2008).

|  | <b>Conflitos entre PA</b> (variedade anglo-americana da teoria da agência)   | <b>Conflitos entre PP</b> (ocorrem em economias emergentes)   |
|--|--|---|
| Incongruência dos objetivos                        | Entre fragmentados e dispersos acionistas e gestores   | Entre acionistas controladores e acionistas minoritários  |
| Manifestações                                      | As estratégias que beneficiem os gestores arraigados em detrimento dos acionistas em geral   | Estratégias que beneficiam controladores em detrimento dos acionistas minoritários  |
| Proteção institucional aos acionistas minoritários | Restrições formais definem um limite sobre o potencial de expropriação dos acionistas majoritários. Normas informais geralmente aderem à maximização da riqueza dos acionistas   | Proteção institucional formal é muitas vezes inexistente, corrupta ou não cumprida. Normas informais geralmente favorecem os interesses dos acionistas controladores sobre os acionistas minoritários |
| Mercado para o controle corporativo                | Ativo como um mecanismo de governança "de último recurso"  | Inativo mesmo em princípio. Propriedade concentrada frustra noções de aquisição   |
| Padrão de propriedade                              | Dispersa: mantendo entre 5-20% de capital próprio é considerado "propriedade concentrada". Um acionista com 5% de participação no capital é considerado como um grande acionista ( <i>blockholder</i> )  | Concentrada: muitas vezes mais de 50% do capital é detido pela controladora   |
| <i>Board</i>                                       | Instituições jurídicas e sociais legítimas com dever fiduciário de proteger os interesses dos acionistas   | Nas economias emergentes os <i>boards</i> muitas vezes ainda têm de estabelecer a legitimidade institucional e, portanto, são ineficazes  |
| Topo do gerenciamento                              | Gestores profissionais que muitas vezes são de carreira ou são contratados de fora depois de extensa pesquisa e análise das qualificações. São monitorados internamente por conselhos de administração e externamente pelo mercado de trabalho gerencial | Normalmente são os membros da família ou colegas. São monitorados principalmente pela própria família ou por auto-regulação aderindo a "acordos de cavalheiros"                                       |

Quadro 1 – Conflito Principal-Agente *versus* Principal-Principal

Fonte: Young *et al.* (2008)

A Figura 2 ilustra os antecedentes e os resultados do modelo de conflito entre PP. As condições institucionais nas economias emergentes podem criar situações em que aumentem os custos de monitoramento e de cumprimento de contratos. A concentração de propriedade, situação em que os acionistas controladores são frequentemente associados com famílias e/ou grupo empresarial, é a alternativa mais comum de governança corporativa nesse ambiente. Quando isso ocorre, os acionistas controladores têm a motivação e os meios para explorar as

suas posições. Contudo, diante da concentração da propriedade, pode-se gerar um conflito entre PP, tendo em vista que podem ocorrer conflitos entre os objetivos do acionista controlador e dos acionistas minoritários.

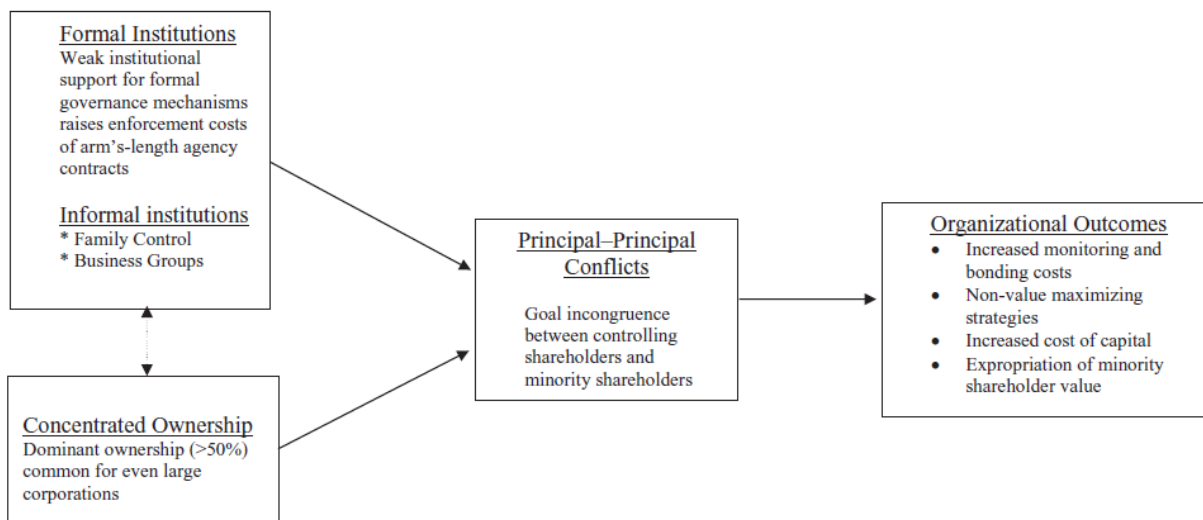


Figura 2 – Antecedentes e resultados do conflito entre PP  
Fonte: Young *et al.* (2008)

## 2.5 Governança Corporativa

As definições de governança corporativa geralmente possuem enfoque financeiro, abordando os mecanismos que tentam garantir o acesso e o controle dos recursos por parte dos investidores. Shleifer e Vishny (1997) definem governança corporativa referindo-se à maneira pela qual os investidores asseguram-se de um retorno sobre seu investimento. A governança corporativa também pode ser descrita como princípios que norteiam o processo decisório nas organizações, tendo como principal objetivo evitar os problemas de agência, que surgem quando as decisões de uma parte (chamada agente) podem interferir no interesse de outra (chamada de principal). Em princípio as decisões tomadas pelo agente deveriam beneficiar o principal, contudo, na prática ocorrem muitas situações na qual ocorre o conflito de interesses entre as duas partes, o que pode gerar ocasiões em que o agente se porte de maneira oportunista (referida na literatura como *moral hazard* ou oportunismo). Portanto, os mecanismos de controle da governança corporativa tentam minimizar o oportunismo (FAMA, 1980), garantindo o alinhamento do interesse dos acionistas às práticas gerenciais adotadas pela empresa.

O *moral hazard* pode surgir quando as decisões dos indivíduos afetam a distribuição do resultado da companhia. Essa situação é comum no mercado de seguros, na contratação de trabalho e na delegação de responsabilidade para a tomada de decisões. A fonte desse perigo moral ou problema de incentivo é uma assimetria de informações entre os indivíduos, resultado da impossibilidade de observar as ações individuais. Um remédio natural para solucionar esse problema é investir recursos no monitoramento das ações dos empregados e na aquisição de informações para serem usadas no processo de contratação de empregados (HÖLMSTROM, 1979).

Para a OECD (2004, p. 11), a governança corporativa envolve um conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, seu conselho de administração, seus acionistas e outras partes interessadas e também fornece a estrutura que permite a definição dos objetivos da empresa, bem como os mecanismos para acompanhá-los e alcançá-los. Uma boa governança corporativa deve fornecer incentivos adequados para que a diretoria e a administração alcancem os objetivos de interesse da empresa e de seus acionistas. A presença de um sistema de governança corporativa eficaz, tanto dentro de uma empresa quanto em uma economia como um todo, ajuda a fornecer um grau de confiança que é necessário para o bom funcionamento de uma economia de mercado. Como resultado, o custo do capital é menor e as empresas são incentivadas a utilizarem os recursos de forma mais eficiente, sustentando assim o crescimento.

Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2014), governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.

A vertente mais aceita sobre a sua origem indica que a governança corporativa surgiu para superar o "conflito de agência" clássico. Nesta situação, o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (administrador) o poder de decisão sobre a empresa (nos termos da lei), situação em que podem surgir divergências no entendimento de cada um dos grupos. Desta forma, cada um considera sua abordagem como a melhor para a empresa e as práticas de governança corporativa são utilizadas com intuito de superar esse conflito. Esse tipo de conflito é mais comum em sociedades como os Estados Unidos e Inglaterra, onde a propriedade das



companhias é mais pulverizada (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC, 2014). O clássico texto de Berle e Means (1932) mostrou que as empresas americanas se encontravam em um sistema de propriedade disperso, provocando muitas situações de oportunismo gerencial decorrentes de conflitos entre gestores e acionistas, o que deu início a uma tentativa de melhorar as práticas de governança.

Contudo, o modelo que se configura na maioria dos países, em especial na América Latina, não é de uma propriedade pulverizada, mas exatamente o oposto. A concentração da propriedade em investidores individuais, famílias, governos ou ainda o controle via acordo entre acionistas tem predominado, configurando cenário no qual o problema principal deixa de ser entre proprietário e gestor para se situar na relação entre acionistas majoritários e minoritários (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1166). Esse fato também ocorre em países da Europa, nesse caso Tuschke e Sanders (2003) realizaram um estudo com 76 empresas alemãs e encontraram que a concentração de propriedade é maior entre as empresas alemãs em comparação com empresas norte americanas. Para La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999), o motivo da alta concentração da propriedade é em virtude de as corporações serem tipicamente controladas por famílias ou pelo Estado e, para Tuschke e Sanders (2003), a concentração afeta a adoção de reformas de governança e, conseqüentemente, as estratégias e performance das firmas.

Para Desender *et al.* (2013) a concentração de propriedade nas empresas europeias é elevada. Os autores explicaram em seu estudo como a estrutura de propriedade da empresa influencia o monitoramento do *board*, propondo que o monitoramento é mais importante quando a propriedade é dispersa. Portanto, é de se esperar uma quantidade maior de membros do *board* com habilidades de monitoramento, já que em ambientes com estrutura de propriedade mais concentrada, os grandes investidores têm o incentivo para coletar informações e monitorar o *board* diretamente (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Bruton *et al.* (2010) analisaram a concentração de propriedade em dois contextos: Reino Unido (como um país de direito comum) e França (como um país de direito civil). Os autores concluíram que a concentração na França é maior do que a do Reino Unido e uma das razões para esse resultado é que o mercado de *Venture Capital* e *Business Angels* é maior e mais desenvolvido no Reino Unido.

O estudo de Thomsen e Pedersen (2000) mostrou que a grande concentração de propriedade (por meio de famílias, bancos, investidores institucionais, governo e outras

empresas) tem implicações importantes para a estratégia e desempenho corporativo. A propriedade institucional foi geralmente associada com altos valores das ações, enquanto uma relação negativa foi encontrada em empresas em que os maiores proprietários eram uma família, outra empresa, ou o governo. Além disso, a concentração de propriedade pode afetar os investimentos realizados pelas empresas, visto que uma grande concentração de propriedade pode gerar expropriação por parte dos acionistas controladores em relação aos acionistas minoritários (LI; QIAN, 2013).

La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) desenvolveram um índice, baseado nos direitos de voto, que retrata o grau de proteção aos acionistas minoritários. O índice leva em consideração a ocorrência ou não de seis critérios, ou seja, caso o critério seja válido, ele receberá um ponto e ao final é gerado um número inteiro entre zero e seis (TABELA 1):

- Uma ação – um voto: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia exige que as ações ordinárias representem um voto por ação;
- Permissão por voto por correios: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia permitir que os acionistas enviem seus votos por correio;
- Ações não bloqueadas antes da reunião: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia não permitir que os acionistas depositem suas ações antes da reunião geral dos acionistas, esse mecanismo tenta impedir a venda de votos poucos dias antes da reunião;
- Voto cumulativo ou representação proporcional: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia permitir os acionistas de lançar todos os seus votos para um único candidato a eleição para o conselho de administração (voto cumulativo) ou permitir um mecanismo de representação proporcional no conselho de administração pelo qual os interesses minoritários podem nomear um número proporcional de diretores para o conselho;
- Mecanismos de opressão das minorias: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia garantir ao acionista um local judicial para contestar a decisão de gestão ou o direito de sair da empresa, exigindo que a empresa compre suas ações quando eles se opõem a certas mudanças fundamentais, tais como fusões, alienações de ativos e mudanças nos artigos da incorporação;
- Direito de preferência: é igual a um se o código comercial ou de direito da companhia concede acionista a primeira oportunidade de comprar novas emissões de ações;

- Percentagem do capital social para chamar uma Assembleia Geral Extraordinária: refere-se ao percentual mínimo de participação do capital social que permite a um acionista para convocar uma Assembleia Geral Extraordinária (soma-se um ponto quando esse percentual é menor ou igual a 10%).

Os dados sobre os 48 países componentes da amostra do índice estão na Tabela 1. O índice indica o quão o sistema legal favorece os acionistas minoritários contra gestores ou acionistas controladores nos processos de decisão da companhia, incluindo o processo de voto. O Brasil, por exemplo, obteve três pontos, ficando em uma posição intermediária, que é a mesma para a maioria dos países, na qual doze deles apresentaram dois pontos e 13 apresentaram três pontos. No topo da pontuação apenas oito países (África do Sul, Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Paquistão e Reino Unido) obtiveram cinco pontos, o que demonstra que nesses países existe uma maior proteção aos direitos dos acionistas.

Tabela 1 – Índice de direitos anticontrolador

| País          | Voto por correio | Ações não bloqueadas | Repres. Proporcional | Minoria oprimida | Direito de subscrever | Assembleia Extraord. | Direitos anticontrolador |
|---------------|------------------|----------------------|----------------------|------------------|-----------------------|----------------------|--------------------------|
| Bélgica       | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,2                  | 0                        |
| Alemanha      | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,05                 | 1                        |
| Itália        | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,2                  | 1                        |
| Jordânia      | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,25                 | 1                        |
| México        | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,33                 | 1                        |
| Venezuela     | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,2                  | 1                        |
| Áustria       | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,05                 | 2                        |
| Dinamarca     | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,1                  | 2                        |
| Egito         | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,1                  | 2                        |
| Equador       | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,25                 | 2                        |
| Grécia        | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,05                 | 2                        |
| Holanda       | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,1                  | 2                        |
| Indonésia     | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,1                  | 2                        |
| Suíça         | 0                | 0                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,1                  | 2                        |
| Tailândia     | 0                | 1                    | 1                    | 0                | 0                     | 0,2                  | 2                        |
| Turquia       | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 0                     | 0,1                  | 2                        |
| Uruguai       | 0                | 0                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,2                  | 2                        |
| Coréia do Sul | 0                | 0                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 2                        |
| Brasil        | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 3                        |
| Colômbia      | 0                | 1                    | 1                    | 0                | 1                     | 0,25                 | 3                        |
| Filipinas     | 0                | 1                    | 1                    | 1                | 0                     | aberto               | 3                        |
| Finlândia     | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,1                  | 3                        |
| Israel        | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,1                  | 3                        |

Tabela 1 – Índice de direitos anticontrolador (cont.)

| País          | Voto por correio | Ações não bloqueadas | Repres. Proporcional | Minoria oprimida | Direito de subscrever | Assembleia Extraord. | Direitos anticontrolador |
|---------------|------------------|----------------------|----------------------|------------------|-----------------------|----------------------|--------------------------|
| Nigéria       | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,1                  | 3                        |
| Peru          | 0                | 1                    | 1                    | 0                | 1                     | 0,2                  | 3                        |
| Portugal      | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,05                 | 3                        |
| Quênia        | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,1                  | 3                        |
| Suécia        | 0                | 1                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,1                  | 3                        |
| Taiwan        | 0                | 0                    | 1                    | 1                | 0                     | 0,03                 | 3                        |
| Zimbábue      | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 3                        |
| Sri Lanka     | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,1                  | 3                        |
| Argentina     | 0                | 0                    | 1                    | 1                | 1                     | 0,05                 | 4                        |
| Cingapura     | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 4                        |
| Espanha       | 0                | 0                    | 1                    | 1                | 1                     | 0,05                 | 4                        |
| Irlanda       | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 4                        |
| Japão         | 0                | 1                    | 1                    | 1                | 0                     | 0,03                 | 4                        |
| Malásia       | 0                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 4                        |
| Austrália     | 1                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 4                        |
| Noruega       | 1                | 1                    | 0                    | 0                | 1                     | 0,1                  | 4                        |
| Nova Zelândia | 1                | 1                    | 0                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 4                        |
| África do Sul | 1                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,05                 | 5                        |
| Chile         | 0                | 1                    | 1                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 5                        |
| Índia         | 0                | 1                    | 1                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 5                        |
| Paquistão     | 0                | 1                    | 1                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 5                        |
| Canadá        | 1                | 1                    | 1                    | 1                | 0                     | 0,05                 | 5                        |
| Hong Kong     | 1                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 5                        |
| Reino Unido   | 1                | 1                    | 0                    | 1                | 1                     | 0,1                  | 5                        |
| EUA           | 1                | 1                    | 1                    | 1                | 0                     | 0,1                  | 5                        |

Fonte: La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998)

O estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2003) também propôs um índice de governança (o *G-index*), na qual um conjunto de indicadores de governança foi compilado em um índice para medir a força dos direitos dos acionistas frente aos gestores e, em seguida, estudaram a relação empírica entre esse índice e o desempenho das companhias. Os autores construíram o índice agrupando 28 indicadores em cinco categorias: táticas para atrasar licitantes hostis (*Delay*); direitos de voto (*Voting*); proteção do diretor/gestor (*Protection*); outras defesas públicas de aquisição (*Other*); e as leis estaduais (*State*). Assim, a existência de cada indicador gera um ponto e o *G-index* é apenas a soma dos pontos de cada indicador. Como resultado, os autores acharam que a governança corporativa está fortemente correlacionada com o retorno das ações

durante os anos 1990, além disso, as empresas situadas em países mais democráticos obtiveram retornos maiores, foram mais valorizadas, e tiveram um melhor desempenho operacional.

Bebchuk, Cohen e Ferrell (2008) analisaram os indicadores incluídos no índice de governança *G-index* proposto por Gompers, Ishii e Metrick (2003) e, como resultado do seu estudo, foi proposto um novo índice, o *E-index*, na qual é composto por seis categorias: um *board* em que os administradores são divididos em classes distintas (normalmente três) com cada classe sendo eleita para mandatos sobrepostos (*Staggered board*); uma disposição que limita a capacidade dos acionistas por meio de voto da maioria para alterar o estatuto social (*Limitation on amending bylaws*); uma disposição que limita a capacidade dos acionistas por meio de voto da maioria para alterar o alvará da empresa (*Limitation on amending the charter*); a exigência de mais do que a maioria dos acionistas para aprovar uma fusão (*Supermajority to approve a merger*); um acordo de indenização que proporciona benefícios aos membros de gestão/*board* em caso de demissão, rebaixamento ou demissão após uma mudança no controle (*Golden parachute*); um direito ao acionista que é acionado em caso de uma alteração não autorizada no controle que torna a empresa desinteressante financeiramente ou que dilui o poder de voto do adquirente (*Poison pill*). Os autores encontraram uma correlação negativa entre o *E-index* e a avaliação da firma, medida pelo Q de Tobin, bem como com os retornos de ações durante o período de 1990 a 2003.

Para La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998), as diferenças entre as várias medidas de direito dos acionistas são muitas vezes significativas quando as escolas de direito comum (*common-law*) e civil (*civil-law*) são comparadas. Outra questão abordada foi verificar se a diferença na pontuação por origem legal apenas reflete as diferenças de níveis de renda *per capita* dos países. Nesse caso, os autores encontraram uma independência entre o índice de direitos anticontrolador e a renda *per capita*, refletindo a noção de que as normas jurídicas mais protetoras dos investidores são um reflexo de uma maior renda *per capita*. Países que adotaram o direito comum apresentaram uma forte proteção aos acionistas e países que adotaram o direito civil apresentaram uma fraca proteção aos acionistas, independente da renda *per capita* do país.

As diferenças entre os sistemas legais influenciam a governança corporativa nos países, porém existem países que estão em um estágio semelhante de desenvolvimento econômico e têm regras legais que são muito diferentes. Por isso, uma vertente importante procura relacionar as diferenças entre países com algumas características inatas, sugerindo que o nível de proteção

dos investidores de um país pode ser influenciado por fatores de longa data, como a origem legal do país, sua cultura e ideologia ou a religião de sua população (BEBCHUK; WEISBACH, 2010). Mas, tendo em vista que a proteção dos investidores pode mudar consideravelmente ao longo do tempo, essa alteração pode ser, pelo menos em parte, influenciada por agentes políticos.

### 2.5.1 Governança Corporativa e Empresas Estatais

As ferramentas de governança corporativa também dependem de fatores como o ambiente legal, regulatório e institucional dos países. As questões de governança corporativa também surgem porque em alguns contextos os acionistas controladores têm mais poder do que os acionistas minoritários (OECD, 2004). Portanto, para minimizar as deficiências das instituições em garantir os direitos da população ou simplesmente por questões ideológicas, o governo justifica a sua atuação como proprietário de empresas (ESFAHANI; ARDAKANI, 2002). A orientação ideológica de governo segue uma visão mais nacionalista e as teorias sobre a propriedade estatal focam-se no papel das empresas na redistribuição da renda, embora essa justificativa não seja capaz de explicar plenamente esse papel, dado que políticas tributárias e subsídios poderiam ser utilizados como alternativas mais eficientes (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1169).

Em muitos países da *Organization for Economic Co-Operation and Development* – OECD, o Estado continua a ser um proprietário significativo de empresas comerciais que operam em mercados competitivos. A propriedade estatal inclui empresas em vários setores, nomeadamente serviços públicos e de infraestrutura, como energia, transportes e telecomunicações, sendo geralmente as empresas mais importantes do setor. A propriedade do Estado se dá geralmente por meio da participação nos ativos das empresas, quer seja total ou parcialmente. Além disso, não é incomum para o Estado, como resultado da privatização parcial ou intervenção direta, manter participações acionárias significativas em grandes empresas de capital aberto (OECD, 2004).

Contudo, as estatais enfrentam dificuldades específicas em relação à governança, que derivam de uma série de características que podem ser mais ou menos intensas, dependendo das tradições administrativas dos países, da história recente das reformas do setor estatal e do grau de liberalização das economias em questão. Outra característica das SOEs é que elas estão

protegidas contra duas ameaças que são corriqueiras no cotidiano das empresas privadas: aquisição e falência (OECD, 2004). Como consequência, as estatais possuem um orçamento maior e geralmente atuam em setores em que foram protegidos pelo Estado para evitar a concorrência de empresas privadas (STEENSMA; YANG, 2013).

Outras dificuldades em relação à governança nas SOEs podem surgir do fato de que nesse tipo de empresa não há claramente um dono, mas vários proprietários que competem por objetivos muito diferentes. Até mesmo os gestores das estatais podem perseguir objetivos diferentes daqueles formulados pela companhia, gerando uma complexa cadeia de agência com os vários diretores, tendo em vista que esses podem ser agentes de ministérios, parlamento ou de outros grupos de interesse.

Além disso, existem outras especificidades quanto à aplicação das práticas de governança nas empresas estatais, como restrições orçamentárias mais brandas e padrões de prestação de contas e transparência diferentes daqueles exigidos para o setor privado, que podem blindá-las quanto à falência ou quanto a investimentos mal feitos, o que pode gerar uma facilidade em mascarar os dados apresentados (OECD, 2004).

O Grupo de Governança Corporativa do World Bank desenvolveu um conjunto de ferramentas para identificar os pontos fortes e fracos da estrutura de governança corporativa das empresas públicas, tendo como objetivo ajudar as autoridades governamentais para o desenvolvimento de uma política de governança corporativa e plano de ação para suas empresas estatais. Essas ferramentas abordam os principais aspectos de governança corporativa das SOEs (WORLD BANK, 2014):

- Objetivos de propriedade: definir e limitar os objetivos estatais pode ajudar a reduzir a interferência política, esclarecendo as metas de gestão, melhorando o monitoramento do desempenho e reduzindo as oportunidades de corrupção;
- Proprietários fortes: um proprietário ideal elege ou nomeia as melhores pessoas que pode encontrar para o conselho de administração, define claramente as metas, monitora o desempenho da empresa, faz alterações no *board*, se necessário, e fornece capital para financiar planos de expansão;
- Transparência e divulgação: apesar da "propriedade pública", muitas SOEs carecem de transparência. Melhorar a governança da SOE pode melhorar o monitoramento do

desempenho, aumentar a prestação de contas em todos os níveis, e mitigar as condições em que a corrupção pode florescer;

- Conselhos de Administração: os conselhos das estatais raramente desempenham um papel verdadeiro de governança corporativa. Os conselhos tendem a agir como um "parlamento", representando as várias partes interessadas. Implantar o mesmo nível de aumento da autoridade, autonomia e profissionalismo como ocorre nas empresas privadas pode ajudar a melhorar o desempenho do *board* das estatais;
- As relações com os demais acionistas e partes interessadas: as estatais lidam com poderosos *stakeholders*, incluindo os consumidores, comunidades, credores estatais e funcionários. Os acionistas minoritários nas empresas controladas pelo Estado devem ter os mesmos direitos legais que os acionistas de outras empresas e devem ser tratados de forma igual.

A OECD propôs em 2005 um documento com seis tópicos que abordam questões de governança corporativa para SOEs dos seus países-membros. Cada um dos tópicos apresenta uma diretriz geral e, em seguida, são sugeridas diretrizes mais específicas sobre o tema abordado (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1172):

I. Assegurar um arcabouço legal e de regulação efetivo para as empresas estatais;

A base do referencial legal e regulatório das SOEs tem que ser elaborada de maneira que assegure um ambiente de atuação para essas empresas em áreas onde a competição entre elas e o setor privado promova boas práticas de governança corporativa. O objetivo deste tópico é deixar claro qual o espaço de atuação da SOE em relação às empresas privadas, para evitar privilégios oriundos das funções públicas. Nesse sentido, deve-se seguir os seguintes princípios de governança corporativa (OECD, 2004):

- Deve existir uma clara separação entre a função de propriedade exercida pelo Estado e as demais funções;
- Os governos devem simplificar a forma legal da estatal de modo a assegurar o exercício dos direitos de seus credores, inclusive quanto à pedidos de insolvência;
- As obrigações e responsabilidades da SOE devem ser claramente discriminadas nas leis e normas;
- As SOEs devem se submeter à aplicação das leis gerais e normativas;



- O arcabouço legal deve permitir ajustes na estrutura de capital;
- As SOEs devem se relacionar em bases estritamente comerciais com fornecedores de recursos financeiros.

## II. O Estado atuando como proprietário;

Essa é certamente a área com as propostas mais inovadoras da OECD, principalmente quanto à recomendação de um órgão centralizador do exercício de propriedade estatal nas empresas e o processo de escolha de conselheiros (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008). O Estado, além de proprietário, deve garantir uma estrutura de governança corporativa transparente e profissional, seguindo os seguintes princípios:

- O governo tem o papel de desenvolver e divulgar uma política de propriedade na qual contemple os objetivos globais da propriedade estatal, o seu papel na governança corporativa das SOEs e como irá implementar sua política de propriedade;
- O Estado não deve se envolver nas atividades cotidianas e operacionais das empresas;
- O governo deve respeitar a independência do *board* das SOEs para que eles exerçam suas responsabilidades;
- Os direitos de propriedade devem ser claramente identificados na administração estatal;
- O Estado deve promover um processo transparente de escolha dos conselheiros, acompanhar e avaliar as empresas, garantir um sistema de remuneração aos conselheiros de forma a atrair pessoal qualificado, bem como de mantê-los no *board*.

## III. Tratamento equitativo dos acionistas;

O governo deve garantir que todos os acionistas devem ter seus direitos assegurados quanto ao acesso à informações da empresa, como definido nos princípios de governança corporativa constantes na OECD. Portanto, as SOEs devem ser exemplares nesse quesito e promover um tratamento igual entre os acionistas:

- As empresas devem apresentar um alto grau de transparência para todos os acionistas;
- As SOEs devem promover uma política de consulta e comunicação com todos os acionistas;

- Os acionistas minoritários devem ter a participação garantida e facilitada em assembleias para que façam parte de decisões importantes, como, por exemplo, a escolha dos membros do *board*.

A diretriz, e recomendações vinculadas, delineadas nessa área são aplicáveis às estatais constituídas na forma de sociedade anônima, particularmente aquelas de capital aberto e com ações negociadas em bolsas de valores. No caso das estatais federais brasileiras, de um total de 135 empresas, incluindo subsidiárias, apenas oito (Banco do Brasil, Petrobras, Eletrobrás, Basa, BNB, BEC, Besc e BEP) se enquadram nessa situação de capital aberto e apenas as três primeiras apresentam volume significativo de transações de suas ações (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008).

Porém, mesmo em pequena quantidade, as SOEs brasileiras possuem grande relevância econômica: destacam-se o Grupo Petrobras, que reúne 16 empresas, na qual investiu R\$ 99,2 bilhões em 2013, apresentando crescimento de 15,4% ante 2012, a Eletrobrás, que investiu R\$ 7,2 bilhões em 2013, 22,9% mais do que em 2012 e a Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero) que desembolsou R\$ 1,6 bilhões em 2013, 23,9% mais do que em 2012 (EBC, 2014).

#### IV. Relações com *stakeholders*;

A política de propriedade das SOEs deve reconhecer suas responsabilidades perante aos seus grupos de interesse (*stakeholders*) e tem que divulgar seus termos e práticas de relacionamento com os *stakeholders*. Um bom relacionamento com os *stakeholders* pode ser considerado um importante ativo intangível para as SOEs e cabe a elas disseminar um comportamento ético que promova um relacionamento de longo prazo.

Assim, a OECD recomenda as seguintes diretrizes:

- O Estado e as próprias SOEs têm que reconhecer e proteger os direitos dos seus *stakeholders*;
- As grandes SOEs ou as que possuem capital aberto devem fornecer relatórios comunicando suas relações com seus *stakeholders*;
- O *board* da SOE deve tem que desenvolver e aplicar um código de ética interno.

## V. Transparência e abertura das informações (*disclosure*);

As SOEs têm que se adequar aos elevados padrões de transparência exigidos pela OECD. As novidades desta área para as empresas estatais estão, principalmente, na recomendação de relatório agregado sobre o conjunto das empresas. Embora possa se argumentar quanto à dificuldade da produção de tal documento, a possibilidade de uma visão consolidada sobre a função da propriedade estatal e suas práticas de gestão e desempenho acarretará avanços significativos para a transparência de todo o sistema estatal (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008).

- As SOEs devem fornecer e divulgar relatórios sobre elas;
- As empresas estatais são obrigadas a desenvolver funções de auditoria interna;
- As SOEs, principalmente as maiores, também devem se sujeitar a auditoria externa anual, seguindo os padrões internacionais;
- As empresas estatais devem passar pelos mesmos padrões de auditoria de empresas com capital aberto, mesmo aquelas que não são listadas em bolsa. Além disso, as SOEs devem divulgar suas informações financeiras e não financeiras de acordo com as práticas internacionais;
- As estatais são obrigadas a gerar informações sobre todos os tópicos contemplados nos princípios de governança corporativa descritos pela OECD e focar em áreas de alta importância para o Estado e para o público em geral, como, por exemplo, uma clara definição dos objetivos, relatórios que reportem o cumprimento desses objetivos e a transparência nas votações.

Uma vez que a sociedade é, em última instância, a proprietária das empresas estatais — o que representa uma complexa relação de agência — cabe às estatais serem, no mínimo, tão transparentes quanto às corporações privadas. Dada sua importância para promover as boas práticas de governança corporativa no país, é correto recomendar que princípios de transparência sejam seguidos de forma exemplar.

O documento da OECD destaca que, quando uma estatal também é utilizada para propósitos políticos, deve ser reportado como tais propósitos foram alcançados e a que custo. O documento lembra também que, sem adequada informação sobre fatores de risco, essas

empresas podem dar uma falsa representação de sua situação financeira e desempenho global. Além disso, recomenda que a abertura do risco deva ser considerada prioridade em setores recentemente liberalizados ou crescentemente internacionalizados. Essa abertura requer o estabelecimento de sólido sistema interno de gestão de risco para identificar, gerenciar, controlar e reportar esses riscos, reportando também os denominados itens *off-balance sheet*, referentes a aspectos não incluídos no balanço e que afetam o valor e resultados da empresa como alianças, garantias e arrendamento de equipamentos, bem como estratégias para sua gestão (FONTES FILHO; PICOLIN, 2008, p. 1182).

#### VI. Responsabilidades do conselho de administração da empresa estatal;

O *board* das SOEs deve possuir autoridade e competência para desempenhar suas funções de condutores da estratégia da companhia. Portanto, o conselho deve seguir as diretrizes recomendadas pela OECD e agir com integridade:

- Os membros do *board* das SOEs devem ter um tempo de mandato e atribuições bem definidas;
- Os membros do conselho devem possuir competência e experiência adequadas. O *board* também deve ser composto de membros não-executivos e independentes;
- A voz dos empregados deve ser garantida em empresas na qual sua participação no conselho é autorizada;
- O presidente do *board* deve possuir competência para exercer suas atividades e sua função deve ser separada da função do presidente executivo;
- Cabe ao conselho das SOEs monitorar a gestão e o direcionamento estratégico da companhia, bem como recomendar e destituir o presidente executivo e realizar a avaliação anual do desempenho da firma.

### 2.6 A Crise Econômica Mundial de 2008

A crise econômica mundial de 2008, também chamada Crise do Crédito ou Crise Americana, é entendida como um momento de ajuste dos sistemas econômico-financeiros que é endógeno aos mercados de molde capitalista democrático e sempre se segue aos períodos de grande pujança econômica (FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015, p. 239). No início de 2007 surgiram os primeiros sinais de uma aguda crise financeira nos EUA. A crise teve origem

no mercado imobiliário, sobretudo, no segmento denominado de *subprime* (de alto risco). Após o aumento da inadimplência de empréstimos baseados no crédito hipotecário, a oferta de crédito imobiliário sofreu uma forte retração, acarretando em uma queda nas vendas e no preço dos imóveis (CARCANHOLO *et al.*, 2008).

A crise financeira de 2008, que se iniciou em 2007, abalou o mercado financeiro durante os anos seguintes, derrubando bolsas de valores, gerando uma onda de demissões e fechando bancos nos Estados Unidos. Um dos principais acontecimentos da crise foi a quebra, em setembro de 2008, de um dos maiores bancos americano, o Lehman Brothers. Em seguida a crise propagou-se mundialmente e mediu a habilidade dos países em termos de gerenciamento e planejamento da atividade econômica.

Com o aumento da inadimplência e a queda dos preços dos imóveis, os agentes financeiros ficaram sem os recursos necessários para saldar no tempo devido os seus passivos. Com isso, verificou-se elevada descapitalização dos grandes bancos (deterioração de seus balanços) e uma forte redução da liquidez interbancária, que foi se propagando em razão da extrema incerteza. A crise de liquidez estava posta e não tardou muito para que seus efeitos fossem sentidos no conjunto da economia (CARCANHOLO *et al.*, 2008).

Com a falência de diversos bancos em todo o mundo, a oferta de crédito ficou reduzida. Os governos, então, tiveram que aprovar pacotes de estímulo fiscal para tentar compensar a redução da oferta de crédito por parte dos bancos privados. Contudo, as medidas adotadas não se mostraram eficientes principalmente porque os bancos não confiavam mais na capacidade de pagamento dos seus clientes. As incertezas do período de crise fizeram com que os bancos, mesmo com recursos suficientes para viabilizar empréstimos, se negassem a autorizá-los, o que promoveu um aprofundamento da crise.

### 3 ARGUMENTO DA PESQUISA E FORMULAÇÃO DE HIPÓTESES

Descrever as *State-Owned Enterprises* (SOEs) é um grande desafio tanto devido aos seus objetivos organizacionais quanto às características institucionais específicas dos países, que também influenciam o comportamento das mesmas (STAN; PENG; BRUTON, 2013). A literatura tem se destacado entre os diferentes objetivos organizacionais das empresas públicas, ao olhar para o nível de envolvimento político na tomada de decisões das empresas públicas *versus* a orientação para o desempenho econômico-financeiro (STAN; PENG; BRUTON, 2013).

Portanto, o argumento trabalhado neste estudo é de que em um ambiente com maior potencial de conflito entre Principal-Principal, onde a concentração de propriedade é mais frequente (YOUNG *et al.*, 2008), maior é a probabilidade de o governo usar as estatais em benefício próprio. Isso acontece porque a concentração de propriedade é mais frequente em ambientes onde a proteção dos acionistas é fraca. E quanto menor for a proteção ao investidor, menor será a garantia de proteção dos direitos contra a interferência política (LA PORTA *et al.*, 2000a). Sendo assim, este estudo pretende responder a seguinte pergunta: **qual o efeito do ambiente político sobre os investimentos realizados por empresas estatais?** Para responder a esta pergunta, foram formuladas algumas hipóteses que serão abordadas a seguir.

De acordo com Steensma e Yang (2013), empresas que têm o Estado como proprietário possuem orçamentos maleáveis e sobra de recursos, por isso, elas podem ser mais suscetíveis a aceitarem o risco associado com a busca por novas soluções. Desta forma, encorajam seus gestores a aceitarem o risco inerente à atividade de P&D, que pode gerar ganhos de longo prazo (DAVID; HITT; GIMENO, 2001). As SOEs conseguem uma margem maior de recursos do que empresas privadas porque elas disfrutam de maior legitimidade, apoio político, acesso a recursos do governo (empréstimos) e acesso facilitado a oficiais do governo (STEENSMA; YANG, 2013).

Os laços políticos com os governos podem fornecer às empresas o acesso às informações sobre a política e sobre recursos (HILLMAN; ZARDKOOHI; BIERMAN, 1999), o que afeta positivamente a capacidade das empresas para realizar investimentos em atividades de risco (LI; WU; ZAJAC, 2009). Nesta situação, elas terão mais recursos disponíveis e os gestores são

incentivados a utilizarem esses recursos, relativamente abundantes, para buscar potenciais novas soluções de mercado.

Por outro lado, diante do “*soft budget constraint*”<sup>1</sup> (KORNAI, 1979), está implícito para as SOEs a ideia de que elas podem sobreviver sem necessariamente cobrir seus custos e isto encoraja a ineficiência. Além disso, os gestores têm que perseguir objetivos sociais e econômicos e, ao mesmo tempo, tentar balancear a interferência política dos oficiais (LAWSON, 1994), que estão em busca do seu próprio interesse. A decorrência desta interferência é que os interesses dos oficiais não necessariamente estão alinhados com os objetivos das SOEs, podendo, assim, gerar investimentos financeiramente menos eficientes.

A restrição orçamentária das empresas é leve quando o Estado ajuda a firma a lidar com seus problemas. Diante do “*soft budget constraint*”, o Estado age como um seguro universal na qual compensa qualquer perda ou dano. O Estado paternalista garante automaticamente a sobrevivência da firma (KORNAI, 1979, p. 806).

O papel das SOEs varia substancialmente entre os países em virtude de elas serem ao mesmo tempo atores políticos e econômicos que são de propriedade do governo e, além disso, possuem múltiplos objetivos que podem ser conflitantes. Elas são atores políticos porque foram criadas ou nacionalizadas por representantes do Estado para perseguir objetivos políticos e também são agentes econômicos por participarem na economia de mercado através da criação de valor econômico, competindo por clientes e por possuírem ações negociadas em bolsas de valores (ESTRIN *et al.*, 2009).

Porém, apesar da participação acionária do governo, o Estado muitas vezes não tem a capacidade de supervisionar e acompanhar adequadamente as atividades das SOEs. O monitoramento fraco dos gestores e a ausência de constrangimentos externos pode dar à gestão uma liberdade considerável para seguir objetivos particulares (ESTRIN *et al.*, 2009). Em consequência disso e devido ao fato das SOEs possuírem múltiplos objetivos, os gestores destas empresas podem perder o foco em buscar eficiência econômica e aproveitarem a falta de clareza dos objetivos da firma para conseguir ganhos pessoais. Da mesma forma, os políticos podem

---

<sup>1</sup> *Soft budget constraint* existe quando o Estado ajuda a empresa e ela pode ter uma receita maior do que a obtida unicamente por suas vendas.

interferir nas SOEs tentando utilizá-las como mecanismo de transferência de renda para atender às suas necessidades específicas.

Esta situação pode ser mais frequente em ambientes altamente corruptos, pois nesse tipo de ambiente os políticos veem as SOEs como uma oportunidade de extrair renda e tentam influenciá-las de maneira que aumente o potencial para suborno (ESTRIN *et al.*, 2009). Portanto, em países onde não existem leis contra o suborno, os políticos têm mais liberdade para utilizarem as SOEs para tal prática. Quando uma *State-Owned Enterprise* está num ambiente muito competitivo, existe mais informações sobre o quão eficiente ela é em relação aos seus concorrentes. E, na medida em que a sua performance se torna mais transparente, fica mais difícil a utilização dos recursos da companhia para ganhos pessoais (STEENSMA; YANG, 2013). Portanto, como em ambientes mais corruptos a performance das empresas é menos transparente, o governo pode ter mais facilidade em utilizar as SOEs para satisfazer fins políticos.

A corrupção pode ser vista como uma prática que atrapalha o desenvolvimento do comércio, visto que ela representa um desperdício no uso dos recursos que poderiam ser investidos de maneira mais lucrativa. Gray e Kaufmann (1988) utilizaram uma base de dados com mais de 60 países em desenvolvimento para analisar a corrupção e concluíram que ela é o impedimento mais importante para o desenvolvimento econômico mundial e para o crescimento. Bai *et al.* (2013) realizaram um estudo para verificar se o crescimento econômico provoca a diminuição da corrupção e, como resultado, concluíram que o crescimento econômico das empresas provoca uma diminuição do suborno. A Figura 3 mostra uma clara relação negativamente inclinada entre os dois principais índices de corrupção, o Índice de Corrupção Internacional e Transparência e o Índice de Controle da Corrupção do Banco Mundial, e o PIB.



Panel A. Transparency International Corruption Index (2005)



Panel B. World Bank Control of Corruption (2005)

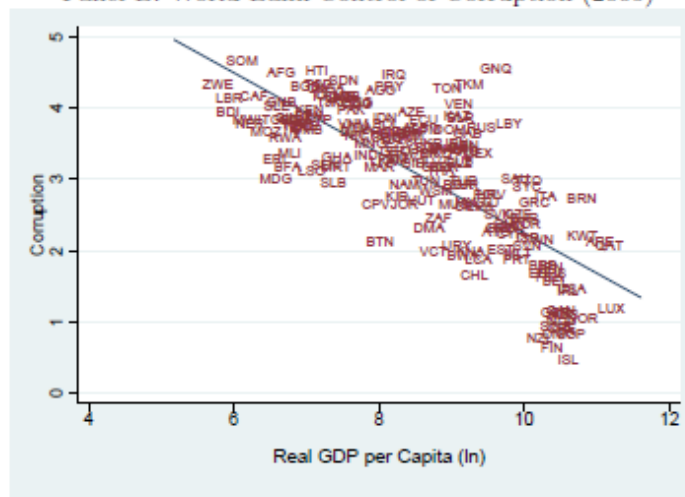


Figura 3 – Relação entre PIB e Corrupção  
 Fonte: Bai *et al.* (2013)

A corrupção política pode ser considerada como um abuso de poder, cargo ou recursos por governantes para ganho pessoal (BARDHAN, 1997; SVENSSON, 2005). Sendo assim, as SOEs são mais propícias para a ocorrência desse tipo de corrupção não porque os empregados são mais corruptos do que os trabalhadores de empresas privadas, mas devido a quantidade de oportunidades para a corrupção. A corrupção pública existe quando um empregado, eleito ou não, usa sua posição no governo para obter benefícios privados e a existência desse tipo de corrupção indica uma falta de respeito às regras e regulamentações das transações econômicas em uma sociedade. Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2003) ilustram esta situação quando definem

a corrupção como a necessidade de realizar pagamentos adicionais e irregulares para conseguir algo em troca.

Como em ambientes mais corruptos os políticos têm mais facilidade para obter ganhos privados, então, o governo pode utilizar as SOEs para conseguir apoio político. A ideia geral é que a corrupção facilita as trocas de benefícios, o que não ocorreria em outros ambientes (AIDT, 2009), nesse caso os políticos podem direcionar os investimentos feitos por empresas estatais não apenas para conseguirem votos para se reelegerem, mas também para conseguirem o apoio necessário para aprovarem um projeto de lei que promova uma mudança na política. Esse tipo de influência é possível porque, conforme Shleifer e Vishny (1994), as SOEs são empresas ineficientes justamente em virtude das pressões que os políticos exercem sobre elas. Estas pressões podem ser para alcançar objetivos políticos como, por exemplo, a alocação da produção em regiões politicamente desejáveis em detrimento de regiões economicamente atrativas.

A literatura já aponta uma relação entre corrupção e governança corporativa, sugerindo que em países com alto nível de corrupção as firmas não apresentam boas práticas de governança. Um ambiente com uma boa governança corporativa garante transparência, divulgações completas e prestação de contas das empresas para todos os seus *stakeholders*. Portanto, um ambiente com fraca governança contribui para a proliferação de corrupção, já que reduz o nível de transparência existente, prejudicando, assim, os interesses dos investidores.

Para La Porta *et al.* (2000a), os direitos de proteção dos acionistas minoritários não são considerados quando há menos ou nenhuma transparência e isto torna-se um "problema de agência" entre gestores e acionistas externos. Sendo assim, em um ambiente com fraca governança corporativa as SOEs não são transparentes quanto às suas ações, o que facilita a influência do governo para direcionar os investimentos realizados por elas. Novamente tem-se um problema relacionado entre Principal-Principal, pois em um ambiente mais corrupto, existe mais facilidade de apropriação por parte do governo, então ele pode influenciar as decisões de investimento das SOEs e conseguir o apoio necessário para a aprovação de seus projetos de lei.

Como a proteção dos direitos dos acionistas minoritários não é considerada em ambientes com pouca ou nenhuma transparência (La Porta *et al.*, 2000a), os políticos podem usar a sua

influência para direcionar os investimentos feitos pelas SOEs com intuito de obter ganhos privados. Quando o ambiente é mais corrupto, a possibilidade da ocorrência do conflito Principal-Principal é maior, pois esse ocorre com mais frequência em ambientes onde o ambiente institucional é fraco. Sendo assim, a eficiência dos investimentos pode ser comprometida, tendo em vista que provavelmente as empresas estatais podem priorizar os objetivos sociais em detrimento dos econômicos.

Se o ambiente político é mais corrupto, os políticos têm mais facilidade para direcionar os investimentos das SOEs e obter ganhos privados. Esta influência pode ser maior em ambientes mais corruptos porque existe uma facilidade de apropriação por parte do governo. A influência dos políticos sobre as SOEs pode ser maior sobre as empresas em que o governo é o acionista majoritário.

Estudos sobre SOEs têm demonstrado que a decisão de realizar investimentos é feita com base em diversos fatores, tais como concorrência (STEENSMA; YANG, 2013), monitoramento do *board* (GULDIKEN, 2013), risco de carreira (AGHION; VAN REENEN; ZINGALES, 2008) e folga de recursos (NOHRIA; GULATI, 1996). Contudo, existe um fator que também exerce influência sobre a decisão de investir e que ainda não foi abordado pela literatura: o ambiente político. Esse tipo de influência é possível porque as SOEs são empresas ineficientes em virtude das pressões que os políticos exercem sobre elas (SHLEIFER; VISHNY, 1994).

Estas pressões podem ser para alcançar objetivos políticos como, por exemplo, a alocação da produção em regiões politicamente desejáveis em detrimento de regiões economicamente atrativas. Portanto, o governo pode direcionar os investimentos das SOEs como moeda de troca, pois, para conseguir a aprovação de seus projetos de lei, ele pode influenciar a alocação dos investimentos das estatais para regiões que são base política de outros políticos que darão o suporte necessário para a aprovação do projeto de lei.

A utilização das estatais como moeda de troca gera um conflito entre Principal-Principal (PP), que é definido como uma incongruência entre os objetivos dos acionistas de uma firma, particularmente, entre o acionista controlador e os acionistas minoritários. As principais causas desse conflito são a concentração da propriedade e um ambiente com instituições fracas (PENG; WANG; JIANG, 2008; LI; QIAN, 2013). Em uma situação em que ocorre o conflito entre Principal-Principal, os gestores das SOEs deveriam representar os interesses dos acionistas,

contudo, em ambientes na qual o direito de propriedade é fraco, a preocupação com o conflito entre PP é maior, pois existem poucas regras para proteger os acionistas minoritários (FACCIO; LANG; YOUNG, 2001).

Esses conflitos podem gerar uma expropriação por parte dos acionistas controladores, na qual privam os acionistas minoritários de retornos aos investimentos (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999; FACCIO; LANG; YOUNG, 2001). Esta expropriação pode assumir várias formas, tais como a inserção de pessoas menos qualificadas (familiares e amigos) em cargos na firma, transferência de ativos a preços abaixo do mercado e o engajamento da firma em atividades que não criam valor para a empresa, mas que promove um avanço na carreira pessoal do gestor (LI; QIAN, 2013; YOUNG *et al.*, 2008). Esta mesma lógica pode ser aplicada às SOEs, nos casos em que os políticos podem usar a sua influência sobre as SOEs em busca de conseguir benefícios que representam seus próprios interesses. Contudo, as ações decorrentes desta influência não estão necessariamente ligadas aos interesses dos acionistas minoritários. Os CEOs das empresas estatais, por sua vez, podem colaborar com os políticos porque eles têm a esperança de conseguir futuras promoções ou para diminuir o risco de perda do emprego (LI; QIAN, 2013).

No caso das SOEs, o acionista majoritário é o Governo e, portanto, há uma tendência para a busca de objetivos estratégicos, que podem ser sociais e econômicos. Nesse caso, a probabilidade de ocorrência de um conflito entre PP é maior, tendo em vista que os acionistas minoritários geralmente buscam investir nas SOEs apenas com objetivos financeiros e sem nenhum comprometimento. Portanto, a influência de um político sobre os investimentos realizados pela empresa estatal pode agravar esse conflito entre PP, já que o governo busca ganhar apoio de políticos e o investimento direcionado por ele pode não agradar aos acionistas da companhia. Este estudo promove uma extensão da análise do conflito entre Principal-Principal apresentado no trabalho de Young *et al.* (2008). A Figura 4 mostra o *framework* (a), que foi originado do estudo de Young *et al.* (2008) e aborda a perspectiva tradicional dos conflitos entre Principal e Agente e Principal e Principal e no *framework* (b) tem-se a proposta desta pesquisa, com a inserção da influência política.

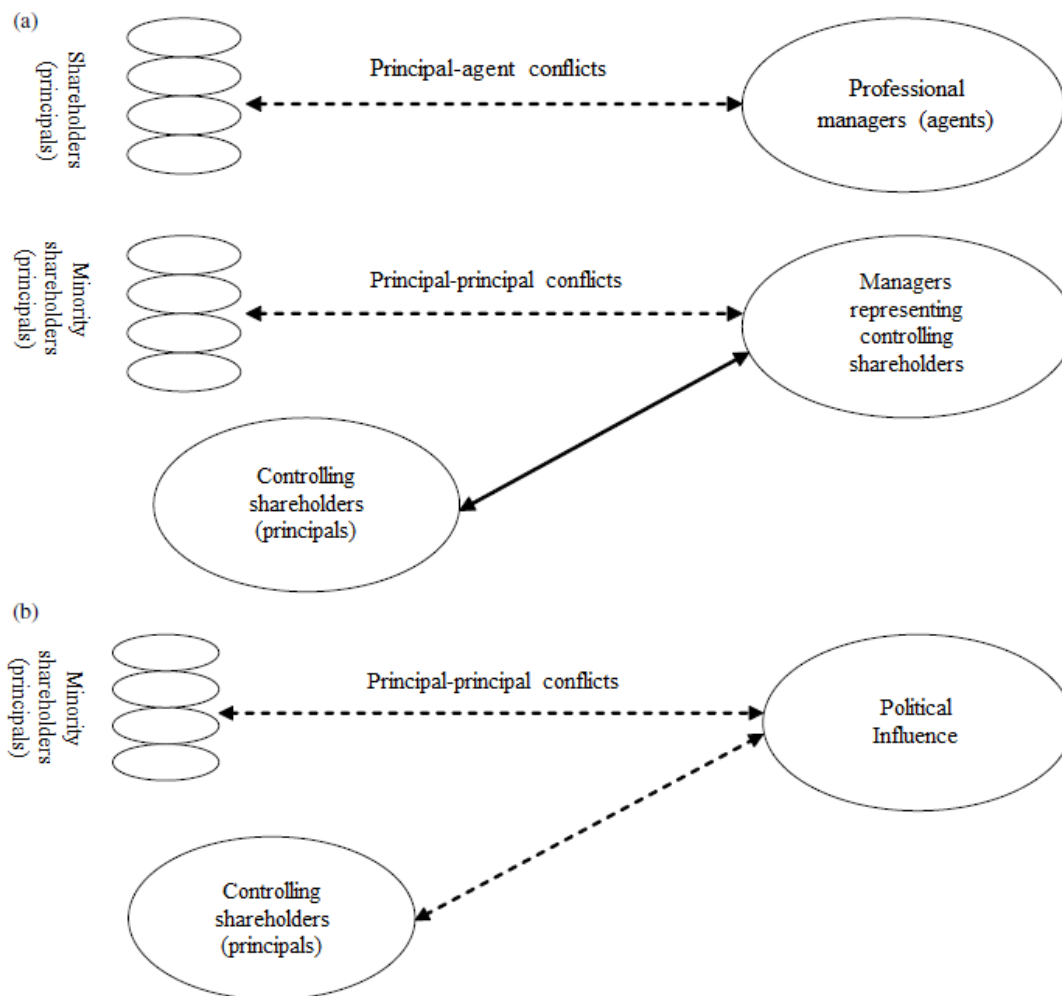


Figura 4 – Extensão do conflito Principal-Principal  
 Fonte: Adaptado de Young *et al.* (2008) e Li e Qian (2013)

Assim, a primeira hipótese deste estudo é desenvolvida da seguinte forma:

**H1: Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas**

Em ambientes com grande potencial de conflito Principal-Principal, a concentração de propriedade é maior (YOUNG *et al.*, 2008), portanto a probabilidade de o governo usar as SOEs para fins privados é maior. As SOEs são controladas por burocratas e políticos e os países não possuem mecanismos de governança para prevenir a busca por objetivos políticos (STAN; PENG; BRUTON, 2013). As SOEs deveriam ter apenas objetivos social e econômicos, contudo, seus gestores também sofrem pressões políticas que podem impedir a busca por

investimentos eficientes. Desta forma, como os investimentos são realizados para garantir ganhos privados/políticos, mas nem sempre eles irão maximizar o seu retorno.

Com uma maior concentração de propriedade, o governo tem mais influência sobre as SOEs, especialmente sobre aquelas em que o governo é o acionista majoritário. Nesse caso, a probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal é maior, assim como a chance de expropriação. Assim, é esperado que companhias que têm o governo como acionista majoritário invistam mais porque os políticos podem usar a sua influência para alcançar ganhos privados e esses investimentos não necessariamente buscam um retorno econômico e financeiro. Desta forma, espera-se que o resultado dos investimentos seja pior nas SOEs em que o estado seja o acionista majoritário.

**H2: Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultados piores do que os das empresas privadas**

Devido à especificidade de cada tipo de investimento, a hipótese 1 será analisada de maneira desdobrada (QUADRO 2). A hipótese H1a (em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas) será analisada por meio da utilização da variável Increase in Investments, que representa os fundos utilizados para aumentar os investimentos a longo prazo. Portanto, espera-se esse resultado, pois em ambientes com maior probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal existem poucas leis de proteção ao acionista minoritário (LI; QIAN, 2013), então os acionistas majoritários podem tomar decisões que os beneficiem em detrimento dos anseios dos acionistas minoritários.

Contudo, como em ambientes com maior probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal a concentração de propriedade é maior (YOUNG *et al.*, 2008), os políticos podem aproveitar o fato do governo ser o acionista majoritário para usar a sua influência sobre as SOEs na tentativa de obter ganhos privados/políticos. Sendo assim, estas pressões políticas podem dificultar a busca por investimentos eficientes, tornando os investimentos das SOEs que têm o governo como acionista majoritário menos eficientes.

Conforme Avsar, Karayalçin e Ulubasoglu (2013), os governos utilizam as SOEs com intuito de tentar diminuir a desigualdade em seu país, pagando salários mais elevados ou contratando mais empregados do que o necessário. Por isso, espera-se que o investimento em empregados seja maior em empresas estatais do que em empresas privadas (H1b). Contudo, espera-se que os resultados dos investimentos sejam piores em SOEs (H2), pois, de acordo com Bai *et al.* (2000), a SOE é utilizada como um importante mecanismo de promoção e manutenção da estabilidade social, por isso os seus gestores podem tentar melhorar esses índices e não dar atenção à maximização do lucro.

Os ativos intangíveis possuem duas importantes características: a não rivalidade e a capacidade e escala (LEV, 2001). A não rivalidade refere-se à capacidade de serem utilizados concomitantemente de diversas formas diferentes. A capacidade de escala indica que os ativos intangíveis são limitados pelo tamanho do mercado, não existindo uma limitação física. As SOEs podem privilegiar o investimento excessivo em ativos intangíveis porque eles possuem algumas restrições (LEV, 2001). Uma grande restrição trata do gerenciamento e mensuração, já que sua administração é mais complexa do que a dos ativos tangíveis. Além disso, as informações gerenciais sobre sua performance são imprecisas e o seu desenvolvimento interno é moroso e arriscado.

Desta forma, espera-se que as SOEs invistam mais em ativos intangíveis do que as privadas, tendo em vista que os políticos podem utilizar a sua influência para aumentar os investimentos das SOEs nesse quesito, pois, já que as informações são mais imprecisas, torna-se mais fácil o uso desses recursos com fins de obter ganhos privados/políticos (H1c). Também se espera que esses investimentos sejam menos eficientes em SOEs do que em empresas privadas porque como os políticos usam sua influência para elevar a quantidade investida em ativos intangíveis somente para obter ganhos privados/políticos, o resultado operacional certamente será comprometido (H2).

Os ativos de curto prazo são compostos por itens do ativo circulante, que são aqueles relacionados aos doze meses subsequentes ao fechamento do exercício. O investimento de curto prazo está relacionado com a rentabilidade das empresas, pois, sabe-se que os ativos circulantes são aplicações de baixa rentabilidade comparando-se com investimentos em ativos permanentes. Mas, por outro lado, são investimentos essenciais para a manutenção das atividades das empresas. Portanto, espera-se que em ambientes com maior potencial de conflito

Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo do que as empresas privadas (H1d).

Isto deve ocorrer porque, devido à interferência política, as empresas estatais investem mais do que o necessário em ativos de curto prazo. Os investimentos de curto prazo são mais fáceis de serem liberados porque, ao contrário dos investimentos de longo prazo, eles não têm um impacto estrutural. Uma quantidade excessiva de ativos de curto prazo pode beneficiar a empresa, pois, se a soma deles for maior que o total de exigíveis a curto prazo, a empresa conseguirá cobrir as suas obrigações de curto prazo. Contudo, se o aumento nos investimentos de curto prazo for originado da influência dos políticos sobre as SOEs, a eficiência desses investimentos poderá não ser levada em consideração. Assim, em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, é esperado que as SOEs que têm o governo como acionista majoritário tenham resultados piores do que as empresas privadas (H2).

| H   | Hipótese   |
|-----|--|
| H1a | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas                                 |
| H1b | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em empregados do que as empresas privadas                   |
| H1c | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis do que as empresas privadas           |
| H1d | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo do que as empresas privadas |
| H1e | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultados piores do que os das empresas privadas                     |
| H2  | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultados piores do que os das empresas privadas                     |

Quadro 2 – Desdobramento de hipóteses

Fonte: Dados da pesquisa



## 4 METODOLOGIA DA PESQUISA

Este estudo se enquadra na concepção filosófica pós-positivista, pois, conforme Creswell (2010), ela representa a forma mais tradicional de pesquisa, é baseada em uma filosofia determinística, na qual as causas provavelmente determinam os efeitos ou resultados e seus problemas refletem a necessidade de identificar e avaliar as causas que influenciam os resultados. A pesquisa a ser realizada será de caráter quantitativo e surge a partir da lacuna teórica existente sobre o assunto estudado, a relação entre o ambiente político e o investimento realizado por empresas estatais. A abordagem quantitativa é comumente utilizada em estudos descritivos, na qual buscam descobrir e classificar a relação de causalidade entre as variáveis estudadas. Para Creswell (2010), a pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis.

Quanto aos objetivos, a metodologia a ser empregada neste estudo possui um caráter exploratório-descritivo. O estudo exploratório serve de base para a formulação das hipóteses, isolando variáveis e relações-chave para análises descritivas (MARCONI; LAKATOS, 2002). Já a fase descritiva conta com o levantamento dos dados e análises estatísticas.

### 4.1 Unidades de Análise

Neste estudo, foram abordadas empresas estatais que estão listadas no mercado de ações e que têm o governo como seu acionista majoritário (com participação de mais de 50% no capital acionário), seguindo a classificação do estudo de Musacchio e Lazzarini (2012), que sugeriram um *framework* dicotômico do capitalismo do Estado na qual ele pode ser investidor majoritário ou minoritário (FIGURA 5). As SOEs são consideradas de "economia mista" por possuírem características de ambos os setores privado e estatal (ESTRIN *et al.*, 2009). Como elas têm o Estado como acionista majoritário, elas podem ser motivadas por diferentes objetivos e não unicamente por lucro econômico e esses são determinados através de um processo político. Além disso, dependendo da economia política específica para o país e dos arranjos institucionais, problemas de agência entre o Estado como proprietário e gerentes de empresas estatais são suscetíveis de surgir (ESTRIN *et al.*, 2009). Ao mesmo tempo, os acionistas privados, que são corriqueiramente investidores financeiros, pressionam a SOE para que ela atue mais como uma empresa privada com fins lucrativos e persiga o lucro econômico.

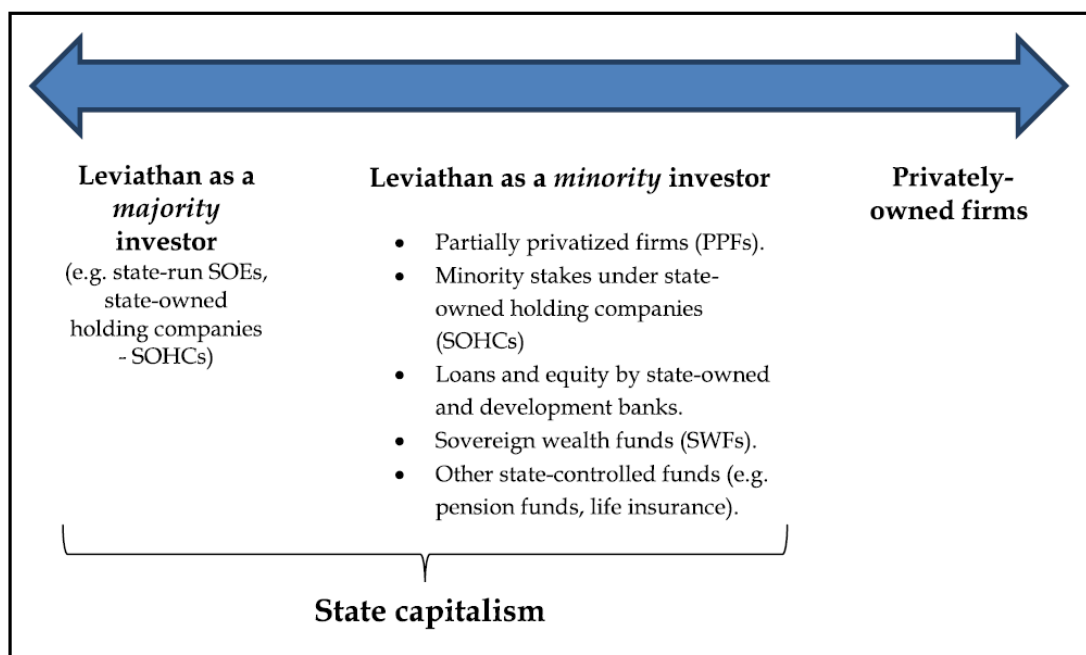


Figura 5 – Variedades do capitalismo  
Fonte: Musacchio e Lazzarini (2012)

Nas SOEs listadas o problema de governança é moderado pela influência de acionistas privados. Em virtude de objetivos dos acionistas potencialmente incompatíveis com os da SOE, os gerentes podem ser capazes de explorar a falta de clareza nos objetivos da empresa para garantir uma vida fácil para si e para os seus funcionários (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Sendo assim, deficiências na governança corporativa pode promover um desempenho inferior ao que poderia ser alcançado caso a empresa fosse de propriedade privada. Esse problema pode surgir a partir da assimetria de informação entre por gerentes e proprietários. Assim, aqueles proprietários que estão de fora da companhia nunca poderão ter pleno acesso às informações sobre o desempenho das empresas. Desta forma, é difícil para eles relacionarem os maus resultados a uma consequência de circunstâncias imprevistas ou devido à exploração dos lucros para os próprios propósitos dos gestores.

Conforme Estrin *et al.* (2009), sempre que a propriedade e o controle são separados, as rendas específicas das firmas podem ser usadas para satisfazer o objetivo da gestão. Nesse caso, se o governo tem influência sobre a SOE, ele pode utilizá-la para direcionar os investimentos por ela realizados para conseguir o apoio necessário para aprovar uma mudança na política. Portanto, caso isto ocorra, seria evidenciada uma situação em que a empresa não possui bons mecanismos de governança corporativa, tendo em vista que não teve a capacidade de evitar a

expropriação, que nesse caso seria o uso da SOE pelo político que deseja aprovar um projeto de mudança para conseguir o apoio de outros políticos. Para La Porta *et al.* (2000a), a expropriação está relacionada ao problema de agência, na qual os gestores e controladores usam os recursos das firmas para benefício próprio. A análise do ambiente institucional é importante, pois ele pode impactar na natureza e extensão dos conflitos de agência, bem como nos padrões de governança (AGUILERA; JACKSON, 2003; LA PORTA *et al.*, 2000a; BRUTON *et al.*, 2010).

#### 4.2 Coleta, Tratamento e Análise de dados

A coleta de dados para a realização de pesquisas muitas vezes gera dificuldades em virtude de diversos fatores. Hoskisson *et al.*, (2000) elencaram alguns desses fatores, dentre os quais destacam-se: a não padronização dos relatórios financeiros, o que dificulta a comparação entre países; a inflação e variação na taxa de câmbio, caso o país tenha passado por muita variação também é um fato que dificulta a comparação com outras economias; a coleta de dados via *e-mail*, devido ao fato de uma baixa taxa de resposta e do problema quanto a confiabilidade das respostas; a heterogeneidade das economias, na qual em alguns casos mesmo estando dentro de uma mesma região geográfica, os países apresentam muitas diferenças; e, de uma perspectiva institucional, existe a dificuldade em construir um conjunto consistente de medidas.

Para este estudo foram utilizados dados secundários disponíveis em base de dados reconhecidas e confiáveis. Inicialmente foram coletadas 106.765 observações de empresas<sup>2</sup> de 41 países obtidas na base de dados Compustat Global entre os anos de 2002 e 2011. Como medida de investimentos foram utilizadas as variáveis Empregados, Ativo Intangível, Investimento de Curto Prazo, Aumento nos Investimentos e Retorno dos Investimentos (QUADRO 3). A Compustat Global oferece dados financeiros e de mercado de mais de 13.000 empresas em mais de 80 países. Os dados são coletados pela Standard & Poor's com base no exame das demonstrações financeiras das empresas. Os dados são normalizados de acordo com os princípios contábeis locais, métodos de divulgação e definições de itens de dados (BRITO; VASCONCELOS, 2005).

---

<sup>2</sup> Na base de dados não constam empresas do ramo financeiro. A comparação delas com empresas de outros segmentos poderia ser uma grande limitação, tendo em vista as especificidades das companhias financeiras.

| <b>Variáveis Dependentes</b>   |  |
|--------------------------------|--|
| <b>Variável</b>                | <b>Fórmula/Descrição</b>   |
| Intangible Assets – Total      | Este item representa o valor líquido dos Ativos Intangíveis. Intangíveis são ativos que não têm existência física em si, mas representam direitos de desfrutar de algum privilégio.  |
| Increase in Investments        | Este item representa os fundos utilizados para aumentar os investimentos a longo prazo de uma empresa.   |
| Short-Term Investments – Total | Este item representa os investimentos atualmente transacionáveis, tal como apresentado na seção Ativo Circulante do Balanço. Tais aplicações destinam-se a ser convertidas em dinheiro dentro de um período relativamente curto de tempo.  |
| Sale of Investments            | Este item representa o recebimento de investimentos de longo prazo.  |
| Employees                      | Este item representa o número real de pessoas empregadas pela companhia e suas subsidiárias.   |
| ROA Operacional                | $\text{ROA Operacional} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{ATIVO TOTAL}}$  |
| <b>Variáveis Independentes</b> |  |
| <b>Variável</b>                | <b>Fórmula/Descrição</b>   |
| Investment Profile             | Esta é uma avaliação de fatores que afetam o risco de investimento, que não são abrangidos por outros componentes de risco políticos, econômicos e financeiros. A classificação de risco atribuída é a soma dos três subcomponentes (Expropriação; Repartição dos Lucros; Prazos de Pagamento).  |
| Corruption                     | Esta é uma avaliação da corrupção dentro do sistema político. Tal corrupção é uma ameaça para o investimento estrangeiro por várias razões: ela distorce a conjuntura econômica e financeira; reduz a eficiência do governo e de negócios, permitindo que as pessoas assumam posições de poder através de patrocínio em vez de capacidade; e introduz uma instabilidade inerente ao processo político. |
| Bureaucracy Quality            | Valores mais elevados são dados a países onde a burocracia tem a força e a experiência para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo. Nos países de baixo risco, a burocracia tende a ser relativamente autônoma de pressão política.  |
| Control of Corruption          | Percepções sobre a extensão em que o poder público é exercido para ganhos privados, incluindo as formas corrupção, bem como "captura" do Estado por elites e interesses privados.  |
| Government Effectiveness       | Percepções da qualidade dos serviços públicos, da qualidade da formulação e implementação de políticas, bem como da credibilidade do compromisso do governo para tais políticas.   |
| Regulatory Quality             | Percepções da capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas e regulamentações que permitam e promovam o desenvolvimento do setor privado.  |
| Rule of Law                    | Percepções de até que ponto os agentes têm confiança e respeito às regras da sociedade, em particular a qualidade da execução dos contratos, direitos de propriedade, polícia e tribunais, bem como o risco de crimes e violência.   |

Quadro 3 – Variáveis do estudo

Fonte: Dados da pesquisa

| Variáveis de Controle |   |
|-----------------------|---|
| Variável              | Fórmula/Descrição   |
| País                  | Série de variáveis <i>dummies</i> , cada uma relacionada a um país, na qual 1 indica que a empresa opera no país e zero em caso contrário.  |
| Ano                   | Série de variáveis <i>dummies</i> , cada uma relacionada a um ano.  |
| Empresa               | Série de variáveis <i>dummies</i> , cada uma relacionada a uma empresa.   |
| Tipo                  | Variável <i>dummie</i> relacionada a um tipo de empresa, na qual 1 indica que a empresa é uma estatal e zero em caso de empresa privada.  |
| Crise                 | Variável <i>dummie</i> relacionada a crise internacional de 2008, na qual foi atribuído o valor 1 para os anos de 2008 em diante e zero para os anos anteriores a 2008.   |
| TipoxCrise            | Variável <i>dummy</i> , em que a interação entre as duas <i>dummies</i> anteriores captará as empresas (i) no ano (t) que são SOEs e passam pela crise recebendo o valor 1 e recebendo 0 as demais empresas.                          |
| Crise (2006)          | Variável <i>dummie</i> relacionada ao efeito placebo para a crise, na qual foi atribuído o valor 1 para os anos de 2006 em diante e zero para os anos anteriores a 2006.  |
| TipoxCrise (2006)     | Variável <i>dummy</i> , em que a interação entre as <i>dummies</i> Tipo e Crise (2006) na qual captará as empresas (i) no ano (t) que são SOEs que do período de 2006 em diante recebendo o valor 1 e recebendo 0 as demais empresas. |

Quadro 3 – Variáveis do estudo (continuação)

Fonte: Dados da pesquisa

Para a identificação das SOEs, foi utilizada a base de dados Mergers & Acquisitions (M&A), desenvolvida pela Thomson Reuters. A M&A apresenta um conjunto de dados da atividade de empresas públicas e privadas desde o final da década de 1970 em todos os principais tipos de negócio. A base de dados rastreia mudanças de propriedade econômica a nível da controladora final. Todas as ofertas que envolvam a compra de, pelo menos, uma participação de 5% (ou uma participação de 3% para promoções divulgadas de pelo menos US\$ 1 milhão) são rastreadas, incluindo transações que começaram como rumores. Assim, as informações abrangem as operações de rumor ou anúncio oficial até a conclusão ou cancelamento. Além disso, para identificar as empresas estatais, também foram consultados os sites oficiais das empresas, bem como seus relatórios de atividades.

Já os indicadores referentes à governança corporativa foram coletados a partir da base de dados do Banco Mundial Worldwide Governance Indicators (WGI). O WGI é composto por seis indicadores compostos de grandes dimensões, cobrindo mais de 200 países desde 1996: *Voice and Accountability* (Voz e Responsabilização), *Political Stability and Absence of Violence* (Estabilidade Política e Ausência de Violência/terrorismo), *Government Effectiveness*

(Efetividade do Governo), *Regulatory Quality* (Qualidade Regulatória), *Rule of Law* (Estado de Direito) e *Control of Corruption* (Controle da Corrupção). Esta base de dados possui informações agregadas e individuais sobre indicadores de governança de 213 países ao longo do período entre 1966 e 2012 (WORLD BANK, 2014).

Esses indicadores são baseados em centenas de variáveis obtidas a partir de 31 diferentes fontes de dados, capturando percepções de governança conforme informado por entrevistados, organizações não-governamentais, fornecedores de informações comerciais, empresas e organizações do setor público em todo o mundo. Os valores desses indicadores variam de -2,5 a 2,5. No caso da medida do *Control of Corruption*, por exemplo, quanto menor o valor, maior o uso do poder público para ganhos privados. Por outro lado, para valores mais altos, menor a corrupção. No caso do indicador *Rule of Law*, um país que se aproxime de 2,5 implica em melhor senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade. Quanto ao indicador *Regulatory Quality*, valores menores indicam baixa capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas. Com relação à eficiência governamental, quanto menor o índice, mais pobre é a qualidade dos serviços e da credibilidade do governo. Finalmente, quando o indicador *Government Effectiveness* aumenta, mais rica é a qualidade dos serviços e a credibilidade do governo.

Outra base de dados que possui indicadores de governança corporativa é a International Country Risk Guide, na qual possui doze indicadores, mas, para esta pesquisa, foram utilizados somente três: *Investment Profile* (Perfil de Investimento), *Corruption* (Corrupção) e *Bureaucracy Quality* (Qualidade Burocrática). A variável Perfil de Investimento é descrita como a avaliação de risco de um investimento, devido à viabilidade de expropriação e repartição indevida de lucros. O índice varia de zero (risco elevado de expropriação) a 12 (baixo risco de expropriação). Esse indicador tem sido utilizado em outros estudos que abordam a questão da proteção ao acionista minoritário (BOUBAKRI; MANSI; SAFFAR, 2013; DURNEV; ERRUNZA; MOLCHANOV, 2009).

A variável *Corruption* (Corrupção), por sua vez, é uma avaliação da corrupção dentro do sistema político. Tal corrupção distorce a conjuntura econômica e financeira dos países e reduz a eficiência do governo, permitindo que as pessoas assumam posições de poder através de patrocínio em vez de capacidade. O indicador varia de zero (ambientes mais corruptos) a 6 (ambientes menos corruptos). A Qualidade Burocrática (*Bureaucracy Quality*) tende a

minimizar as revisões na política, quando os governos mudam. Esse indicador varia de zero a quatro: os pontos altos são dados a países onde a burocracia tem a força e a experiência para governar sem mudanças drásticas na política ou interrupções em serviços do governo. Países que não possuem o efeito de amortecimento de uma burocracia forte recebem pontos baixos porque uma mudança de governo tende a ser traumática em termos de formulação de políticas e no próprio dia-a-dia das funções administrativas.

Este estudo é considerado como uma pesquisa não-experimental, ou *ex post facto*, pois não houve qualquer possibilidade de manipulação dos dados. Embora não sendo uma pesquisa experimental, as conclusões deste estudo podem ser feitas utilizando a mesma lógica de investigação. A utilização de pesquisas não experimentais é frequente em ciências sociais aplicadas e a forma clássica de verificar a influência de uma variável em um fenômeno é medi-la. Contudo, os estudos não experimentais têm uma limitação quanto à mensuração de algumas variáveis, pois, uma variável que não pode ser medida também não pode ser controlada. Assim, alguns fenômenos podem ficar sem uma explicação apropriada em virtude da falta de variáveis explicativas (XAVIER, 2011).

Esta pesquisa faz uso de um quase-experimento utilizando a técnica de diferença em diferença (*Difference-in-Differences*). O Quase-experimento ocorre quando um evento exógeno afeta a variável explicativa. A técnica diferença em diferença foi utilizada para mensurar o efeito da influência política sobre os investimentos realizados pelas empresas, após a crise de 2008. Escolheu-se a crise de 2008 como ponto de corte por ela ter sido um evento exógeno fora do controle das empresas que, teoricamente, promoveu uma restrição nos investimentos. Para este estudo, foram utilizadas empresas de controle e de tratamento, sendo as empresas estatais as de tratamento e as empresas privadas as de controle.

Meyer (1995), em seu trabalho seminal, descreve o método *Diff-in-Diff* como adequado para realizar experimentos, na qual é possível identificar a influência de uma fonte exógena sobre as variáveis explicativas, induzida por uma alteração na política ou evento similar. Para implementar o modelo de *Diff-in-Diff* foi utilizada uma regressão em painel com duplo efeito fixo, tendo em vista que é a que melhor se adapta a estudos longitudinais com múltiplas variáveis cujas unidades se repetem ao longo dos diversos cortes transversais. O efeito fixo de *cross-section* é utilizado para capturar as características não observáveis invariantes no tempo,

enquanto que o efeito fixo de tempo é utilizado para capturar elementos comuns a todas as empresas que são invariantes ao longo tempo (MEYER, 1995).

O modelo para a hipótese 1 pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha_i + \Psi_t + \beta_1 \text{Tipo} + \beta_2 \text{Crise} + \beta_3 \text{TipoxCrise} + \beta_4 \text{ROA Operacional} + \beta_5 \text{Ano} + \beta_6 \text{País} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

$Y_{it}$  = variáveis dependentes: Intangible Assets, Increase in Investments, Short-Term Investments, Sale of Investments e o logaritmo natural de Employees.

$\alpha_i$  = Efeito fixo de empresas.

$\Psi_t$  = Efeito fixo de tempo.

$\beta_1 \text{Tipo}$  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa é uma SOE e 0 se é uma empresa privada.

$\beta_2 \text{Crise}$  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa (i) no trimestre (t) está presente no período da crise (de 2008 a 2011) e 0 os demais períodos coletados na amostra.

$\beta_3 \text{TipoxCrise}$  = variável *dummy* que captura o efeito do *Diff-in-Diff*, isto é, a diferença dos grupos em períodos de crise. É representada pela interação entre as duas *dummys* anteriores.

$\beta_4 \text{ROA Operacional}$  = variável ROA Operacional.

$\beta_5 \text{Ano}$  = variável *dummy* para ano.

$\beta_6 \text{País}$  = variável *dummy* para país.

$\varepsilon_{it}$  = termo do erro estocástico da regressão.

De forma similar, o modelo para a hipótese 2 pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha_i + \Psi_t + \beta_1 \text{Tipo} + \beta_2 \text{Crise} + \beta_3 \text{TipoxCrise} + \beta_4 \text{Investimento} + \beta_5 \text{Ano} + \beta_6 \text{País} + \varepsilon_{it} \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

$Y_{it}$  = ROA Operacional.

$\alpha_i$  = Efeito fixo de empresas.

$\Psi_t$  = Efeito fixo de tempo.

$\beta_1 \text{Tipo}$  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa é uma SOE e 0 se é uma empresa privada.

$\beta_2 \text{Crise}$  = variável *dummy*, em que recebe o valor 1 se a empresa (i) no trimestre (t) está presente no período da crise (de 2008 a 2011) e 0 os demais períodos coletados na amostra.

$\beta_3 \text{TipoxCrise}$  = variável *dummy* que captura o efeito do *Diff-in-Diff*, isto é, a diferença dos grupos em períodos de crise. É representada pela interação entre as duas *dummys* anteriores.



$\beta_4$ Investimento = Intangible Assets, Increase in Investments, Short-Term Investments, Sale of Investments e o logarítmo natural de Employees.

$\beta_5$ Ano = variável *dummy* para ano.

$\beta_6$ País = variável *dummy* para país.

eit = termo do erro estocástico da regressão.

Para tanto, foram empregadas técnicas estatísticas descritivas e multivariadas a partir do auxílio dos *softwares* SPSS e STATA. A técnica de *Diff-in-Diff* foi usada para testar as relações entre as variáveis a serem estudadas. A utilização desta técnica estatística justifica-se em razão do objetivo da pesquisa e do modelo teórico proposto. Conforme Corrar, Paulo e Dias Filho (2009, p. 2) “análise multivariada refere-se a um conjunto de métodos estatísticos que torna possível a análise simultânea de medidas múltiplas para cada indivíduo, objeto ou fenômeno observado”. Conforme Hair *et al.* (2005, p. 26), análise multivariada refere-se “a todos os métodos estatísticos que, simultaneamente, analisam múltiplas medidas sobre cada indivíduo ou objeto sob investigação”.

Como exemplo de aplicação da técnica do *Diff-in-Diff*, tem-se os estudos seminais de Card e Krueger (1992) e Card (1994). No primeiro, os autores realizaram um estudo para analisar o comportamento dos empregadores após o aumento do salário mínimo. Como resultado, não encontraram evidências que um aumento no valor do salário mínimo reduz o número de empregos. No segundo, o autor realizou um novo estudo objetivando analisar o efeito do aumento do salário mínimo na empregabilidade de jovens, bem como em relação ao seu comprometimento com a escola. Nesse caso, o aumento no valor do salário mínimo não alterou a empregabilidade e o comprometimento escolar dos jovens.

## 5 RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos das análises empíricas dos modelos propostos, assim como suas respectivas discussões. Inicialmente é apresentado os procedimentos de seleção da amostra e seu tratamento. Em seguida, são apresentados e discutidos os resultados dos modelos.

### 5.1 Dados e Amostra

A base de dados original foi originada da Compustat Global e continha 106.765 observações entre os anos de 2002 e 2011. As relacionadas à governança corporativa, agregadas ao nível de país, também são oriundas de 2002 a 2012. Foram excluídas 10.087 observações referentes àquelas empresas que apresentaram valores igual a zero para as variáveis Employees e Revenue Total, restando 96.678 observações. Após o tratamento das observações duplicadas, a amostra final resultou em 96.379 observações de empresas de 41 países (TABELA 2). Além disso, a variável Increase in Investments foi tratada em relação ao percentual de valores faltantes (*missing values*), já que foi maior que 10%, preenchendo-se os valores com a média da respectiva variável.

Em seguida, analisou-se a ocorrência e observações atípicas (*outliers*), que são observações que apresentam características diferentes das demais. Tradicionalmente, são consideradas observações que apresentam valores muito elevados ou muito baixos. As observações atípicas desviam-se tanto das demais, a ponto de gerar suspeitas de que foram geradas por mecanismos diferentes. Por conta disso, elas podem influenciar os resultados das análises estatísticas e, eventualmente, levar o pesquisador a conclusões incorretas (KALLÁS, 2014).

Para esse estudo, adotou-se o modelo seguido por Kallás (2014), utilizando-se a técnica de *Winsorização*. Trata-se de uma técnica desenvolvida por Charles P. Winsor em 1941 que sugere que, ao se encontrar uma observação atípica, não se deve simplesmente rejeitá-la. Ao invés disso, deve-se substituir seu valor pelo valor mais próximo de uma observação não suspeita. Para distribuições normais, as médias das amostras *winsorizadas* são mais estáveis que as médias das amostras onde as observações atípicas são eliminadas. As amostras

*winsorizadas* são, portanto, inevitavelmente do mesmo tamanho que as amostras originais coletadas (KALLÁS, 2014, p. 93). Por meio de análise e julgamento do pesquisador, escolheu-se por usar as variáveis *winsorizadas* a 1%.

Tabela 2 – Número de empresas por país e por ano

| PAÍS | 2002  | 2003  | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ARG  | 30    | 26    | 26    | 27    | 29    | 16    | 13    | 14    | 8     | 12    |
| AUS  | 632   | 648   | 654   | 659   | 637   | 632   | 621   | 614   | 597   | 595   |
| BEL  | 37    | 38    | 36    | 24    | 18    | 18    | 66    | 66    | 66    | 66    |
| BRA  | 169   | 168   | 167   | 166   | 167   | 170   | 168   | 167   | 166   | 164   |
| CAN  | 5     | 5     | 4     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| CHE  | 138   | 140   | 116   | 140   | 40    | 42    | 43    | 48    | 141   | 141   |
| CHL  | 101   | 101   | 101   | 102   | 102   | 102   | 102   | 101   | 100   | 100   |
| CHN  | 1.145 | 1.233 | 1.248 | 1.245 | 1.249 | 1.244 | 1.244 | 1.24  | 1.241 | 1.244 |
| COL  | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| CZE  | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| DEU  | 294   | 373   | 374   | 374   | 374   | 372   | 370   | 371   | 369   | 369   |
| ESP  | 37    | 36    | 78    | 78    | 78    | 78    | 78    | 78    | 78    | 78    |
| FRA  | 376   | 377   | 377   | 375   | 378   | 377   | 377   | 376   | 375   | 376   |
| GBR  | 460   | 453   | 430   | 138   | 591   | 594   | 595   | 597   | 591   | 592   |
| GRC  | 87    | 87    | 87    | 88    | 88    | 88    | 88    | 88    | 88    | 88    |
| HKG  | 116   | 116   | 116   | 116   | 116   | 115   | 115   | 115   | 115   | 115   |
| IDN  | 181   | 181   | 181   | 181   | 180   | 181   | 179   | 180   | 180   | 181   |
| IND  | 1.725 | 1.757 | 1.802 | 1.83  | 1.844 | 1.849 | 1.859 | 1.875 | 1.891 | 1.872 |
| IRL  | 27    | 27    | 27    | 27    | 27    | 28    | 28    | 28    | 28    | 28    |
| ISR  | 42    | 36    | 36    | 34    | 22    | 27    | 18    | 17    | 20    | 87    |
| ITA  | 139   | 139   | 139   | 139   | 138   | 138   | 139   | 139   | 139   | 138   |
| JPN  | 2.071 | 1.786 | 1.821 | 1.877 | 1.874 | 1.849 | 1.845 | 1.787 | 1.771 | 1.749 |
| KOR  | 264   | 264   | 264   | 264   | 264   | 263   | 263   | 264   | 264   | 264   |
| LUX  | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    | 14    |
| MAR  | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    | 19    |
| MEX  | 58    | 56    | 57    | 56    | 24    | 17    | 17    | 13    | 18    | 16    |
| NGA  | 30    | 31    | 31    | 32    | 32    | 32    | 30    | 29    | 32    | 28    |
| NLD  | 67    | 71    | 73    | 80    | 80    | 80    | 80    | 80    | 79    | 78    |
| NOR  | 73    | 74    | 73    | 74    | 76    | 75    | 75    | 76    | 76    | 75    |
| NZL  | 60    | 61    | 61    | 62    | 61    | 62    | 61    | 61    | 61    | 62    |
| PER  | 57    | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    | 58    |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 2 – Número de empresas por país e por ano (cont.)

| <b>PAÍS</b> | <b>2002</b> | <b>2003</b> | <b>2004</b> | <b>2005</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| POL         | 115         | 117         | 116         | 116         | 116         | 117         | 116         | 117         | 116         | 115         |
| PRT         | 36          | 36          | 36          | 36          | 36          | 36          | 36          | 35          | 36          | 36          |
| RUS         | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          | 57          |
| SGP         | 268         | 270         | 261         | 186         | 163         | 77          | 94          | 91          | 92          | 89          |
| SWE         | 187         | 190         | 190         | 188         | 188         | 188         | 188         | 189         | 189         | 189         |
| THA         | 249         | 250         | 250         | 250         | 250         | 250         | 250         | 249         | 249         | 249         |
| TUR         | 59          | 60          | 60          | 60          | 60          | 60          | 60          | 60          | 60          | 60          |
| USA         | 102         | 112         | 102         | 111         | 112         | 113         | 114         | 114         | 113         | 111         |
| VEM         | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           | 6           |
| ZAF         | 138         | 138         | 140         | 138         | 139         | 137         | 137         | 137         | 136         | 136         |

Fonte: Dados da pesquisa

## 5.2 Estatísticas Descritivas

A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis independentes. Os valores das variáveis da base de dados Worldwide Governance Indicators variam entre -2,5 e 2,5. A média dessas variáveis está entre 0,57 (*Regulatory Quality*) e 0,76 (*Government Effectiveness*). Todas apresentam desvio padrão girando entre 0,91 e 1,10.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis independentes

| Variável                 | Obs    | Média | DP   | Mínimo | Máximo |
|--------------------------|--------|-------|------|--------|--------|
| Investment Profile       | 96.379 | 9,83  | 2,04 | 2,50   | 12,00  |
| Corruption               | 96.379 | 3,10  | 1,18 | 1,00   | 5,50   |
| Bureaucracy Quality      | 96.379 | 3,10  | 0,97 | 0,00   | 4,00   |
| Control of Corruption    | 96.379 | 0,58  | 1,10 | -1,83  | 2,46   |
| Government Effectiveness | 96.379 | 0,76  | 0,91 | -2,26  | 2,43   |
| Regulatory Quality       | 96.379 | 0,57  | 0,95 | -2,46  | 1,97   |
| Rule of Law              | 96.379 | 0,65  | 0,91 | -1,67  | 1,99   |

Fonte: Dados da pesquisa

Tem-se na Tabela 4 os resultados dos testes referentes à normalidade multivariada. Conforme Xavier (2011), esses testes são cruciais para verificar se as suposições dos testes estatísticos são parcialmente atendidas. Todos os quatro testes realizados refutaram a hipótese nula de normalidade multivariada. O teste de normalidade univariada também refutou as suposições de ausência de assimetria, curtose e de distribuição normal. Os testes foram feitos partir do comando *mvtest normality* do programa STATA, com a opção *all*. A Tabela 5 apresenta estatísticas descritivas das empresas da amostra, ano a ano. Os dados relativos à média das variáveis dependentes não apresentam um padrão de comportamento.

Tabela 4 – Testes de Normalidade multivariada

|                  |             |           |            |           |          |
|------------------|-------------|-----------|------------|-----------|----------|
| Mardia mSkewness | = 9.303.455 | chi2(816) | = 1.45e+08 | Prob>chi2 | = 0.0000 |
| Mardia mKurtosis | = 11692.07  | chi2(1)   | = 5.26e+09 | Prob>chi2 | = 0.0000 |
| Henze-Zirkler    | = 1.325.681 | chi2(1)   | = 9.15e+08 | Prob>chi2 | = 0.0000 |
| Doornik-Hansen   |             | chi2(32)  | = 3.84e+08 | Prob>chi2 | = 0.0000 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 5 – Estatística descritiva das variáveis dependentes da amostra

| Log_Employees |       |       |      | Intangible Assets |            |              | Short-Term Investments |            |              | Sale of Investments |              |              | Increase in Investments |            |              |
|---------------|-------|-------|------|-------------------|------------|--------------|------------------------|------------|--------------|---------------------|--------------|--------------|-------------------------|------------|--------------|
| Ano           | Obs   | Média | DP   | Obs               | Média      | DP           | Obs                    | Média      | DP           | Obs                 | Média        | DP           | Obs                     | Média      | DP           |
| 2002          | 8.045 | 5,39  | 4,61 | 9.514             | 359.449,60 | 4.029.590,00 | 9.510                  | 640.298,30 | 5.478.065,00 | 9.688               | 975.703,80   | 1.709.397,00 | 9.688                   | 263.312,50 | 1.173.693,00 |
| 2003          | 8.028 | 5,39  | 4,67 | 9.459             | 371.513,90 | 3.894.499,00 | 9.425                  | 625.616,10 | 5.073.428,00 | 9.628               | 1.317.485,00 | 2.514.055,00 | 9.628                   | 332.330,20 | 1.474.816,00 |
| 2004          | 9.683 | 5,81  | 4,36 | 9.534             | 408.428,20 | 4.033.388,00 | 9.523                  | 585.804,80 | 5.039.152,00 | 9.705               | 675.259,80   | 2.693.513,00 | 9.705                   | 191.673,40 | 826.903,50   |
| 2005          | 9.406 | 6,55  | 4,05 | 9.266             | 412.997,10 | 3.955.839,00 | 9.267                  | 710.150,60 | 5.932.496,00 | 9.449               | 964.311,00   | 2.058.829,00 | 9.449                   | 260.212,00 | 1.212.163,00 |
| 2006          | 9.691 | 5,74  | 4,51 | 9.598             | 445.631,00 | 4.192.149,00 | 9.536                  | 523.874,60 | 4.673.583,00 | 9.729               | 668.046,40   | 2.838.707,00 | 9.729                   | 244.795,30 | 1.236.966,00 |
| 2007          | 9.568 | 5,92  | 4,43 | 9.497             | 458.246,40 | 4.089.816,00 | 9.408                  | 545.645,10 | 4.931.160,00 | 9.603               | 1.060.328,00 | 2.123.860,00 | 9.603                   | 444.171,50 | 1.450.123,00 |
| 2008          | 9.607 | 6,08  | 4,35 | 9.565             | 561.977,50 | 4.823.158,00 | 9.429                  | 583.866,70 | 5.226.128,00 | 9.645               | 893.941,30   | 2.945.376,00 | 9.645                   | 550.216,60 | 2.044.287,00 |
| 2009          | 9.565 | 6,16  | 4,33 | 9.502             | 553.360,80 | 4.630.595,00 | 9.389                  | 615.469,00 | 5.469.494,00 | 9.592               | 1.165.117,00 | 1.970.836,00 | 9.592                   | 259.599,50 | 1.340.105,00 |
| 2010          | 9.653 | 6,01  | 4,32 | 9.583             | 589.235,60 | 4.726.945,00 | 9.445                  | 582.131,80 | 5.266.811,00 | 9.661               | 607.969,10   | 2.485.508,00 | 9.661                   | 305.580,10 | 1.442.857,00 |
| 2011          | 9.661 | 5,75  | 4,27 | 9.597             | 663.417,00 | 4.968.871,00 | 9.512                  | 454.161,50 | 4.306.271,00 | 9.679               | 961.931,70   | 2.642.741,00 | 9.679                   | 111.932,90 | 587.262,80   |

Fonte: Dados da pesquisa

Também é importante analisar a matriz de correlações entre as variáveis independentes e dependentes (TABELA 6). É possível perceber que todas as variáveis institucionais são correlacionadas entre si (todas com correlações significativas a 1%). Nesse caso, tem-se um potencial problema de multicolinearidade, caso fossem utilizadas todas as variáveis juntas. Desse modo, estas variáveis serão analisadas separadamente nas regressões.



Tabela 6 – Coeficientes de correlação entre as variáveis

|                    | Intangible Assets | Employees | Increase Inv. | Sales Inv. | Inv. Profile | Corruption | Bureaucracy | Control Corruption | Government Effec. | Regulatory Quality | Rule of Law |
|--------------------|-------------------|-----------|---------------|------------|--------------|------------|-------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------|
| Intangible Assets  |                   |           |               |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
| Employees          | 0,3785*           |           |               |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,000             |           |               |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
| Increase Inv.      | 0,0692*           | 0,0088*   |               |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,006     |               |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
| Sales Inv.         | 0,3370*           | 0,0624*   | 0,4471*       |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,000     | 0,000         |            |              |            |             |                    |                   |                    |             |
| Inv. Profile       | 0,0422*           | 0,0385*   | -0,1294*      | -0,1706*   |              |            |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,000     | 0,000         | 0,000      |              |            |             |                    |                   |                    |             |
| Corruption         | -0,0281*          | 0,0183*   | -0,0618*      | -0,1582*   | 0,8047*      |            |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,000     | 0,000         | 0,000      | 0,000        |            |             |                    |                   |                    |             |
| Bureaucracy        | 0,0002            | -0,0576*  | -0,1976*      | -0,2434*   | 0,8502*      | 0,7703*    |             |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,949             | 0,000     | 0,000         | 0,000      | 0,000        | 0,000      |             |                    |                   |                    |             |
| Control Corruption | 0,0005            | 0,0095*   | -0,1617*      | -0,1713*   | 0,8988*      | 0,9174*    | 0,8434*     |                    |                   |                    |             |
|                    | 0,885             | 0,003     | 0,000         | 0,000      | 0,000        | 0,000      | 0,000       |                    |                   |                    |             |
| Government Effec.  | -0,0432*          | 0,0392*   | -0,2277*      | -0,2616*   | 0,8901*      | 0,8710*    | 0,8750*     | 0,9642*            |                   |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,000     | 0,000         | 0,000      | 0,000        | 0,000      | 0,000       | 0,000              |                   |                    |             |
| Regulatory Quality | -0,0791*          | 0,0493*   | -0,1509*      | -0,2647*   | 0,8927*      | 0,8631*    | 0,8325*     | 0,9531*            | 0,9689*           |                    |             |
|                    | 0,000             | 0,000     | 0,000         | 0,000      | 0,000        | 0,000      | 0,000       | 0,000              | 0,000             |                    |             |
| Rule of Law        | 0,0066***         | -0,0181*  | -0,1213*      | -0,1724*   | 0,9193*      | 0,8918*    | 0,8959*     | 0,9725*            | 0,9550*           | 0,9344*            |             |
|                    | 0,071             | 0,000     | 0,000         | 0,000      | 0,000        | 0,000      | 0,000       | 0,000              | 0,000             | 0,000              |             |

\* valores significativos a 1%

\*\* valores significativos a 5%

\*\*\* valores significativos a 10%

Fonte: Dados da pesquisa

Como na aplicação técnica do *Diff-in-Diff* não é necessária a utilização de variáveis independentes, estas serão abordadas por meio de uma subdivisão da amostra geral. Portanto, para cada variável independente utilizou-se a média<sup>3</sup> para caracterizar um ambiente com potencial de conflito Principal-Principal (TABELA 7). Portanto, para a variável Investment Profile, por exemplo, foram selecionadas apenas as empresas privadas que apresentaram uma média inferior a 9,85, aplicando-se a mesma lógica para as SOEs majoritárias e minoritárias, com médias de 8,77 e 8,80, respectivamente. O mesmo procedimento foi realizado para as demais variáveis.

Tabela 7 – Média das variáveis independentes por tipo de empresa

|                   | Investment Profile | Corruption | Bureaucracy Quality | Control of Corruption | Government Effectiveness | Regulatory Quality | Rule of Law |
|-------------------|--------------------|------------|---------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------|-------------|
| Privadas          | 9,85               | 3,10       | 3,11                | 0,58                  | 0,76                     | 0,57               | 0,66        |
| SOEs Majoritárias | 8,77               | 2,75       | 2,48                | 0,19                  | 0,45                     | 0,31               | 0,19        |
| SOEs Minoritárias | 8,80               | 2,76       | 2,48                | 0,21                  | 0,46                     | 0,33               | 0,20        |

Fonte: Dados da pesquisa

Com a divisão da base de dados de acordo com a probabilidade de ocorrência do conflito entre Principal-Principal (QUADRO 4), gerou-se duas bases de dados. A base de dados que considerou empresas localizadas em um ambiente com alta probabilidade de ocorrência do conflito entre Principal-Principal utilizou empresas que estavam em países abaixo da média das variáveis independentes. Por outro lado, a base de dados que considerou empresas localizadas em um ambiente com baixa probabilidade de ocorrência do conflito entre Principal-Principal utilizou empresas que estavam em países acima da média das variáveis independentes.

Como resultado, geralmente as empresas que apareceram na base de dados com elevado potencial de conflito entre Principal-Principal são oriundas de países não desenvolvidos. Contudo, alguns países apareceram nas duas bases de dados. A partir dos Quadros 5 e 6 (em anexo), verifica-se que a Itália, por exemplo, apareceu praticamente em todos os cenários, tanto de baixa quanto de alta probabilidade de ocorrência do conflito entre Principal-Principal. Isto ocorreu porque a base de dados corresponde a valores entre os anos de 2002 a 2011, portanto, devido à crise o país oscilou quanto à qualidade da sua governança, durante este período.

<sup>3</sup> Também foi analisada a mediana, contudo, os valores foram muito semelhantes aos obtidos pela média, por isso, optou-se pela utilização da média.

| <b>Baixo conflito<br/>Principal-Principal</b> | <b>Elevado conflito<br/>Principal-Principal</b> |
|---|---|
| AUS   | ARG   |
| BEL   | BEL   |
| BRA   | BRA   |
| CAN   | CHN   |
| CHE   | COL   |
| CHL   | CZE   |
| CZE   | ESP   |
| DEU   | FRA   |
| ESP   | GRC   |
| FRA   | HKG   |
| GBR   | IDN   |
| GRC   | IND   |
| IDN   | IRL   |
| IRL   | ISR   |
| ISR   | ITA   |
| ITA   | KOR   |
| JPN   | MAR   |
| LUX   | MEX   |
| MEX   | NGA   |
| NLD   | PER   |
| NOR   | POL   |
| NZL   | PRT   |
| POL   | RUS   |
| PRT   | THA   |
| SGP   | TUR   |
| SWE   | VEN   |
| USA   | ZAF   |
| ZAF   |   |

Quadro 4 – Origem das empresas por tipo de potencial conflito Principal-Principal  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3 Discussão dos Resultados

Antes de proceder a técnica do *Diff-in-Diff*, para cada variável dependente elaborou-se um gráfico com intuito de tentar verificar visualmente se era notório a mudança de comportamento em relação aos investimentos durante o período de 2002 a 2011. Portanto, esperava-se que as Empresas Estatais que têm o governo como acionista majoritário apresentassem um aumento nos investimentos após a crise de 2008. Todas as empresas que compuseram as bases de dados que deram origem aos gráficos estão em um ambiente com potencial conflito Principal-Principal. Nesse caso, foi utilizada a média de cada variável como ponto de corte de classificação do ambiente com potencial conflito Principal-Principal, conforme explicado anteriormente.

Em seguida, aplicou-se a técnica do *Diff-in-Diff* para cada variável dependente. Inicialmente são apresentados resultados referentes apenas à base de dados que contém somente empresas que estão localizadas em ambientes com elevada probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal. Primeiramente utilizou-se os anos de 2008 a 2011 como período pós crise (coluna tipoXcrise) e, em seguida, utilizou-se os anos posteriores a 2005 como período pós crise (coluna tipoXcrise (2006)). Esta medida foi tomada para verificar se os resultados do *Diff-in-Diff* são específicos para o período da crise de 2008, então, utilizou-se o período de 2006 a 2011 como uma espécie de placebo.

Para efeito de comparação, os mesmos testes foram realizados utilizando-se a base de dados de empresas que estão localizadas em ambientes com baixa probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal (TABELAS 13 a 17, em anexo). Os resultados apontam que, para todas as variáveis dependentes, não existe diferenças entre as empresas públicas e privadas antes e pós o período de corte adotado (2008 e 2006).

#### 5.3.1 Increase in Investments

Pode-se perceber nos Gráficos 3 e 4 que antes de 2008 não foi detectado um padrão de comportamento tanto para empresas privadas, quanto para as SOEs. Após a crise de 2008, as SOEs Majoritárias apresentaram uma redução nos investimentos e depois dois aumentos consecutivos. Contudo, como as empresas privadas também apresentaram um aumento nos

investimentos após o ano de 2008, possivelmente o resultado do *Diff-in-Diff* não apresentará resultados significativos.

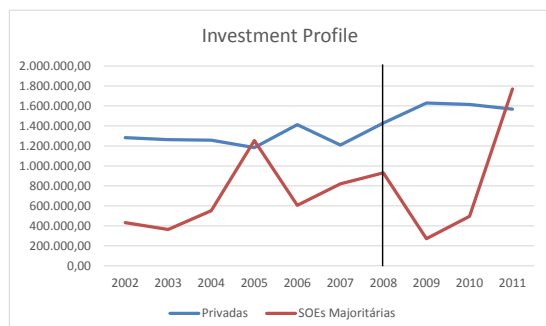


Gráfico 3 – Aumento nos Investimentos (ambientes com risco elevado de expropriação)  
Fonte: Dados da pesquisa

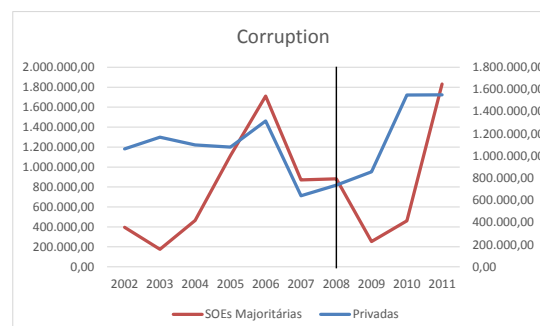


Gráfico 4 – Aumento nos Investimentos (ambientes mais corruptos)  
Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 5 e 6 são muito semelhantes e, assim como os gráficos anteriores, antes de 2008 não se percebe um padrão de comportamento em relação aos valores dos investimentos. Após 2008, o comportamento é basicamente o mesmo para os dois grupos de empresas: as privadas apresentaram um leve aumento e em seguida uma estabilização e as SOEs promoveram uma redução na quantidade investida, seguida de um leve aumento de um aumento exorbitante. Assim, não se pode esperar que o resultado do *Diff-in-Diff* apresente valores significativos.

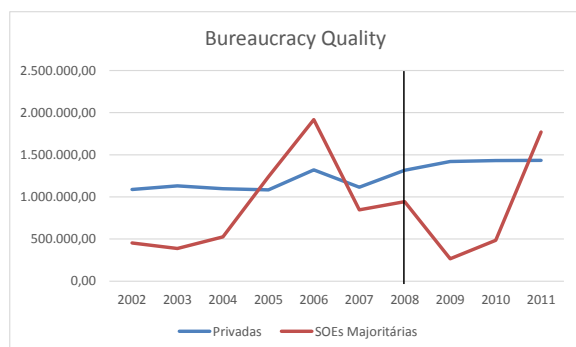


Gráfico 5 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixa qualidade burocrática)  
Fonte: Dados da pesquisa

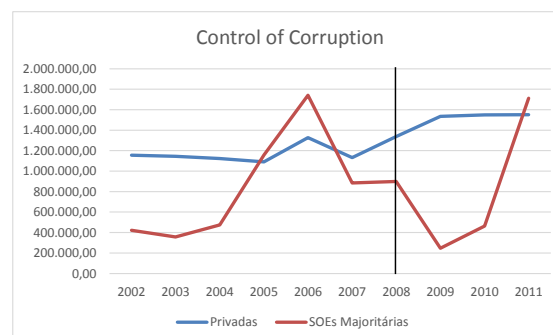


Gráfico 6 – Aumento nos Investimentos (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados)  
Fonte: Dados da pesquisa

Assim com os gráficos anteriores, os Gráficos 7, 8 e 9 também não apresentaram um padrão de comportamento em relação aos valores dos investimentos. Após 2008, o comportamento também é basicamente o mesmo para os dois grupos de empresas: as privadas

apresentaram um leve aumento e em seguida uma estabilização e as SOEs promoveram uma redução na quantidade investida, seguida de um leve aumento de um aumento exorbitante. Sendo assim, também não se pode esperar que o resultado do *Diff-in-Diff* apresente valores significativos.

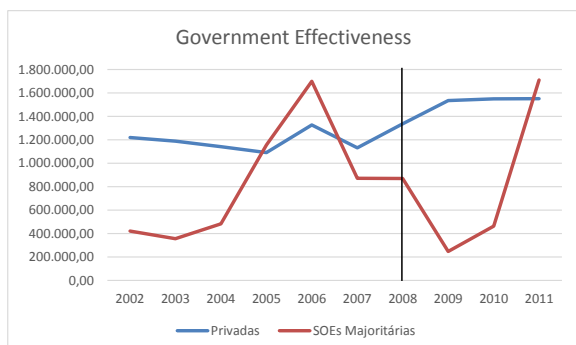


Gráfico 7 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo)

Fonte: Dados da pesquisa

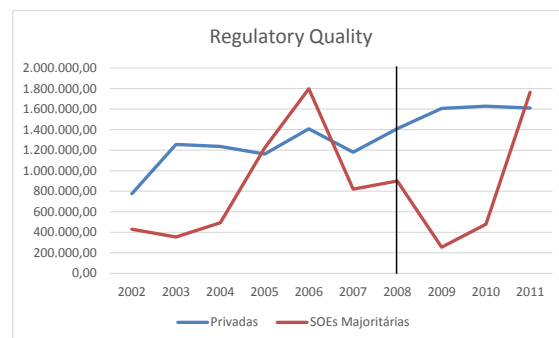


Gráfico 8 – Aumento nos Investimentos (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca)

Fonte: Dados da pesquisa

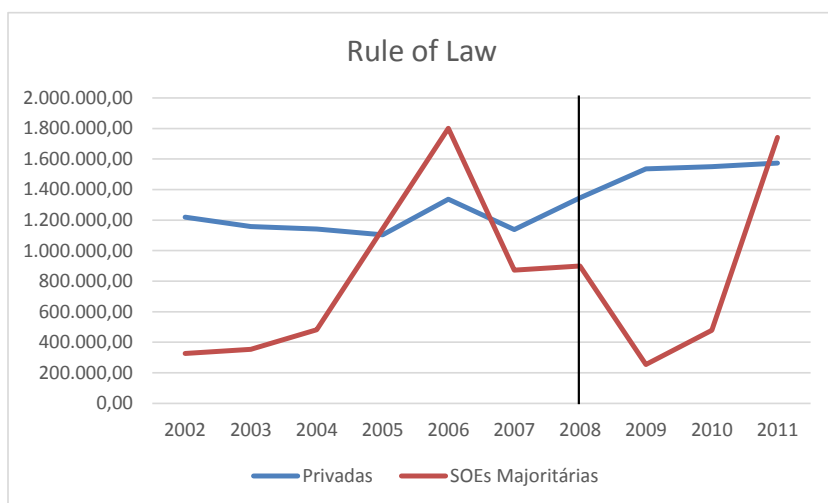


Gráfico 9 – Aumento nos Investimentos (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade)

Fonte: Dados da pesquisa

Contudo, não se pode concluir, a partir da Tabela 8, que existem diferenças entre as empresas privadas e SOEs após os períodos selecionados como ponto de corte (pós 2007 e pós 2005) em virtude dos valores da significância de todas as variáveis que representam ambientes com grande potencial de ocorrência do conflito Principal-Principal terem sido elevados (acima de 10%). Também não se pode confirmar a hipótese H1a. Portanto, não é possível afirmar que

em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

Tabela 8 – Resultados Diff-in-Diff Increase in Investments (base de dados elevado PP)

| Increase in Investments  |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | tipoXcrise | P> z  | Desempenho | P> z  | tipoXcrise (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 68002.71   | 0.318 | .0006776   | 0.000 | -56798.16         | 0.882 |
| Corruption               | -12609.42  | 0.851 | .0008672   | 0.000 | 272299.6          | 0.546 |
| Bureaucracy Quality      | -341074.1  | 0.494 | .0000394   | 0.933 | 164647.1          | 0.723 |
| Control of Corruption    | -20098.64  | 0.767 | .0008588   | 0.000 | 191107.3          | 0.659 |
| Government Effectiveness | -12906.64  | 0.848 | .0008581   | 0.000 | 187957.7          | 0.662 |
| Regulatory Quality       | -53930.78  | 0.424 | .000641    | 0.000 | 114786.7          | 0.182 |
| Rule of Law              | -333655    | 0.494 | -5.31e-06  | 0.991 | 221602.7          | 0.621 |

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.2 Employees

Pode-se perceber no Gráfico 10 que, após a crise de 2008, as SOEs Majoritárias apresentaram um aumento mais acentuado nos investimentos, seguindo de uma forte queda após o ano de 2010. Portanto, espera-se que o resultado do *Diff-in-Diff* venha a corroborar com a ideia de que em ambientes com risco elevado de expropriação, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais na contratação de empregados em relação às privadas.

No Gráfico 11 também se nota um aumento no investimento em empregados feito por SOEs que têm o governo como acionista majoritário, após a crise de 2008. Enquanto que as empresas privadas apresentaram praticamente o mesmo padrão de comportamento durante todo o período. Sendo assim, espera-se que o resultado do *Diff-in-Diff* possa comprovar a ideia de que em ambientes mais corruptos, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

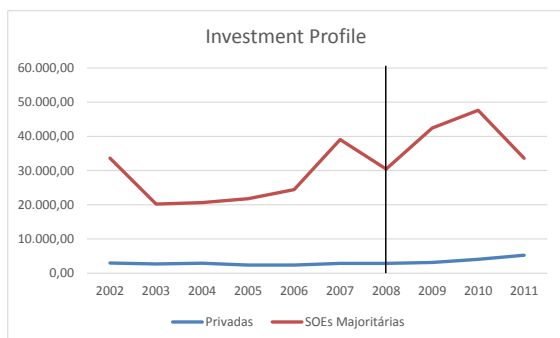


Gráfico 10 – Investimentos em empregados (ambientes com risco elevado de expropriação)  
Fonte: Dados da pesquisa

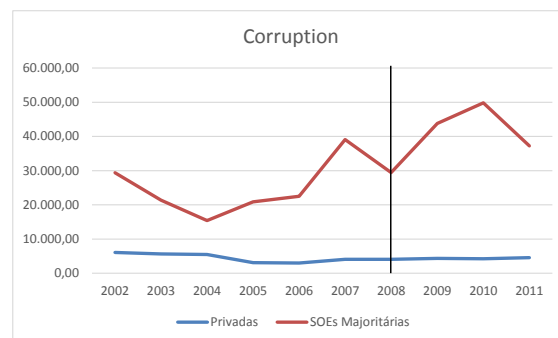


Gráfico 11 – Investimentos em empregados (ambientes mais corruptos)  
Fonte: Dados da pesquisa

Assim como o ocorrido nos dois gráficos anteriores, o Gráfico 12 apresenta uma disparidade em relação aos investimentos em empregados após o ano de 2008. Nesse caso, novamente as SOEs apresentaram uma elevação nos investimentos e as empresas privadas praticamente mantiveram o mesmo padrão ao longo dos anos. Desta forma, espera-se confirmar com o resultado do *Diff-in-Diff* que em ambientes com baixa qualidade burocrática, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

O Gráfico 13 apresenta o comportamento das empresas em ambientes onde existe um maior o uso do poder público para ganhos privados. Portanto, as empresas estatais investiram mais em empregados após a crise de 2008, enquanto que as empresas privadas mantiveram a quantidade de empregados em um mesmo nível. Assim, espera-se que após o teste do *Diff-in-Diff* possa-se concluir que em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

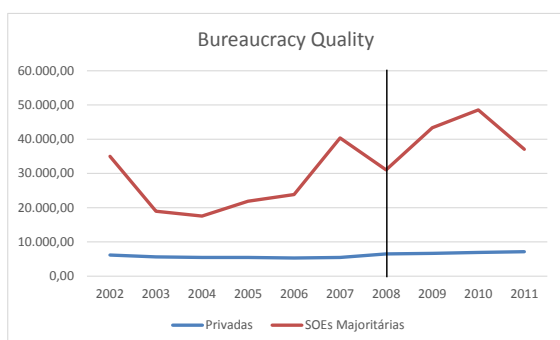


Gráfico 12 – Investimentos em empregados (ambientes com baixa qualidade burocrática)  
Fonte: Dados da pesquisa

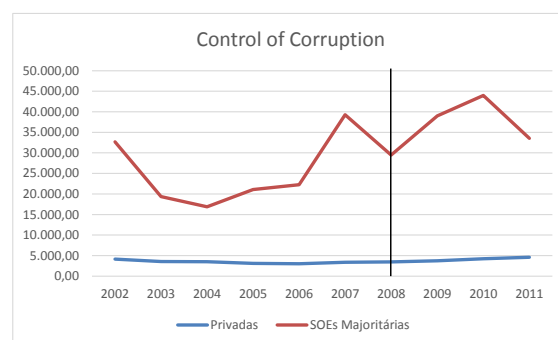


Gráfico 13 – Investimentos em empregados (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados)  
Fonte: Dados da pesquisa



O Gráfico 14 apresentou um comportamento distinto dos gráficos anteriores em relação aos investimentos em empregados feitos por SOEs que têm o governo como acionista majoritário, pois, após um aumento nos investimentos de 2008 para 2009, houve redução e, logo após, outro aumento mais acentuado. Como as empresas privadas não apresentaram grandes mudanças ao longo do tempo, espera-se que se possa concluir com o teste do *Diff-in-Diff* que em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

Os Gráficos 15 e 16 também apresentaram comportamento semelhante ao da maioria dos gráficos referentes à variável empregados, quando houve, para as SOEs majoritárias, um aumento acentuado na quantidade de empregados após 2008 e uma redução após 2010. Sendo assim, espera-se que em ambientes em com baixa capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas e pouco respeito pelas regras e leis da sociedade, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

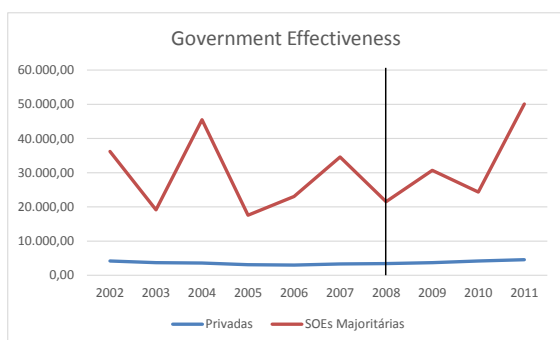


Gráfico 14 – Investimentos em empregados (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo)

Fonte: Dados da pesquisa

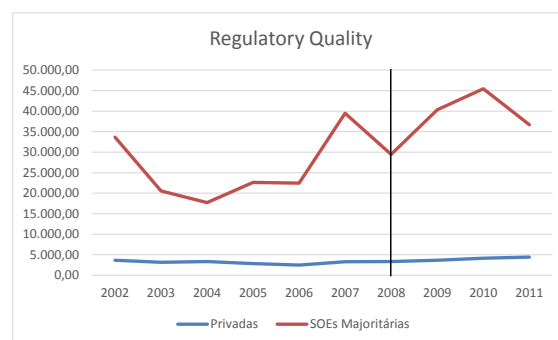


Gráfico 15 – Investimentos em empregados (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca)

Fonte: Dados da pesquisa

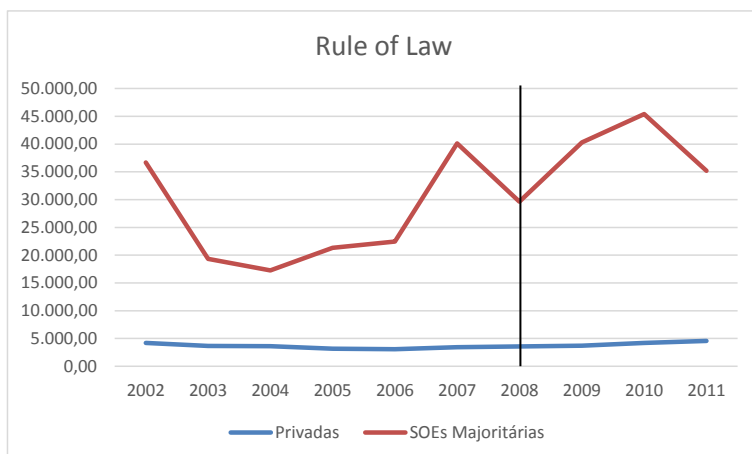


Gráfico 16 – Investimentos em empregados (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade)

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 9 tem-se os resultados do *Diff-in-Diff* para a variável Employees. Os valores da significância (abaixo de 10%) da coluna tipoXcrise, com exceção da variável Investment Profile, indicam que existe diferença entre as empresas privadas e SOEs após o período de crise. Já os resultados da significância (acima de 10%) da coluna tipoXcrise (2006) indicam que não existe diferença entre as empresas privadas e SOEs se o ponto de corte for o ano de 2006.

Com relação à carga do sinal dos coeficientes da variável tipoXcrise, praticamente todas as variáveis que caracterizam ambientes com potencial de conflito Principal-Principal apresentaram carga positiva, com exceção da variável Investment Profile. O sinal e a significância das demais variáveis permitem a confirmação parcial da hipótese H1b: em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em empregados em relação às empresas privadas.

Os coeficientes da variável Desempenho (ROA Operacional) podem indicar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm investimentos menos eficientes em relação às empresas privadas. Portanto, as SOEs investiram mais em empregados após a crise de 2008, contudo, seu desempenho foi inferior ao das empresas privadas. Esse resultado pode ser um indício de que os políticos utilizam a sua influência sobre as estatais para indicar a contratação de empregados em troca de favores políticos.

Tabela 9 – Resultados Diff-in-Diff Employees (base de dados elevado PP)

| Employees                |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | tipoXcrise | P> z  | Desempenho | P> z  | tipoXcrise (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | -6237.27   | 0.354 | -.0008188  | 0.001 | 3191.432          | 0.304 |
| Corruption               | 7020.622   | 0.029 | -.0008836  | 0.001 | 4383.762          | 0.126 |
| Bureaucracy Quality      | 6880.394   | 0.036 | -.000912   | 0.000 | 3552.832          | 0.247 |
| Control of Corruption    | 6323.302   | 0.034 | -.000871   | 0.001 | 4011.614          | 0.153 |
| Government Effectiveness | 6240.494   | 0.036 | -.0008925  | 0.001 | 3842.734          | 0.173 |
| Regulatory Quality       | 6476.997   | 0.035 | -.0009394  | 0.001 | 3565.924          | 0.218 |
| Rule of Law              | 6348.494   | 0.033 | -.0009048  | 0.001 | 3945.834          | 0.163 |

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.3 Intangible Assets

O Gráfico 17 mostra que, após a crise de 2008, as SOEs Majoritárias apresentaram um constante aumento nos investimentos em ativos intangíveis, enquanto que as empresas privadas apresentaram um leve aumento. Portanto, espera-se que o resultado do *Diff-in-Diff* venha a corroborar com a ideia de que em ambientes com risco elevado de expropriação, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis em relação às privadas.

No Gráfico 18 nota-se um aumento no investimento em ativos intangíveis feito por empresas privadas, após a crise de 2008. Enquanto que as SOEs que têm o governo como acionista majoritário não apresentaram um padrão de comportamento durante todo o período. Sendo assim, não se espera que o resultado do *Diff-in-Diff* possa comprovar a ideia de que em ambientes mais corruptos, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

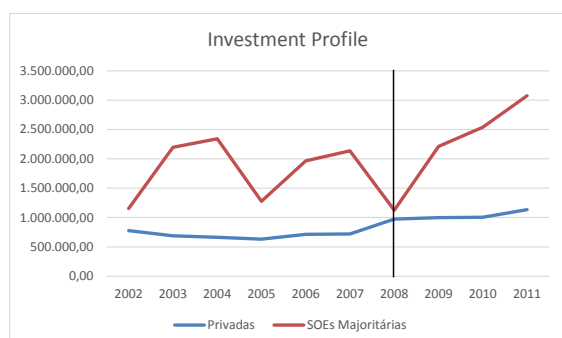


Gráfico 17 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com risco elevado de expropriação)  
Fonte: Dados da pesquisa

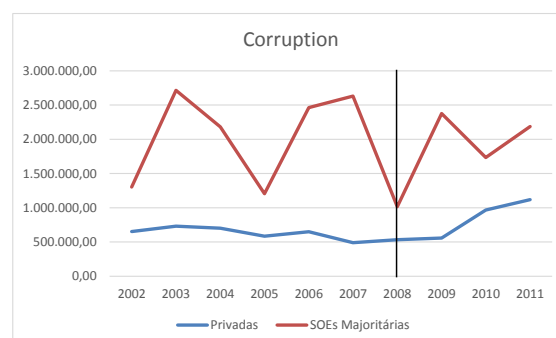


Gráfico 18 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes mais corruptos)  
Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 19 e 20 mostram que, após o ano de 2008, houve um acentuado aumento nos investimentos em ativos intangíveis por parte das SOEs que têm o governo como acionista majoritário, enquanto que as empresas privadas não promoveram a mesma intensidade com relação ao aumento nos investimentos. Assim, espera-se confirmar com o resultado do *Diff-in-Diff* que em ambientes com baixa qualidade burocrática e com maior o uso do poder público para ganhos privados, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

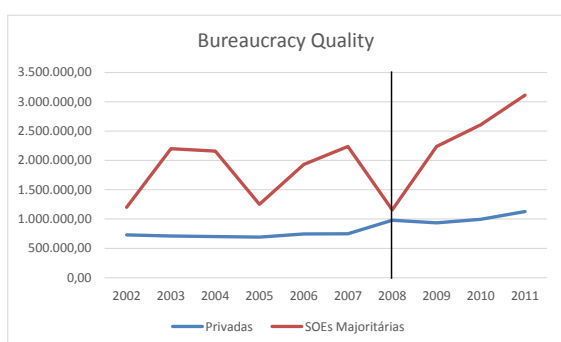


Gráfico 19 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixa qualidade burocrática)  
Fonte: Dados da pesquisa

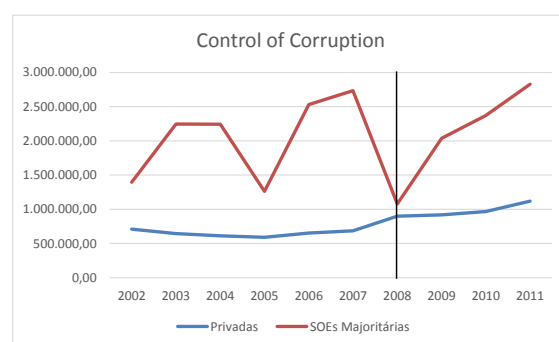


Gráfico 20 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados)  
Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se no Gráfico 21 que as SOEs que têm o governo como acionista majoritário não apresentaram um padrão de comportamento durante todo o período, enquanto que as empresas privadas apresentaram um leve aumento em ativos intangíveis após a crise de 2008. Sendo assim, não se pode esperar que em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis em relação às empresas privadas.

Nos Gráficos 22 e 23 se nota, após a crise de 2008, um aumento considerável no investimento em ativos intangíveis feito por SOEs que têm o governo como acionista majoritário. Enquanto que as empresas privadas também promoveram um aumento após 2008, mas não na mesma proporção. Sendo assim, espera-se que o resultado do *Diff-in-Diff* possa comprovar a ideia de que ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca e com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da

sociedade, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

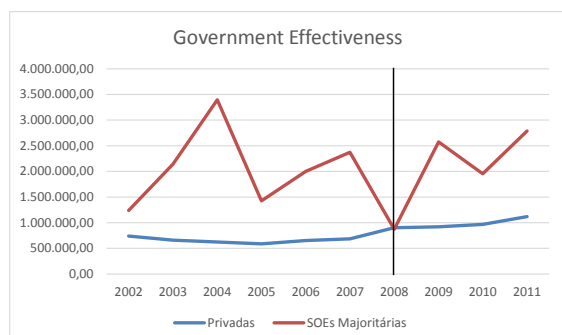


Gráfico 21 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo)

Fonte: Dados da pesquisa

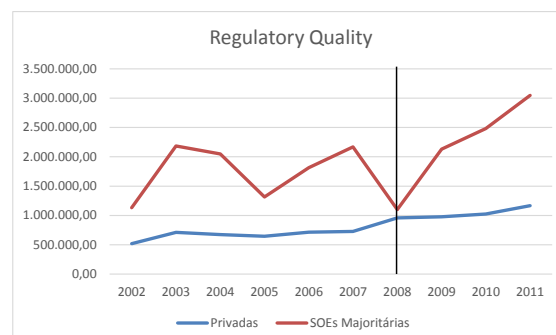


Gráfico 22 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca)

Fonte: Dados da pesquisa

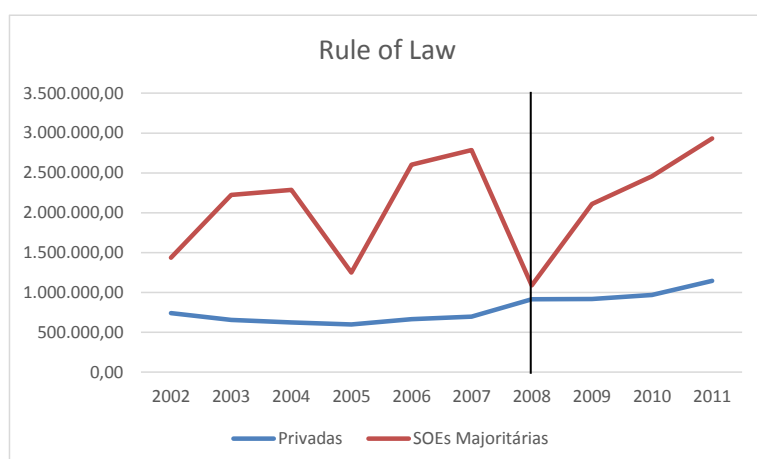


Gráfico 23 – Investimentos em ativos intangíveis (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade)

Fonte: Dados da pesquisa

Na Tabela 10 tem-se os resultados do *Diff-in-Diff* para a variável Intangible Assets. Os valores da significância (abaixo de 10%) da coluna tipoXcrise, com exceção da variável Investment Profile, indicam que existe diferença entre as empresas privadas e SOEs após 2007. Quanto ao placebo, os resultados da significância (acima de 10%) da coluna tipoXcrise (2006) indicam que não existe diferença entre as empresas privadas e SOEs, utilizando o ano de 2006 como ponto de corte.

A hipótese H1c foi confirmada para quase todas as variáveis que caracterizam ambientes com potencial de conflito Principal-Principal, com exceção da variável Investment Profile que apresentou sinal negativo para o coeficiente da variável tipoXcrise. Portanto, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis em relação às empresas privadas. Quanto à análise dos coeficientes da variável Desempenho, apenas as variáveis Bureaucracy Quality, Control of Corruption, Government Effectiveness e Rule of Law apresentaram significância. Assim, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm investimentos em ativos intangíveis menos eficientes em relação às empresas privadas.

Tabela 10 – Resultados Diff-in-Diff Intangible Assets (base de dados elevado PP)

| Intangible Assets        |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | tipoXcrise | P> z  | Desempenho | P> z  | tipoXcrise (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | -3.97e+08  | 0.372 | -.85891    | 0.112 | 208808.8          | 0.763 |
| Corruption               | 2.86e+08   | 0.076 | -.3475145  | 0.589 | -17821.91         | 0.979 |
| Bureaucracy Quality      | 3.07e+08   | 0.072 | -.8784177  | 0.096 | 274390.2          | 0.694 |
| Control of Corruption    | 3.35e+08   | 0.073 | -.9759762  | 0.095 | 253523.5          | 0.702 |
| Government Effectiveness | 3.39e+08   | 0.073 | -.9810998  | 0.097 | 248902.5          | 0.709 |
| Regulatory Quality       | 4.00e+08   | 0.073 | -.8398864  | 0.112 | 128713.8          | 0.845 |
| Rule of Law              | 3.42e+08   | 0.073 | -.9808328  | 0.096 | 222218.2          | 0.731 |

Fonte: Dados da pesquisa

#### 5.3.4 Short-Term Investments

Os Gráficos 24 e 25 mostram que tanto as SOEs quanto as empresas privadas não exibiram um padrão de comportamento durante todo o período. Desse modo, não se pode esperar que o resultado do *Diff-in-Diff* venha a confirmar a ideia de que em ambientes com risco elevado de expropriação e em ambientes mais corruptos, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais investimentos de curto prazo em relação às privadas.

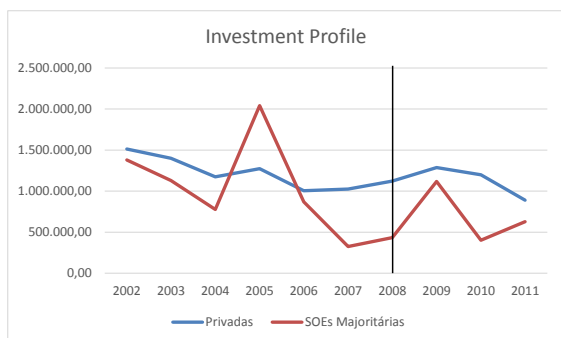


Gráfico 24 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com risco elevado de expropriação)

Fonte: Dados da pesquisa

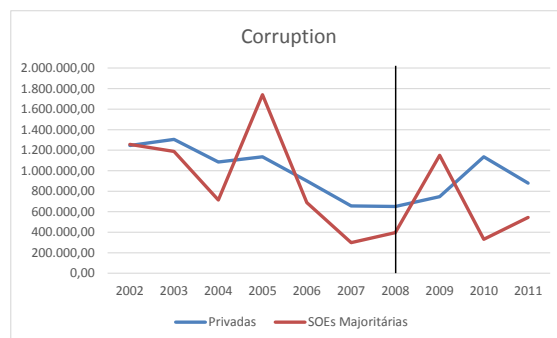


Gráfico 25 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes mais corruptos)

Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 26 e 27 também não obedeceram um padrão ao longo do tempo, o que denota que o resultado do *Diff-in-Diff* provavelmente não seja adequado para afirmar que em ambientes com baixa qualidade burocrática e com maior o uso do poder público para ganhos privados, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo em relação às empresas privadas.

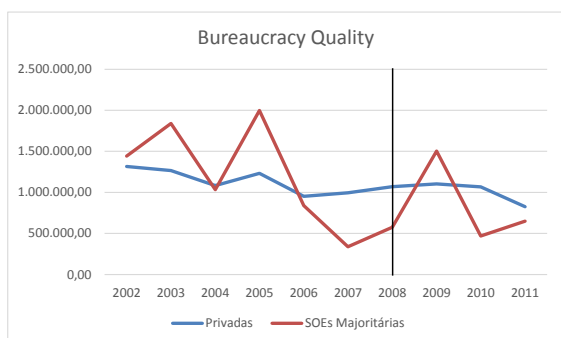


Gráfico 26 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixa qualidade burocrática)

Fonte: Dados da pesquisa

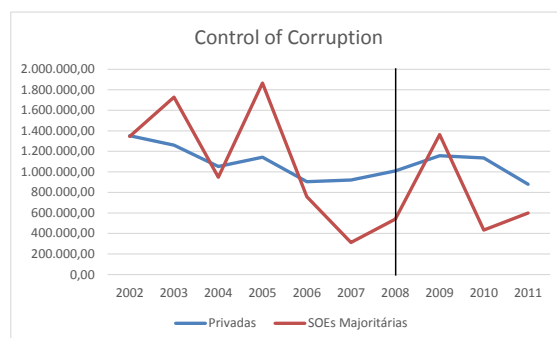


Gráfico 27 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados)

Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 28, 29 e 30 seguem o mesmo comportamento dos anteriores com relação à variável Short-Term Investments. Portanto, possivelmente o resultado do *Diff-in-Diff* não será favorável para afirmar que em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo, que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca e com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas.

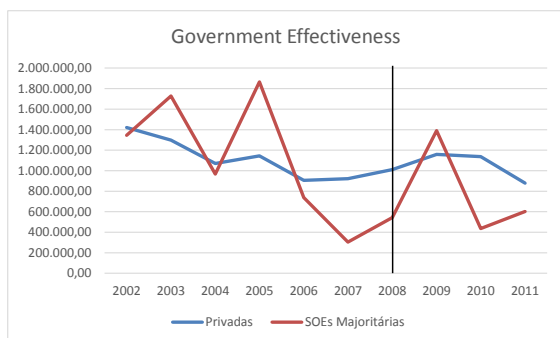


Gráfico 28 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo)

Fonte: Dados da pesquisa

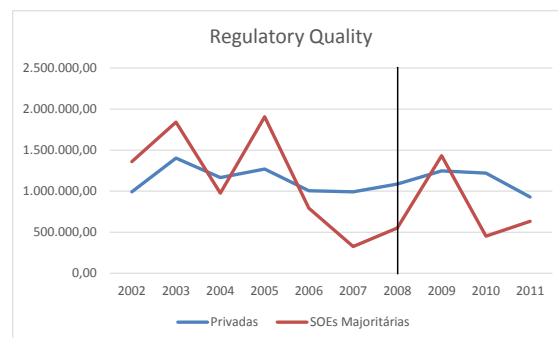


Gráfico 29 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca)

Fonte: Dados da pesquisa

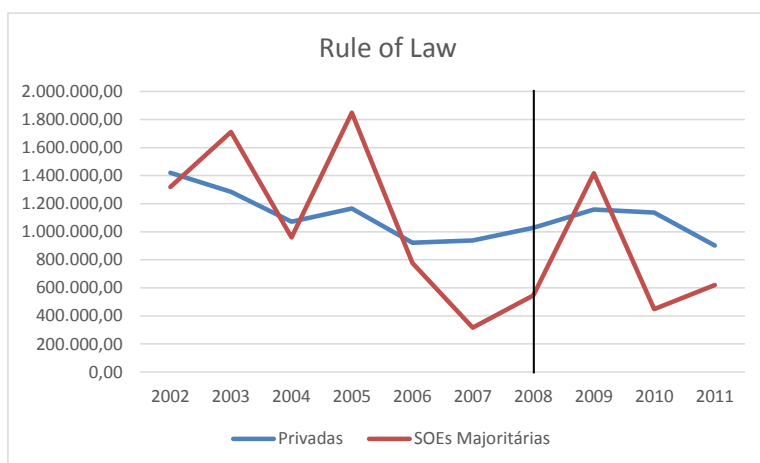


Gráfico 30 – Investimentos em investimentos de curto prazo (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade)

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados da Tabela 11 para a variável Short-Term Investments apontam, no geral, que existe diferença entre as empresas privadas e SOEs após 2007 e que não existe diferença entre as empresas privadas e SOEs, após o ano de 2006. Mais uma vez, a hipótese H1d foi confirmada para quase todas as variáveis que caracterizam ambientes com potencial de conflito Principal-Principal, com exceção da variável Investment Profile que apresentou sinal negativo para o coeficiente da variável tipoXcrise. Portanto, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo em relação às empresas privadas.

Em relação aos coeficientes da variável Desempenho, apenas a variável Corruption não apresentou significância. Portanto, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de



conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm investimentos de curto prazo menos eficientes em relação às empresas privadas.

Tabela 11 – Resultados Diff-in-Diff Short-Term Investments (base de dados elevado PP)

| Short-Term Investments   |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | tipoXcrise | P> z  | Desempenho | P> z  | tipoXcrise (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | -1.04e+09  | 0.358 | -2.143233  | 0.060 | -458554.6         | 0.353 |
| Corruption               | 6.84e+08   | 0.048 | -1.000474  | 0.442 | -482875.9         | 0.298 |
| Bureaucracy Quality      | 8.26e+08   | 0.063 | -1.793166  | 0.062 | -628876.6         | 0.243 |
| Control of Corruption    | 8.84e+08   | 0.058 | -1.98723   | 0.062 | -595513.2         | 0.236 |
| Government Effectiveness | 8.95e+08   | 0.058 | -2.008554  | 0.061 | -596421.8         | 0.239 |
| Regulatory Quality       | 1.11e+09   | 0.055 | -2.126741  | 0.060 | -588788.9         | 0.254 |
| Rule of Law              | 9.01e+08   | 0.058 | -2.013031  | 0.061 | -587579.7         | 0.246 |

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.5 Sale of Investments

O Gráfico 31 mostra que tanto as SOEs quanto as empresas privadas apresentaram um aumento nos investimentos a partir de 2008. Sendo assim, o resultado do *Diff-in-Diff* pode apontar diferenças, mas, não fica claro que o resultado da hipótese H1e (em ambientes com elevado risco de expropriação, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às privadas) vai ocorrer. No Gráfico 32 também se espera que o resultado do *Diff-in-Diff* aponte diferenças. Contudo, pode ocorrer o oposto do esperado: em ambientes mais corruptos, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às privadas. Isto porque a intensidade do aumento nos investimentos realizados pelas empresas privadas foi bem maior.

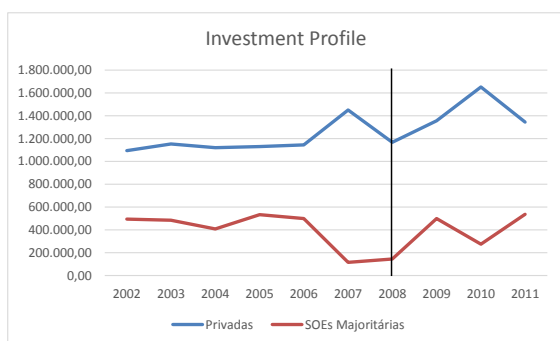


Gráfico 31 – Retorno dos investimentos (ambientes com risco elevado de expropriação)

Fonte: Dados da pesquisa

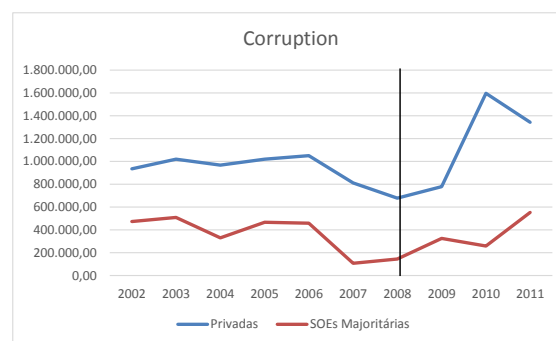


Gráfico 32 – Retorno dos investimentos (ambientes mais corruptos)

Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 33 e 34 são muito semelhantes e ambos os tipos de empresas promoveram um aumento nos investimentos a partir de 2008. Assim, espera-se que o resultado do *Diff-in-Diff* provavelmente seja adequado para afirmar que em ambientes com baixa qualidade burocrática e com maior o uso do poder público para ganhos privados, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às empresas privadas. Esse resultado é esperado, pois, a quantia investida no ano de 2011 para as SOEs é bem superior à quantia investida em 2008, enquanto que nas empresas privadas a comparação entre os anos de 2008 e 2011 mostra que, apesar de também apresentar um aumento, o mesmo não foi tão elevado quanto no caso das SOEs.

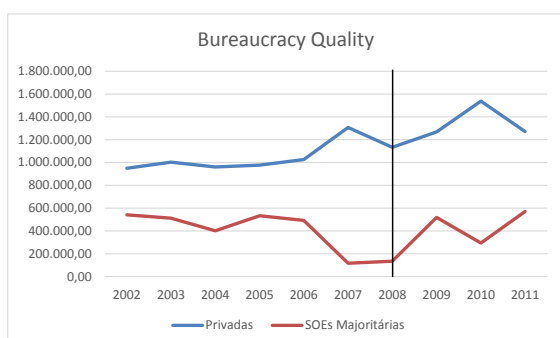


Gráfico 33 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixa qualidade burocrática)

Fonte: Dados da pesquisa

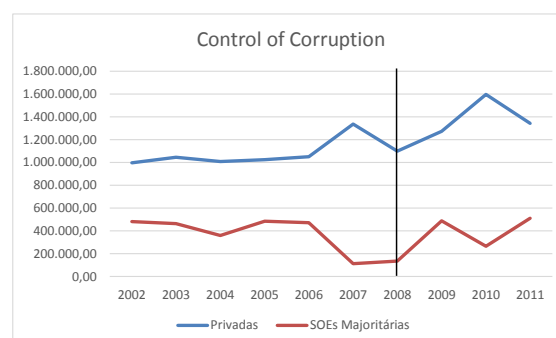


Gráfico 34 – Retorno dos investimentos (ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados)

Fonte: Dados da pesquisa

Os Gráficos 35, 36 e 37 seguem o mesmo comportamento dos anteriores com relação à variável Sale of Investments. Portanto, possivelmente o resultado do *Diff-in-Diff* será favorável para afirmar que em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo, que a capacidade

do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca e com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às empresas privadas.

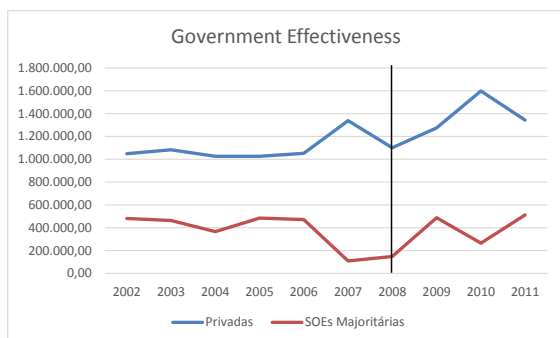


Gráfico 35 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo)

Fonte: Dados da pesquisa

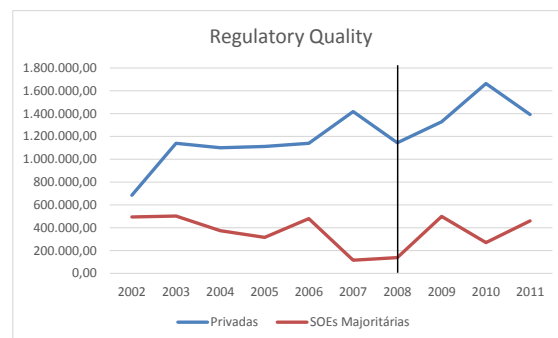


Gráfico 36 – Retorno dos investimentos (ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca)

Fonte: Dados da pesquisa

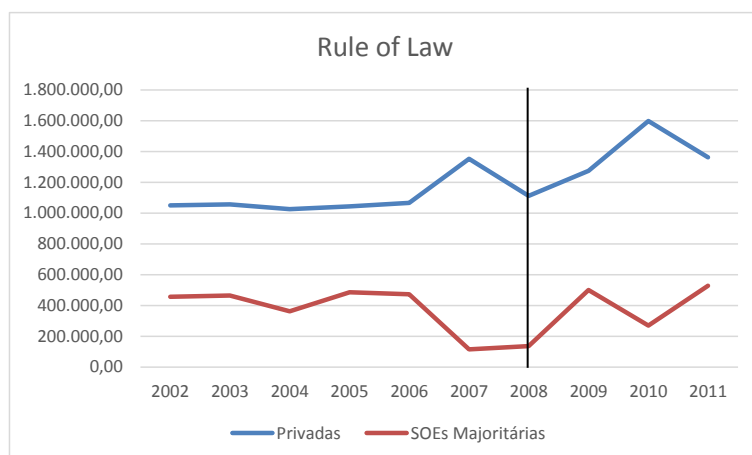


Gráfico 37 – Retorno dos investimentos (ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade)

Fonte: Dados da pesquisa

Com exceção das variáveis Investment Profile e Bureaucracy Quality, todas as demais variáveis que caracterizam ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal apresentaram coeficientes significativos, ou seja, abaixo de 10% (TABELA 12). A carga dos sinais permite confirmar a hipótese H1e (em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às empresas privadas), pois os resultados

indicam que, além de apresentarem um menor retorno dos investimentos, as SOEs majoritárias também tiveram um desempenho operacional inferior ao das empresas privadas.

Tabela 12 – Resultados Diff-in-Diff Sale of Investments (base de dados elevado PP)

| Sale of Investments      |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | tipoXcrise | P> z  | Desempenho | P> z  | tipoXcrise (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | -814560.2  | 0.300 | -.0017649  | 0.013 | 112584.6          | 0.425 |
| Corruption               | -295168.7  | 0.057 | -.0007401  | 0.008 | 258443.6          | 0.164 |
| Bureaucracy Quality      | -424425.1  | 0.197 | -.0001023  | 0.803 | 178843.6          | 0.207 |
| Control of Corruption    | -546951.3  | 0.000 | -.0007667  | 0.008 | 41651.06          | 0.751 |
| Government Effectiveness | -547840.7  | 0.000 | -.0007575  | 0.009 | 43435.53          | 0.741 |
| Regulatory Quality       | -538361.9  | 0.000 | -.0008256  | 0.004 | 100278.7          | 0.462 |
| Rule of Law              | -562700.8  | 0.000 | -.000813   | 0.005 | 45150.23          | 0.733 |

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.6 Desempenho

Com relação à variável ROA Operacional, a primeira análise realizada foi com a utilização de todas as variáveis de investimento como variáveis independentes (TABELA 13). Nesse caso, não foi possível evidenciar que existem diferenças antes e após a crise de 2008 (a significância de todas as variáveis ficou acima de 10%). Do mesmo modo, também não foi encontrada diferença antes e depois de 2006. Portanto, estes resultados não permitem a aceitação da hipótese H2. Como alternativa, também se realizou os mesmos testes, porém, utilizando-se apenas uma variável de investimento por vez (TABELAS 19 a 24) e, mesmo assim, também não foram encontradas evidências para suportar a hipótese H2.

Tabela 13 – Resultados Diff-in-Diff Desempenho (base de dados elevado PP)

| ROA Operacional          |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 15.87838   | 0.582 | 33.29476          | 0.174 |
| Corruption               | -8.82821   | 0.716 | 38.00999          | 0.212 |
| Bureaucracy Quality      | -12.71347  | 0.571 | 26.60046          | 0.188 |
| Control of Corruption    | -15.61213  | 0.545 | 29.38217          | 0.194 |
| Government Effectiveness | -14.49528  | 0.574 | 31.05351          | 0.175 |
| Regulatory Quality       | -14.27841  | 0.619 | 36.89503          | 0.142 |
| Rule of Law              | -13.45184  | 0.602 | 32.19864          | 0.167 |

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.7 Resumo dos resultados

De uma forma geral, os indicadores de governança corporativa podem ser relacionados com os investimentos feitos pelas empresas estatais. Quanto ao indicador Investment Profile o risco de expropriação e de repartição indevida dos lucros pode ser um fator que indique um maior investimento por parte das SOEs, tendo em vista que os políticos visam conseguir ganhos privados a partir destes investimentos. Com relação à corrupção (Corruption), os governos utilizam as SOEs com intuito de tentar diminuir a desigualdade em seu país, pagando salários mais elevados ou contratando mais empregados do que o necessário (AVSAR; KARAYALCIN; ULUBASOGLU, 2013). Portanto, em ambientes mais corruptos os políticos utilizam sua influência sobre as SOEs para aumentar os investimentos e conseguir ganhos privados, tendo em vista que a corrupção é uma das formas de se burlar instituições e praticar atos oportunistas. Uma vez que existe o sentimento de que ela é controlada, cai o oportunismo.

Quanto à qualidade burocrática (Bureaucracy Quality), quando o indicador de qualidade burocrática é baixo, existe uma maior pressão política sobre a burocracia. Portanto, os políticos podem se aproveitar desta situação para exercer sua influência sobre às SOEs no sentido de conseguirem ganhos políticos/privados. Em relação ao controle da corrupção (Control of Corruption), em ambientes com maior o uso do poder público para ganhos privados as SOEs que têm o governo como acionista majoritário pode investir do que as empresas privadas. Seguindo a ideia de Svensson (2005), na qual a corrupção política pode ser considerada como um abuso de poder, cargo ou recursos por governantes para ganho pessoal, esse fato justifica-se pela utilização da influência dos políticos sobre as empresas estatais para conseguirem ganhos políticos/privados.

Em ambientes com baixa qualidade dos serviços do governo (Government Effectiveness), as SOEs que têm o governo como acionista majoritário podem investir mais do que as empresas privadas. Conforme Shleifer e Vishny (1994), as SOEs são empresas ineficientes em virtude das pressões que os políticos exercem sobre elas. Portanto, a baixa qualidade dos serviços públicos pode indicar que existe uma maior probabilidade de os serviços serem utilizados pelos políticos com objetivo de ganhos privados/políticos.

Em ambientes em que a capacidade do governo de formular e implementar políticas sólidas é fraca (Regulatory Quality), as SOEs que têm o governo como acionista majoritário

investem mais do que as empresas privadas. Conforme Williamson (1979), a regulação é a forma do governo limitar comportamentos oportunistas das firmas, sendo assim, se o governo não for capaz de implementar políticas sólidas para combater oportunismos, os políticos terão mais facilidade em buscar ganhos privados, o que pode comprometer a eficiência dos investimentos. Com relação ao indicador Rule of Law, em ambientes com baixo senso de confiança e respeito pelas regras e leis da sociedade, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas. Portanto, os políticos podem exercer mais a sua influência sobre as SOEs para conseguir ganhos privados em virtude de o sentimento de impunidade ser maior.

Excetuando-se a variável Increase in Investments, na qual nenhuma variável que representa ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal se mostrou significativa, todas as demais variáveis foram utilizadas para a confirmação ou refutação das hipóteses (QUADRO 5). Portanto, a hipótese H1a não foi confirmada, não sendo possível confirmar a ideia de que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas.

A hipótese H1b foi confirmada parcialmente. Apenas a variável Investment Profile mostrou sinal do coeficiente negativo, ocorrendo justamente o oposto do esperado: em ambientes com elevada viabilidade de expropriação e repartição indevida de lucros as empresas estatais investiram menos em empregados do que as empresas privadas. Esse resultado pode ser explicado pelo fato dos políticos não obterem benefício financeiro com uma maior quantidade de empregados, pois, já que todas as empresas são de capital aberto, o lucro teoricamente teria que ser dividido entre mais pessoas.

O sinal e a significância das demais variáveis permitem a confirmação parcial da hipótese H1b: em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em empregados em relação às empresas privadas. Nesse caso, os políticos podem ter utilizado a sua influência sobre as empresas estatais para indicar a contratação de mais empregados e, com isso, obter ganhos privados/políticos. Assim, os novos empregados servem tanto para o político ganhar votos quanto para ele praticar atos ilícitos, pois, o empregado indicado pelo político pode se sentir obrigado a ajudá-lo, tendo em vista o fato de que o político foi quem garantiu o seu emprego.

Os governos utilizam as SOEs com intuito de tentar diminuir a desigualdade em seu país, pagando salários mais elevados ou contratando mais empregados do que o necessário (AVSAR; KARAYALCIN; ULUBASOGLU, 2013). Portanto, em ambientes mais corruptos os políticos utilizam sua influência sobre as SOEs para aumentar a contratação de empregados e conseguir ganhos privados, tendo em vista que a corrupção é uma das formas de se burlar instituições e praticar atos oportunistas. Uma vez que existe o sentimento de que ela é controlada, cai o oportunismo. Esse resultado corrobora com a ideia do trabalho de Aidt (2009), no qual a ideia geral é que a corrupção facilita as trocas de benefícios, o que não ocorreria em outros ambientes.

Quando o indicador de qualidade burocrática é baixo, existe uma maior pressão política sobre a burocracia. Portanto, os políticos podem se aproveitar desta situação para exercer sua influência sobre às SOEs no sentido de conseguirem ganhos políticos/privados. Contudo, a contratação de mais empregados do que o necessário pode diminuir a qualidade dos serviços do governo. Em ambientes onde a regulação do governo é fraca, os comportamentos oportunistas são mais frequentes, então, os políticos têm mais facilidade em conseguir ganhos privados. Além disso, os políticos podem exercer mais a sua influência sobre as SOEs para conseguir ganhos privados se o sentimento de impunidade for maior.

A hipótese H1c também foi confirmada para quase todas as variáveis que caracterizam ambientes com potencial de conflito Principal-Principal, com exceção novamente da variável Investment Profile que apresentou sinal negativo para o coeficiente da variável tipoXcrise. Portanto, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis em relação às empresas privadas. Como a administração dos ativos intangíveis é mais complexa do que a dos ativos tangíveis (LEV, 2001), os políticos podem se aproveitar desse fato para utilizar a sua influência sobre as SOEs e promover um aumento nos investimentos nesse quesito. Deste modo, como as informações sobre os ativos intangíveis são mais imprecisas, os políticos têm mais facilidade em utilizar esses recursos para obter ganhos privados/políticos.

A hipótese H1d também foi parcialmente confirmada, pois quase todas as variáveis que caracterizam ambientes com potencial de conflito Principal-Principal, com exceção da variável Investment Profile, apresentaram sinal positivo para o coeficiente da variável tipoXcrise.

Portanto, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo em relação às empresas privadas. Como os investimentos de curto prazo são mais fáceis de serem liberados, os políticos podem se aproveitar desta facilidade para induzir investimentos realizados por empresas estatais e obterem benefícios privados a partir destes investimentos.

A carga dos sinais permitiu a confirmação da hipótese H1e. Nesse caso, pode-se afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm uma menor receita de investimentos de longo prazo em relação às empresas privadas. Após a crise de 2008 as empresas estatais majoritárias, além de apresentarem um menor retorno dos investimentos, também tiveram um desempenho operacional inferior ao das empresas privadas. Portanto, a influência dos políticos sobre as SOEs pode ter sido um importante fator para que ocorresse uma quantidade maior de investimentos e um retorno menor desses investimentos. Como o objetivo dos políticos é um ganho privado, a eficiência dos investimentos pode não ter sido levada em consideração.

Conforme, Shleifer e Vishny (1994), as SOEs são empresas ineficientes justamente em virtude das pressões que os políticos exercem sobre elas. Por esse motivo, esperava-se que a hipótese H2 fosse confirmada, o que não aconteceu. Consequentemente, não se pode afirmar que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultados piores do que os das empresas privadas.



| H   | Hipótese   | Resultados                    |
|-----|--|-------------------------------|
| H1a | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais do que as empresas privadas   | Hipótese não aceita           |
| H1b | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em empregados do que as empresas privadas                           | Hipótese aceita parcialmente  |
| H1c | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em ativos intangíveis do que as empresas privadas                   | Hipótese aceita parcialmente  |
| H1d | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em investimentos de curto prazo do que as empresas privadas         | Hipótese aceita parcialmente  |
| H1e | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultado de investimento de longo prazo pior do que os das empresas privadas | Hipótese aceita integralmente |
| H2  | Em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultado operacional pior do que os das empresas privadas                    | Hipótese não aceita           |

Quadro 5 – Desdobramento de hipóteses - resultados

Fonte: Dados da pesquisa

## 6 CONCLUSÕES

Esta pesquisa tem por objetivo testar o efeito do ambiente político nos investimentos feitos por empresas estatais. Outras pesquisas que estudaram a decisão de investir por parte das SOEs apontaram diversos fatores como motivadores desta decisão, tais como concorrência, monitoramento do *board*, risco de carreira, folga de recursos. Este estudo aborda uma perspectiva que também pode afetar a decisão das SOEs em realizar investimentos: o ambiente político. A adoção de uma nova perspectiva pode permitir a produção de novos conhecimentos nesse campo de estudo, sendo considerada uma importante justificativa para a execução dessa pesquisa.

Foram utilizados dados secundários disponíveis em base de dados reconhecidas e confiáveis. Foram utilizadas 96.379 observações de empresas de 41 países obtidas na base de dados Compustat Global entre os anos de 2002 e 2011. Como medida de investimentos foram utilizadas as variáveis Empregados, Ativo Intangível, Investimento de Curto Prazo, Aumento nos Investimentos e Retorno dos Investimentos. Os indicadores referentes à Governança Corporativa e Corrupção foram coletados a partir da base de dados do Banco Mundial Worldwide Governance Indicators (WGI) e da International Country Risk Guide.

Os resultados dos desdobramentos puderam confirmar parcialmente a hipótese H1 (de que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário investem mais em relação às empresas privadas). Diante da análise dos resultados, este estudo sugere que os políticos usam a sua influência sobre as empresas em que o governo como acionista majoritário com objetivo de obter ganhos políticos/privados. A influência dos políticos pode resultar em uma ineficiência operacional, pois, por exemplo, eles podem induzir a alocação de recursos em regiões que são alvo de disputa política em detrimento de regiões economicamente atrativas. Contudo, diante dos resultados encontrados, não foi possível a confirmação da hipótese 2 (de que em ambientes com maior potencial de conflito Principal-Principal, as SOEs que têm o governo como acionista majoritário têm resultados piores do que os das empresas privadas).

O resultado encontrado para a hipótese H1 ficou mais evidente, pois, em ambientes com pouca probabilidade de ocorrência do conflito Principal-Principal, que são ambientes com boa

governança corporativa, não se encontrou diferenças entre os investimentos realizados por empresas privadas e SOEs, nem no período do placebo (2006) nem no período de crise (pós 2008). Sendo assim, este resultado permite afirmar que em ambientes com fraca governança corporativa os políticos aproveitam o fato de terem influência sobre as empresas estatais para conseguirem ganhos privados.

## **6.1 Implicações**

Os resultados aqui abordados trazem várias implicações para a prática da administração, assim como para governos e políticas públicas. A influência dos políticos sobre as SOEs é maior em ambientes com maior potencial de conflito entre Principal-Principal, portanto, os gestores destas empresas sofrem uma maior pressão para desviarem o foco da busca por objetivos estritamente econômicos. Como os gestores podem ser perseguidos e, até mesmo, ameaçados caso não cumpram as exigências dos políticos, a solução para esse impasse tem que partir de patamares além do nível da firma. Uma possível resolução seria dar mais poder aos sindicatos, associações e imprensa para que eles possam exercer uma pressão sobre as SOEs mais relevante que a regulação e a atuação direta do governo. Como o próprio governo, por meio dos políticos, vê as empresas estatais como uma fonte de ganhos políticos/privados, a regulação por parte do governo muitas vezes se torna ineficiente, tendo em vista que há uma série de acobertamento das práticas adotadas por eles mesmos.

Além disso, é necessário um planejamento de longo prazo de mudanças estruturais no nível país. Os governantes necessitam ter a consciência de que, além de ajustes econômicos, tributários e fiscais, também são necessárias mudanças a longo prazo, de cultura, ética, valores e confiança mútua entre as pessoas. Possivelmente com uma sociedade mais evoluída nesse sentido, o oportunismo deixaria de existir e os políticos utilizariam a sua influência para buscar atender aos objetivos sociais e econômicos das SOEs.

## **6.2 Contribuições**

Esta pesquisa traz relevantes contribuições para a teoria da administração, em especial à gestão estratégica. Primeiramente, melhora a compreensão acerca da decisão de investir por parte das SOEs, incluindo uma nova perspectiva que também pode explicar a decisão das SOEs

em realizar investimentos. Além disso, outra contribuição reside na tentativa de elucidar a relação da eficiência dos investimentos realizados por empresas estatais.

Conforme Inoue, Musacchio e Lazzarini (2013), os benefícios dos tipos de empresas estatais comparados com empresas puramente privadas não têm sido examinados. Conforme os autores, o risco de problemas de agência é menor em empresas estatais em que o Estado é acionista minoritário devido a baixa intervenção do governo e ao elevado monitoramento. Como resultado, eles encontraram um efeito positivo no retorno sobre os ativos e sobre as despesas de capital das empresas estatais minoritárias. Esta tese, por sua vez, se propõe a comparar os investimentos realizados por empresas estatais majoritárias e empresas puramente privadas.

Como contribuição empírica, este estudo desenvolveu uma base de dados que envolveu a compilação de diversas fontes de dados (Compustat Global, Worldwide Governance Indicators e International Country Risk Guide). A base de dados construída, após tratamento, é composta de 96.379 observações de empresas de 41 países entre os anos de 2002 e 2011 e pode ser utilizada em outros estudos futuros relacionados à governança corporativa, empresas estatais, investimentos e eficiência dos investimentos.

### **6.3 Limitações**

A primeira limitação refere-se à base de dados. Foram utilizadas variáveis independentes de governança corporativa em um nível macroeconômico, o que tornam os resultados muito genéricos. Além disso, os indicadores de governança corporativa são medidas de percepção e, apesar de serem amplamente utilizados em pesquisas e acadêmicos, estão sujeitos a distorções. Outra limitação refere-se ao desbalanceamento do número de observações por país. Nesse caso, as técnicas estatísticas visam amenizar o problema, contudo, tal desbalanceamento pode levar a resultados enviesados.

Conforme Hoskisson *et al.*, (2000), não há um mecanismo metódico para tratar todos esses problemas relacionados à qualidade das informações históricas dos bancos de dados. Portanto, principalmente nos países emergentes e em desenvolvimento os problemas são mais frequentes por existirem diferentes padrões contábeis, distorções em virtude da inflação e

flutuações da taxa de câmbio, manipulações dos dados para reduzir os impostos a serem pagos, entre outros.

Outra limitação refere-se ao fato dos valores das variáveis referente aos investimentos e desempenho das companhias serem expressos em dólares na base de dados Compustat Global. Contudo, como a base de dados contém empresas de vários países, a flutuação da cotação do dólar pode ter interferido no resultado das análises, tendo em vista que a maneira que cada país lida com a cotação do dólar é, em alguns casos, diferente.

A base de dados Compustat Global considera as companhias como uma única organização, portanto, os dados daquelas empresas que possuem subsidiárias em outros países são agrupados em uma única entrada (na filial). Portanto, os dados referentes ao local de operação da companhia nos casos em que ela opera em outros países não são considerados para a análise. Nesse sentido, como as empresas da base são de capital aberto, não se pôde capturar as especificidades de determinados países na qual, por exemplo, o Estado poderia ter adquirido ações de uma subsidiária e se tornado o acionista majoritário da mesma.

As especificidades legais, regulatórias e institucionais dos países em relação à adoção de políticas de governança corporativa também pode ser uma limitação desta pesquisa. Países podem agir de maneiras diferentes na tentativa de evitar os problemas de agência e isto pode interferir na mensuração dos indicadores de governança corporativa utilizados neste estudo, principalmente levando em consideração que eles são medidas de percepção.

#### **6.4 Sugestões de estudos futuros**

As sugestões aqui abordadas foram desenvolvidas com o intuito de prosseguir no aprofundamento do efeito político sobre os investimentos feitos por SOEs. A primeira sugestão seria utilizar bases de dados de informações mais específicas sobre a governança corporativa. Por exemplo, o Índice de direitos anticontrolador desenvolvido por La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1998) seria uma excelente medida a ser utilizada, tendo em vista que é baseado nos direitos de voto e retrata o grau de proteção aos acionistas minoritários. Esse índice não foi utilizado neste estudo em virtude de conter informações apenas até o ano de 1997. Adicionalmente, poderia também ser utilizado os índices propostos por Gompers, Ishii e Metrick (2003) e Bebchuk, Cohen e Ferrell (2008).

Como medida de controle, também poderia ter sido utilizada a variável setor para dar mais robustez aos resultados, contudo, a mesma não foi utilizada em virtude da presença de muitos *missing values*. Alternativamente à opção de utilização do conflito entre Principal-Principal, poderia ser usada a classificação do nível de desenvolvimento dos países para tentar verificar seu impacto na quantidade investida, bem como na eficiência dos investimentos das empresas estatais. Nesse caso, pode-se esperar que em países menos desenvolvidos a influência dos políticos sobre as SOEs é maior, promovendo uma maior quantidade de recursos investidos e uma menor eficiência das empresas estatais em relação às privadas.

Outra sugestão é a utilização da classificação proposta por Musacchio e Lazzarini (2012) para SOEs minoritárias. Nesse caso, seria necessária a busca por outras bases de dados, tendo em vista que tentou-se fazer esta classificação, porém, só foram obtidos dois tipos de empresas estatais em que o governo é o acionista minoritário: empresas parcialmente privatizadas e *holdings*. Outra possível classificação a ser adotada em estudos futuros é o tipo de participação do governo nas empresas estatais majoritárias que pode ser, por exemplo, via governo federal, estadual ou via bancos de desenvolvimentos e fundos de pensão. O que se poderia verificar nessa possível pesquisa é se existe diferença com relação aos investimentos em detrimento do tipo de empresa estatal minoritária e majoritária.

Uma última sugestão seria no sentido de tentar a confirmação da hipótese H2 por meio da utilização de outras variáveis. Seria importante verificar a eficiência das empresas e dos seus investimentos para saber se, por exemplo, se as SOEs investem mais e são menos eficientes em relação às empresas privadas, o que comprovaria o mau uso dos seus recursos.

**REFERÊNCIAS**

AGHION, P.; VAN REENEN, J. V.; ZINGALES, L. **Innovation and institutional ownership**. No. w14769. National Bureau of Economic Research, 2008.

AGUILERA, R. V.; JACKSON G. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. **Academy of Management Review**, Vol. 28, p. 1–19, 2003.

AHRONI, Y. **The evolution and management of state owned enterprises**. Cambridge: Ballinger Publishing, 1986.

AIDT, T. S. Corruption, institutions, and economic development. **Oxford Review of Economic Policy**, Vol. 25, N. 2, p. 271–291, 2009.

ARREOLA, M. A. **The effects of state ownership in the internationalization of emerging multinationals** (Tese de Doutorado). Fundação Getúlio Vargas – FGV/EAESP, São Paulo, 2014.

AVSAR, V.; KARAYALCIN, C.; ULUBASOGLU, M. A. State-Owned Enterprises, inequality, and political ideology. **Economics & Politics**, Vol. 25, N. 3, p. 387-410, 2013

BAI, J.; JAYACHANDRAN, S.; MALESKY, E. J.; OLKEN, B. A. Does Economic Growth Reduce Corruption? Theory and Evidence from Vietnam (No. w19483). **National Bureau of Economic Research**, 2013.

BARDHAN, Pranab. Corruption and development: a review of issues. **Journal of Economic Literature**, Vol. 35, p. 1320-1346, 1997.

BAYSINGER, B.; KOSNIK, R. D.; TURK, T. A. Effects of board and ownership structure on corporate R&D strategy. **Academy of Management Journal**. Vol. 34, p. 205-214, 1991.

BEBCHUK, L. A.; COHEN, A.; FERRELL, A. What Matters in Corporate Governance. **Review of Financial Studies**, Vol. 22, p. 783–827, 2008.

BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S. The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, Vol. 23, N. 3, 2010.

BECK, T.; CLARKE, G.; GROFF, A.; KEEFER, P.; WALSH, P. New tools in comparative political economy: The Database of Political Institutions. **The World Bank Economic Review**, Vol. 15, N. 1, p. 165-176, 2001.

BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BOUBAKRI, N.; MANSI, S. A.; SAFFAR, W. Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. **Journal of International Business Studies**, Vol. 44, N. 3, p. 195-215, 2013.

BOZEC, R.; BRETON, G.; CÔTÉ, L. The performance of State-Owned Enterprises revisited. **Financial Accountability & Management**, Vol. 18, N. 4, p. 383-407, 2002.

BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A influência do país de origem no desempenho das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, Vol. 9, N. 4, p. 97-118, 2005.

BRUTON, G. D.; FILATOTCHEV, I.; CHAHINE, S.; WRIGHT, M. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, Vol. 31, p. 491-509, 2010.

BUDIMAN, A.; LIN, D.; SINGHAM, S. Improving performance at state-owned enterprises. **McKinsey Quarterly**, May, 2009. Disponível em: <[http://www.mckinsey.com/insights/public\\_sector/improving\\_performance\\_at\\_state-owned\\_enterprises](http://www.mckinsey.com/insights/public_sector/improving_performance_at_state-owned_enterprises)>.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Sistema Eleitoral Proporcional versus Sistema Eleitoral Majoritário**. Disponível em: <[http://edemocracia.camara.gov.br/web/reforma-politica/discuta/-/message\\_boards/message/1625995](http://edemocracia.camara.gov.br/web/reforma-politica/discuta/-/message_boards/message/1625995)>. Acesso em: 20/06/2014.

CAPOBIANCO, A.; CHRISTIANSEN, H. Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises: Challenges and Policy Options. **OECD Corporate Governance Working Papers**, No. 1, OECD Publishing, 2011.

CARCANHOLO, M.; PINTO, E.; FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. **Crise financeira internacional: natureza e impacto**. Disponível em: <[http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/crise\\_financial\\_internacional\\_gep\\_maio\\_2008.pdf](http://www.ie.ufrj.br/hpp/intranet/pdfs/crise_financial_internacional_gep_maio_2008.pdf)> Acesso em: 12 dez. 2015.

CHUNG, K.; PRUITT, S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, Vol. 23, N. 3, p. 70-74, 1994.

CLEVELAND, M.; FAVO, C. M.; FRECKA, T. J.; OWENS, C. L. Trends in the international fight against bribery and corruption. **Journal of business ethics**, Vol. 90, N. 2, p. 199-244, 2009.



CONTAS ABERTAS. **Empresas estatais têm alta de 7% nos investimentos**, 2013. Disponível em: <<http://www.contasabertas.com.br/website/arquivos/7219>>. Acesso em: 20/05/2014.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. **Análise Multivariada**: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia. São Paulo: Atlas, 2009.

CRESWELL, JOHN W. **Projeto de pesquisa**: métodos qualitativo, quantitativo e misto. Artmed, 2010.

DAVID, P.; HITT, M.; GIMENO, J. The influence of activism by institutional investors on R&D. **Academy of Management Journal**. Vol. 44, p. 144-157, 2001.

DEAN, J.; BROWNE, A.; OSTER, S. China's "State Capitalism" Sparks a Global Backlash. **Wall Street Journal**, November 16, 2010. Disponível em: <<http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424052748703514904575602731006315198>>.

DOSI, G.. **Mudança técnica e transformação industrial**: a teoria e uma aplicação à indústria dos semicondutores. Tradução: Carlos D. Szlak. Campinas: Editora da Unicamp, 2006 (Clássicos da Inovação).

DURNEV, A.; ERRUNZA, V.; MOLCHANOV, A. Property rights protection, corporate transparency, and growth. **Journal of International Business Studies**, Vol. 40, N. 9, p. 1533-1562, 2009.

EBC – EMPRESA BRASIL DE COMUNICAÇÃO. **Investimentos das estatais brasileiras atingem maior valor em 13 anos**, 2014. Disponível em: <<http://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2014-02/investimentos-das-estatais-brasileiras-atingem-maior-valor-em-13-anos>>. Acesso em: 14/04/2014.

ESFAHANI, H. S.; ARDAKANI, A. T. What Determines the Extent of Public Ownership?. **Working paper**, University of Illinois at Urbana-Champaign, 2002.

ESTRIN, S.; HANOUSEK, J.; KOCENDA, E.; SVEJNAR, J. The effects of privatization and ownership in transition economies. **Journal of Economic Literature**, Vol. 47, p. 699–728, 2009.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P. The ultimate ownership of Western European corporations. **Journal of Financial Economics**, Vol. 65, p. 365–395, 2002.

FACCIO, M.; LANG, H. P. L.; YOUNG, L. Dividends and expropriation. **American Economic Review**, VOL. 91, N. 1, p. 54–78, 2001.

FAMA, E. F. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, Vol. 88, p. 288-307, 1980.

FINKELSTEIN, S.; BOYD, B. How much does the CEO matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. **Academy of Management Journal**. Vol. 41, p. 179-199, 1998.

FOLHA DE SÃO PAULO. **Enquanto lucros e investimentos patinam, estatais ganham 40 mil novos funcionários no governo Dilma**, 2013. Disponível em: <<http://dinheiropublico.blogfolha.uol.com.br/2013/09/15/enquanto-lucros-e-investimentos-patinam-estatais-ganham-40-mil-novos-funcionarios-no-governo-dilma/>>. Acesso em: 18/08/2013.

FONTES FILHO, J. R.; PICOLIN, L. M. Governança corporativa em empresas estatais: avanços, propostas e limitações. **Revista de Administração Pública**, Vol. 42, N. 6, 2008.

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras na Crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, Vol. 19, N. 2, p. 232-248, 2015.

FRYXELL, G. E. Multiple outcome from product R&D: profitability under different strategic orientations. **Journal of Management**, Vol. 16, p. 633-646, 1990.

GOLDER, M. Democratic Electoral Systems Around the World, 1946–2000. **Electoral Studies**, Vol. 24, N. 1, p. 103–121, 2005.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. **Quarterly Journal of Economics**, Vol. 118, p. 107–155, 2003.

GRAY, C.; D. KAUFMANN. Corruption and Development. **Finance and Development**, Vol. 35, p. 7–10, 1998.

GREVE, H. R. A behavioral theory of R&D expenditures and innovations: evidence from shipbuilding. **Academy of Management Journal**. Vol. 46, p. 685-702, 2003.

GUEDES, C. F. B. **Políticas públicas de estímulo à P&D: uma avaliação dos resultados do programa regulado pela Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL** (Dissertação de Mestrado em Administração). Universidade de Brasília, 2010.

GUELLEC, D.; POTTERIE, B. From R&D to productivity growth: do the institutional settings and the source of funds of R&D matter? **Oxford Bulletin of Economics and Statistics**, Vol. 66, N. 3, p. 353-378, 2004.

GULDIKEN, O. Too much of a good thing: board monitoring and R&D investment intensity. **Anais...** Academy of Management Annual Meeting, 2013.

HAIR, J. F. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HALL, B. H.; ORIANI, R. Does the market value R&D investment by European firms? Evidence from a panel of manufacturing firms in France, Germany and Italy. **International Journal of Industrial Organization**, Vol. 24, p. 971-993, 2006.

HANSEN, G.; HILL, C. W. H. Are institutional investors myopic: a time-series study of four technology-driven industries. **Strategic Management Journal**, Vol. 12, p. 1-6, 1991.

HENISZ, W. The institutional environment for economic growth. **Economics and Politics**, Vol. 12, p. 1-31, 2000.

HILLMAN, A.; ZARDKOOHI A.; BIERMAN L. Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-specific benefits from personal service in the U.S. government. **Strategic Management Journal**, v. 20, p. 67-81, 1999.

HITT, M.; NIXON, R.; HOSKISSON, R.; KOCHAR, R. Corporate entrepreneurship and cross functional fertilization: activation, process and disintegration of a new product design team. **Entrepreneurship: theory and practice**. Vol. 23, p. 145-167, 1999.

HO, J. L. Y.; WU, A.; XU, S. X. Corporate Governance and returns on information technology investment: evidence from an emerging market. **Strategic Management Journal**, Vol. 32, p. 595-623, 2011.

HÖLMSTROM, B. Moral Hazard and Observability. **The Bell Journal of Economics**, Vol. 10, N. 1, p. 74-91, 1979.

HOSKISSON, R. E.; EDEN, L.; LAU, C. M.; WRIGHT, M. Strategy in emerging economies. **Academy of Management Journal**, Vol. 43, N. 3, p. 249-267, 2000.

HUNG, M.; WONG, T. J.; ZHANG, T. Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 53, p. 435-449, 2012.

INOUE, C. F. K. V.; LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. Leviathan as a Minority Shareholder: Firm-Level Implications of State Equity Purchases. **Academy of Management Journal**, Vol. 56, N. 6, p. 1775-1801, 2013.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Origens da Governança Corporativa**, 2014. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18166>>. Acesso em 15/04/2014.

JEFFERSON, GARY H.; HUAMAO, B.; XIAOJING, G.; XIAOYUN, Y. R&D performance in Chinese industry. **Economics of Innovation and New Technology**, Vol. 15. N. 4-5, 345-366, 2006.

JONES, L. P. **Performance Evaluation for State Owned Enterprise**. In RAMAMURTI, R.; VERNON, R. (eds.), *Privatization and Control of State Owned Enterprise*, p. 179–205. Washington D.C.: The World Bank, 1991.

KALLÁS, D. **A moderação da concentração setorial no efeito do ambiente institucional na performance empresarial** (Tese de Doutorado). Fundação Getúlio Vargas – FGV/EAESP, São Paulo, 2014.

KAUFMANN, D.; KRAAY, A.; MASTRUZZI, M. Governance matters iii: governance indicators 1996-2002, **World Bank Working Paper**, N. 3106, 2003.

KEEFER, P. **DP12006: Database of Political Institutions: Changes and Variable Definitions**. World Bank, 2007.

KIKERI, S.; SOLO, A. **State enterprises. What remains?** Public Policy for the Private Sector. No. 303, February 2006. World Bank, 2006.

KOR, Y. Y.; MAHONEY, J. T. How dynamics, management, and governance of resource deployments influence firm-level performance. **Strategic Management Journal**, Vol. 26, p. 489-496, 2005.

KORNAI, J. Resource-Constrained versus Demand-Constrained systems. **Econometrica**, Vol. 47, N. 4, 801-819, 1979.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Law and finance. **Journal of Political Economy**, Vol.106, N.6, p.1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the world. **The Journal of Finance**, Vol. 54, N. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate Governance. **Journal of Financial Economics**, Vol. 58, p. 3-27, 2000a.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, Vol. 55, N. 1, p. 1-33, 2000b.

LAWSON, C. The theory of state-owned enterprises in market economies. **Journal of Economic Surveys**, Vol. 8, p. 283–309, 1994.

LI, J.; QIAN, C. Principal-Principal Conflicts under weak Institutions: a study of Corporate Takeovers in China. **Strategic Management Journal**, Vol. 34, p. 498–508, 2013.

LI, J.; WU, J.; ZAJAC, E. J. Gets and gives: political ties as a double-edge resources for enhancing firm innovation. **Academy of Management Conference**, 2009.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 2002.

MEYER, B. D. Natural and quasi-experiments in economics. **Journal of Business & Economic Statistics**, Vol. 13, N.2, p. 151-161, 1995.

MILESI-FERRETTI, G. M.; PEROTTI, R.; ROSTAGNO, M. Electoral systems and public spending. **Quarterly Journal of Economics**, p. 609-657, 2002.

MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO. **Estatais brasileiras batem recorde de investimentos em 2013**. Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/conteudo.asp?p=noticia&ler=10930>.

MOCAN, N. What Determines Corruption? International Evidence From Micro Data, **National Bureau of Economic Research Working Paper**, 2004.

MORBAY, G. K. R&D: Its relationship to company performance. **Journal of Product Innovation Management**, Vol. 5, p. 191-200, 1998.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G. Leviathan in business: varieties of state capitalism and their implications for economic performance. Harvard Business School, **Working Paper**, No. 12–108, 2012.

NEE, V. Organizational dynamics of market transition: Hybrid forms, property rights, and mixed economy in China, **Administrative Science Quarterly**, Vol. 37, p. 1-27, 1992.

NOHRIA, N.; GULATI, R. Is slack good or bad for innovation? **Academy of Management Journal**. Vol. 39, p. 1245-1264, 1996.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **Manual Frascati**. Proposed Standard Practice for Surveys on Research and Experimental Development. 2002.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **Principles of corporate governance**, 2004. Disponível em: <<http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>>. Acesso em: 15/04/2014.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **OECD Convention on Combating Bribery of Foreign Public Officials in International Business Transactions**. Disponível em: <[http://www.oecd.org/daf/anti-bribery/ConvCombatBribery\\_ENG.pdf](http://www.oecd.org/daf/anti-bribery/ConvCombatBribery_ENG.pdf)>. Acesso em: 15/04/2014.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **State owned enterprises in China**: Reviewing the evidence in OECD Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets Occasional Paper, 2009a.

ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT – OECD. **State owned enterprises in India**: Reviewing the evidence in OECD Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets Occasional Paper, 2009b.

O'BRIEN, J. P. The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. **Strategic Management Journal**, Vol. 24, p. 415-431, 2003.

OKHMATOVSKIY, I. Performance implications of ties to the government and SOEs: A political embeddedness perspective. **Journal of Management Studies**, Vol. 47, p. 1020–1047, 2010.

PAGANO, M.; VOLPIN, P. F. The political economy of corporate governance. **American Economic Review**, p. 1005-1030, 2005.

PENG, M. W.; BRUTON, G. D.; STAN, C. Theories of the state-owned firm. Working paper, **Jindal School of Management**, University of Texas at Dallas, 2013.

PENG, M. W.; WANG, D. Y. L.; JIANG, Y. An institution based view of international business strategy: a focus on emerging economies. **Journal of International Business Studies**. Vol. 39, N. 5, p. 920–936, 2008.

PUFFER, S. M.; MCCARTHY, D. J. Can Russia's state-managed, network capitalism be competitive? Institutional pull versus institutional push. **Journal of World Business**, Vol. 42, p. 1–13, 2007.

REZENDE, F. C. Fatores políticos e institucionais nas teorias contemporâneas sobre expansão dos gastos públicos. **Revista de Economia Política**, Vol. 26, N. 2, p. 274-289, 2006.

SHAW, B. Foreign Corrupt Practices Act and Progeny: Morally Unassailable. **Cornell Int'l LJ**, Vol. 33, 2000.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 109, N. 4., p. 995-1025, 1994.

STAN, C. V.; BRUTON, G. D. Theory of the (State-Owned) Firm. **Anais... Academy of Management Annual Meeting**, 2013.

STAN, C. V.; PENG, M. W.; BRUTON, G. D. Slack and the performance of state-owned enterprises. **Asia Pacific Journal of Management**, p. 1-23, 2013.

STEENSMA, K.; YANG, H. The influence of state ownership on innovation in market competition. **Anais... Academy of Management Annual Meeting**, 2013.

SVENSSON, J. Eight questions about corruption. **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 19, N. 3, p. 19-42, 2005.

TEORELL, J.; LINDSTEDT, C. Measuring electoral systems. **Political Research Quarterly**, Vol. 63, N. 2, p. 434-448, 2010.

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

TONINELLI, P. A. **The rise and fall of state-owned enterprises in the Western world**. Cambridge University press: Cambridge, 2000.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Orçamento das Empresas Estatais**, 2013. Disponível em: <[http://portal2.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas\\_governo/Contas2012/fichas/6.2%20-%20An%C3%A1lise%20de%20Despesa%20-%20Or%C3%A7amento%20das%20Empresas%20Esta.pdf](http://portal2.tcu.gov.br/portal/page/portal/TCU/comunidades/contas/contas_governo/Contas2012/fichas/6.2%20-%20An%C3%A1lise%20de%20Despesa%20-%20Or%C3%A7amento%20das%20Empresas%20Esta.pdf)>. Acesso em 20/05/2014.

TRIBUNAL REGIONAL ELEITORAL DE SANTA CATARINA – TER/SC. **Eleições majoritárias e proporcionais**. Disponível em: <<http://www.tre->

sc.jus.br/site/eleicoes/eleicoes-majoritarias-e-proporcionais/index.html>. Acesso em 20/06/2014.

TUSCHKE, A.; SANDERS, W. G. Antecedents and consequences of corporate governance reform. **Strategic Management Journal**, Vol. 24, p. 631-649, 2003.

ZAHEER, A.; BELL, G. G. Benefiting from network position: firm capabilities, structural holes, and performance. **Strategic Management Journal**, Vol. 26, p. 809-825, 2005.

ZAHRA, S.; IRELAND, R. D.; GUTIERREZ, I.; HITT, M. Introduction to Special Topic Forum Privatization and entrepreneurial transformation: emerging issues and a future research agenda. **Academy of Management Review**. Vol. 25, p. 509-524, 2000.

WILLIAMSON, O. E. Transaction-cost economics: the governance of contractual relations. **Journal of Law and Economics**, p. 233-261, 1979.

WORLD BANK. **Worldwide Governance Indicators**. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/views/variableselection/selectvariables.aspx?source=worldwide-governance-indicators>>. Acesso em: 15/04/2014.

WORLD BANK. **Strengthening the Governance of State-Owned Enterprises (SOE)**. 2014. Disponível em: <<http://go.worldbank.org/YFLKH2I140>>. Acesso em: 15/04/2014.

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

XAVIER, W. G. **O efeito das mudanças institucionais em Business Groups no Brasil**. Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2011.



## ANEXOS

| Investment Profile | Corruption | Bureaucracy Quality | Control of Corruption | Government Effectiveness | Regulatory Quality | Rule of Law |     |     |     |     |     |     |     |     |
|--------------------|------------|---------------------|-----------------------|--------------------------|--------------------|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| ARG                | ARG        | ARG                 | ARG                   | ARG                      | ARG                | ARG         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| BEL                | BRA        | BRA                 | BRA                   | BRA                      | BRA                | BRA         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| BRA                | CHL        | CHL                 | CHN                   | CHN                      | CHN                | CHN         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| CHN                | CHN        | CHN                 | COL                   | COL                      | COL                | COL         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| COL                | COL        | COL                 | CZE                   | GRC                      | GRC                | GRC         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| ESP                | CZE        | CZE                 | GRC                   | HKG                      | HKG                | HKG         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| GRC                | FRA        | ESP                 | HKG                   | IDN                      | IDN                | IDN         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| HKG                | GRC        | FRA                 | IDN                   | IND                      | IND                | IND         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| IDN                | HKG        | GRC                 | IND                   | ITA                      | JPN                | ITA         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| IND                | IDN        | HKG                 | ITA                   | KOR                      | KOR                | KOR         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| IRL                | IND        | IDN                 | KOR                   | MAR                      | MAR                | MAR         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| ISR                | IRL        | IND                 | MAR                   | MEX                      | MEX                | MEX         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| KOR                | ISR        | ITA                 | MEX                   | NGA                      | NGA                | NGA         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| MAR                | ITA        | KOR                 | NGA                   | PER                      | PER                | PER         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| MEX                | JPN        | MAR                 | PER                   | POL                      | RUS                | POL         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| NGA                | KOR        | MEX                 | POL                   | RUS                      | THA                | RUS         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| PER                | MAR        | NGA                 | RUS                   | THA                      | TUR                | THA         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| PRT                | MEX        | PER                 | THA                   | TUR                      | VEN                | TUR         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| RUS                | NGA        | POL                 | TUR                   | VEN                      | ZAF                | VEN         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| THA                | PER        | PRT                 | VEN                   | ZAF                      |                    | ZAF         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| TUR                | POL        | RUS                 | ZAF                   |                          |                    |             | ZAF | ZAF |     |     |     |     |     |     |
| VEN                | RUS        | THA                 |                       |                          |                    |             |     |     | ZAF | ZAF | ZAF |     |     |     |
| ZAF                | THA        | TUR                 |                       |                          |                    |             |     |     |     |     |     | ZAF | ZAF | ZAF |
|                    | TUR        | VEN                 |                       |                          | ZAF                |             |     |     |     |     |     |     |     |     |
|                    | VEN        | ZAF                 |                       | ZAF                      |                    | ZAF         |     |     |     |     |     |     |     |     |
| ZAF                | ZAF        |                     | ZAF                   |                          |                    |             | ZAF | ZAF |     |     |     |     |     |     |

Quadro 6 – Origem das empresas por variáveis independentes (elevado conflito Principal-Principal)

Fonte: Dados da pesquisa

| <b>Investment Profile</b> | <b>Corruption</b> | <b>Bureaucracy Quality</b> | <b>Control of Corruption</b> | <b>Government Effectiveness</b> | <b>Regulatory Quality</b> | <b>Rule of Law</b> |
|---------------------------|-------------------|----------------------------|------------------------------|---------------------------------|---------------------------|--------------------|
| AUS                       | AUS               | AUS                        | AUS                          | AUS                             | AUS                       | AUS                |
| BEL                       | BEL               | BEL                        | BEL                          | BEL                             | BEL                       | BEL                |
| CAN                       | BRA               | CAN                        | CAN                          | CAN                             | CAN                       | CAN                |
| CHE                       | CAN               | CHE                        | CHE                          | CHE                             | CHE                       | CHE                |
| CHL                       | CHE               | CHL                        | CHL                          | CHL                             | CHL                       | CHL                |
| CZE                       | CHL               | DEU                        | CZE                          | CZE                             | CZE                       | CZE                |
| DEU                       | DEU               | ESP                        | DEU                          | DEU                             | DEU                       | DEU                |
| ESP                       | ESP               | FRA                        | ESP                          | ESP                             | ESP                       | ESP                |
| FRA                       | FRA               | GBR                        | FRA                          | FRA                             | FRA                       | FRA                |
| GBR                       | GBR               | IRL                        | GBR                          | GBR                             | GBR                       | GBR                |
| GRC                       | IDN               | ISR                        | GRC                          | GRC                             | GRC                       | GRC                |
| IRL                       | IRL               | JPN                        | IRL                          | IRL                             | IRL                       | IRL                |
| ISR                       | ISR               | LUX                        | ISR                          | ISR                             | ISR                       | ISR                |
| ITA                       | JPN               | NLD                        | ITA                          | ITA                             | ITA                       | ITA                |
| JPN                       | LUX               | NOR                        | JPN                          | JPN                             | JPN                       | JPN                |
| LUX                       | NLD               | NZL                        | LUX                          | LUX                             | LUX                       | LUX                |
| MEX                       | NOR               | PRT                        | NLD                          | NLD                             | NLD                       | NLD                |
| NLD                       | NZL               | SGP                        | NOR                          | NOR                             | NOR                       | NOR                |
| NOR                       | PRT               | SWE                        | NZL                          | NZL                             | NZL                       | NZL                |
| NZL                       | SGP               | USA                        | PRT                          | PRT                             | POL                       | POL                |
| POL                       | SWE               |                            | SGP                          | SGP                             | PRT                       | PRT                |
| PRT                       | USA               |                            | SWE                          | SWE                             | SGP                       | SGP                |
| SGP                       |                   |                            | USA                          | USA                             | SWE                       | SWE                |
| SWE                       |                   |                            |                              |                                 | USA                       | USA                |
| USA                       |                   |                            |                              |                                 | ZAF                       |                    |
| ZAF                       |                   |                            |                              |                                 |                           |                    |

Quadro 7 – Origem das empresas por variáveis independentes (baixo conflito Principal-Principal)

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 14 – Resultados Diff-in-Diff Increase in Investments (base de dados baixo PP)

| <b>Increase in Investments</b> |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                                | criseXtipo | P> z  | Desempenho | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile             | -9743.227  | 0.815 | .0038061   | 0.475 | 70654.95          | 0.182 |
| Corruption                     | -134186.9  | 0.153 | -.0074662  | 0.319 | -146897.9         | 0.131 |
| Bureaucracy Quality            | 11347.55   | 0.563 | .0003001   | 0.858 | 28780.04          | 0.127 |
| Control of Corruption          | -1390.994  | 0.962 | .0044632   | 0.439 | 14624.55          | 0.502 |
| Government Effectiveness       | -273.1979  | 0.992 | .0041147   | 0.461 | 15361.12          | 0.476 |
| Regulatory Quality             | 3005.266   | 0.921 | .0067519   | 0.236 | 7795.93           | 0.731 |
| Rule of Law                    | -817.4013  | 0.977 | .0042174   | 0.454 | 14191.24          | 0.507 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 15 – Resultados Diff-in-Diff Employees (base de dados baixo PP)

| <b>Employees</b>         |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | Desempenho | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 1642.557   | 0.689 | .0000668   | 0.236 | 780.9328          | 0.848 |
| Corruption               | 559.6125   | 0.870 | .000049    | 0.561 | 58.12953          | 0.983 |
| Bureaucracy Quality      | -1866.617  | 0.487 | .0000735   | 0.211 | -1842.333         | 0.383 |
| Control of Corruption    | 743.6006   | 0.878 | .0000563   | 0.315 | -792.4969         | 0.871 |
| Government Effectiveness | 843.1785   | 0.861 | .0000585   | 0.300 | -633.0414         | 0.895 |
| Regulatory Quality       | 1862.36    | 0.646 | .0000565   | 0.295 | 731.1197          | 0.857 |
| Rule of Law              | 709.0055   | 0.881 | .0000584   | 0.300 | -541.848          | 0.908 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 16 – Resultados Diff-in-Diff Intangible Assets (base de dados baixo PP)

| <b>Intangible Assets</b> |            |       |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | Desempenho | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | -134587.7  | 0.302 | -.0000818  | 0.984 | 101253.1          | 0.486 |
| Corruption               | 73191.29   | 0.425 | -.0001725  | 0.970 | 62545.96          | 0.511 |
| Bureaucracy Quality      | 88182.76   | 0.761 | .0226958   | 0.004 | -54146.9          | 0.843 |
| Control of Corruption    | 103386.2   | 0.202 | .0052129   | 0.182 | 92996.32          | 0.251 |
| Government Effectiveness | 103897.6   | 0.206 | .0054333   | 0.170 | 93251.19          | 0.258 |
| Regulatory Quality       | 64536.62   | 0.343 | .0020671   | 0.691 | 41568.83          | 0.548 |
| Rule of Law              | 101482.7   | 0.200 | .00569     | 0.157 | 86896.63          | 0.265 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 17 – Resultados Diff-in-Diff Short-Term Investments (base de dados baixo PP)

| <b>Short-Term Investments</b> |            |       |            |       |                   |       |
|-------------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                               | criseXtipo | P> z  | Desempenho | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile            | 29139.54   | 0.360 | -.0029422  | 0.449 | -21044.21         | 0.532 |
| Corruption                    | 85128.46   | 0.303 | -.0061821  | 0.290 | 34080.46          | 0.611 |
| Bureaucracy Quality           | -24769.88  | 0.329 | -.0003749  | 0.790 | -19146.02         | 0.535 |
| Control of Corruption         | 39201.53   | 0.217 | -.0029076  | 0.535 | 3687.693          | 0.905 |
| Government Effectiveness      | 35016.16   | 0.268 | -.0028782  | 0.536 | -1612.474         | 0.958 |
| Regulatory Quality            | 22255.7    | 0.490 | -.002332   | 0.565 | -24619.34         | 0.481 |
| Rule of Law                   | 35497.36   | 0.251 | -.0026794  | 0.565 | -633.3228         | 0.983 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 18 – Resultados Diff-in-Diff Sale of Investments (base de dados baixo PP)

| <b>Sale of Investments</b> |            |       |            |       |                   |       |
|----------------------------|------------|-------|------------|-------|-------------------|-------|
|                            | criseXtipo | P> z  | Desempenho | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile         | -134587.7  | 0.302 | -.0000818  | 0.984 | 101253.1          | 0.486 |
| Corruption                 | -254903.1  | 0.173 | .3587377   | 0.085 | -211515           | 0.357 |
| Bureaucracy Quality        | 3051.423   | 0.809 | .0146003   | 0.057 | 15668.03          | 0.558 |
| Control of Corruption      | -1841925   | 0.291 | .3308182   | 0.136 | -359584.2         | 0.121 |
| Government Effectiveness   | -60896.42  | 0.104 | .0316726   | 0.297 | -56606.47         | 0.112 |
| Regulatory Quality         | -31030.99  | 0.549 | .0157902   | 0.010 | -56610.81         | 0.156 |
| Rule of Law                | -10571.28  | 0.868 | .0315998   | 0.296 | -28794.77         | 0.538 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 19 – Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Employees (base de dados baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 10.47236   | 0.204 | -4.629491         | 0.473 |
| Corruption               | -8.372459  | 0.213 | -2.648276         | 0.632 |
| Bureaucracy Quality      | -11.81929  | 0.202 | -6.520082         | 0.342 |
| Control of Corruption    | -9.859155  | 0.202 | -5.542278         | 0.313 |
| Government Effectiveness | -8.773231  | 0.319 | -4.0782           | 0.528 |
| Regulatory Quality       | -8.002013  | 0.314 | -1.641975         | 0.758 |
| Rule of Law              | -8.303432  | 0.332 | -3.028997         | 0.644 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 20– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Short-Term Investments (baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 15.89815   | 0.593 | 35.14559          | 0.168 |
| Corruption               | -8.577758  | 0.704 | 39.96865          | 0.134 |
| Bureaucracy Quality      | -12.89339  | 0.577 | 27.83042          | 0.182 |
| Control of Corruption    | -15.6606   | 0.555 | 30.9554           | 0.187 |
| Government Effectiveness | -14.51353  | 0.585 | 32.67624          | 0.168 |
| Regulatory Quality       | -14.18831  | 0.631 | 38.68092          | 0.137 |
| Rule of Law              | -13.4224   | 0.613 | 33.85875          | 0.160 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 21– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Short-Term Investments (baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 15.89815   | 0.593 | 35.14559          | 0.168 |
| Corruption               | -8.577758  | 0.704 | 39.96865          | 0.134 |
| Bureaucracy Quality      | -12.89339  | 0.577 | 27.83042          | 0.182 |
| Control of Corruption    | -15.6606   | 0.555 | 30.9554           | 0.187 |
| Government Effectiveness | -14.51353  | 0.585 | 32.67624          | 0.168 |
| Regulatory Quality       | -14.18831  | 0.631 | 38.68092          | 0.137 |
| Rule of Law              | -13.4224   | 0.613 | 33.85875          | 0.160 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 22– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Intangible Assets (baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 15.46642   | 0.591 | 33.86751          | 0.171 |
| Corruption               | -9.212493  | 0.675 | 38.00741          | 0.140 |
| Bureaucracy Quality      | -12.33445  | 0.579 | 27.05009          | 0.182 |
| Control of Corruption    | -15.42094  | 0.548 | 29.76372          | 0.191 |
| Government Effectiveness | -14.27596  | 0.579 | 31.49528          | 0.171 |
| Regulatory Quality       | -14.18182  | 0.621 | 37.27878          | 0.139 |
| Rule of Law              | -13.18623  | 0.608 | 32.64568          | 0.163 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 23– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Sale of Investments (baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 26.23327   | 0.613 | 78.03719          | 0.181 |
| Corruption               | -19.37027  | 0.654 | 80.08341          | 0.146 |
| Bureaucracy Quality      | -20.97929  | 0.634 | 67.88541          | 0.171 |
| Control of Corruption    | -22.10378  | 0.639 | 73.48685          | 0.173 |
| Government Effectiveness | -21.24934  | 0.652 | 73.76802          | 0.172 |
| Regulatory Quality       | -22.87382  | 0.657 | 82.67822          | 0.155 |
| Rule of Law              | -21.33596  | 0.657 | 77.14026          | 0.162 |

Fonte: Dados da pesquisa

Tabela 24– Resultados Diff-in-Diff Desempenho x Increase in Investments (baixo PP)

| <b>ROA Operacional</b>   |            |       |                   |       |
|--------------------------|------------|-------|-------------------|-------|
|                          | criseXtipo | P> z  | criseXtipo (2006) | P> z  |
| Investment Profile       | 17.46908   | 0.710 | 72.20926          | 0.158 |
| Corruption               | -13.81418  | 0.720 | 76.81706          | 0.133 |
| Bureaucracy Quality      | -16.29566  | 0.682 | 58.91648          | 0.173 |
| Control of Corruption    | -18.85746  | 0.669 | 68.18417          | 0.162 |
| Government Effectiveness | -18.26691  | 0.683 | 70.03308          | 0.152 |
| Regulatory Quality       | -16.99909  | 0.719 | 74.62672          | 0.144 |
| Rule of Law              | -15.5011   | 0.723 | 69.99768          | 0.153 |

Fonte: Dados da pesquisa

## APÊNDICE – COMANDOS DO STATA® UTILIZADOS

### \*\*\* limpeza da base de dados \*\*\*

```
drop if assetstotal == 0
drop if employees == 0
drop if revenuetotal == 0
```

### \*\*\* observações duplicadas \*\*\*

```
duplicates list empresas_id datayearfiscal
duplicates drop
```

### \*\*\* estatística descritiva \*\*\*

```
table currentisocountrycode datayearfiscal
xtdescribe, i(company_id) t(datayearfiscal)
sum investmentprofile corruption bureaucracyquality controlofcorruption
governmenteffectiveness regulatoryquality ruleoflaw
by datayearfiscal, sort: sum log_employees
by datayearfiscal, sort: sum intangibleassetstotal
by datayearfiscal, sort: sum increaseininvestments
by datayearfiscal, sort: sum shortterminvestmentstotal
by datayearfiscal, sort: sum saleofinvestments
cor log_employees intangibleassetstotal increaseininvestments shortterminvestmentstotal
saleofinvestments investmentprofile corruption bureaucracyquality controlofcorruption
governmenteffectiveness regulatoryquality ruleoflaw
```

### \*\*\* winsorizing \*\*\*

```
winsor assetstotal, gen(W99assetstotal) p(0.01)
winsor earningsbeforeinterest, gen(W99earningsbeforeinterest) p(0.01)
winsor employees, gen(W99employees) p(0.01)
winsor intangibleassetstotal, gen(W99intangibleassetstotal) p(0.01)
winsor increaseininvestments, gen(W99increaseininvestments) p(0.01)
winsor shortterminvestmentstotal, gen(W99shortterminvestmentstotal) p(0.01)
winsor revenuetotal, gen(W99revenuetotal) p(0.01)
winsor saleofinvestments, gen(W99saleofinvestments) p(0.01)
```

```
winsor assetstotal, gen(W95assetstotal) p(0.05)
winsor earningsbeforeinterest, gen(W95earningsbeforeinterest) p(0.05)
winsor employees, gen(W95employees) p(0.05)
winsor intangibleassetstotal, gen(W95intangibleassetstotal) p(0.05)
winsor increaseininvestments, gen(W95increaseininvestments) p(0.05)
winsor shortterminvestmentstotal, gen(W95shortterminvestmentstotal) p(0.05)
winsor revenuetotal, gen(W95revenuetotal) p(0.05)
winsor saleofinvestments, gen(W95saleofinvestments) p(0.05)
```

```
winsor assetstotal, gen(W90assetstotal) p(0.1)
winsor earningsbeforeinterest, gen(W90earningsbeforeinterest) p(0.1)
winsor employees, gen(W90employees) p(0.1)
winsor intangibleassetstotal, gen(W90intangibleassetstotal) p(0.1)
winsor increaseininvestments, gen(W90increaseininvestments) p(0.1)
```

winsor shortterminvestmentstotal, gen(W90shortterminvestmentstotal) p(0.1)  
 winsor revenuetotal, gen(W90revenuetotal) p(0.1)  
 winsor saleofinvestments, gen(W90saleofinvestments) p(0.1)

**\*\*\* testes de normalidade univariada e multivariada\*\*\***

mvtest normality W99employees W99intangibleassetstotal W99shortterminvestmentstotal  
 W99saleofinvestments W99increaseininvestments investmentprofile corruption  
 bureaucracyquality controlofcorruption governmenteffectiveness regulatoryquality ruleoflaw  
 W99log\_assetstotal, all

**\*\*\* regressões \*\*\***

xtset company\_id datayearfiscal

**H1**

**\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Investment Profile)\*\*\***

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bel bra chn  
 col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob  
 xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob  
 xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob  
 xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob  
 xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

**\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Corruption)\*\*\***

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn  
 col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
 xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf,  
 rob  
 xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf,  
 rob  
 xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
 bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf,  
 rob



xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf,  
rob

\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Bureaucracy Quality)\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn  
col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf,  
rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf,  
rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf,  
rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf,  
rob

\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Control of Corruption)\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col  
cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Government Effectiveness)\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col  
grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Regulatory Quality)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col  
grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Rule of Law)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col  
grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob  
xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**baixo conflito Principal-Principal (Investment Profile)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux mex nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux mex nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf,  
rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux mex nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf,  
rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux mex nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf,  
rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux mex nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf,  
rob

\*\*\* *baixo conflito Principal-Principal (Corruption)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel bra can  
che chl deu esp fra gbr idn irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel bra can che chl deu esp fra gbr idn irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel bra can che chl deu esp fra gbr idn irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel bra can che chl deu esp fra gbr idn irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel bra can che chl deu esp fra gbr idn irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

\*\*\* *baixo conflito Principal-Principal (Bureaucracy Quality)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
deu esp gbr irl isr jpn lux nld nor nzl sgp swe usa, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che deu esp gbr irl isr jpn lux nld nor nzl sgp swe usa, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che deu esp gbr irl isr jpn lux nld nor nzl sgp swe usa, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che deu esp gbr irl isr jpn lux nld nor nzl sgp swe usa, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che deu esp gbr irl isr jpn lux nld nor nzl sgp swe usa, rob

\*\*\* *baixo conflito Principal-Principal (Control of Corruption)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
chl deu esp fra gbr irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr irl isr jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

\*\*\* *baixo conflito Principal-Principal (Government Effectiveness)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl prt sgp swe usa, rob

\*\*\* *baixo conflito Principal-Principal (Regulatory Quality)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
chl deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

xtreg W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa zaf, rob

\*\*\**baixo conflito Principal-Principal (Rule of Law)*\*\*\*

xtreg W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che  
chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg W99shortterinvestmentstotal crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo desempenho year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus  
bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

## H2

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Investment Profile)*\*\*\*

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees year\_2002 year\_2003 year\_2004  
year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bel bra chn  
col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterinvestmentstotal year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments year\_2002 year\_2003  
year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg  
bel bra chn col esp grc hkg idn ind irl isr kor mar mex nga per prt rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Corruption)*\*\*\*

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor mar mex nga  
per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor  
mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterinvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor  
mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor  
mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze fra grc hkg idn ind irl isr ita jpn kor  
mar mex nga per pol rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Bureaucracy Quality)*\*\*\*

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per  
prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex  
nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterinvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex  
nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex  
nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chl chn col cze esp fra grc hkg idn ind ita kor mar mex  
nga per pol prt rus tha tur ven zaf, rob

\*\*\**elevado conflito Principal-Principal (Control of Corruption)*\*\*\*

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
year\_2010 year\_2011 arg bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol prt rus  
tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per  
pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterinvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per  
pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per  
pol prt rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col cze grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per  
 pol prt rus tha tur ven zaf, rob

*\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Government Effectiveness)\*\*\**

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
 year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol rus tha tur  
 ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol  
 rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol  
 rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol  
 rus tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind ita kor mar mex nga per pol  
 rus tha tur ven zaf, rob

*\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Regulatory Quality)\*\*\**

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
 year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus tha tur ven  
 zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus  
 tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus  
 tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus  
 tha tur ven zaf, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
 desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
 year\_2009 year\_2010 year\_2011 arg bra chn col grc hkg idn ind jpn kor mar mex nga per rus  
 tha tur ven zaf, rob

*\*\*\*elevado conflito Principal-Principal (Rule of Law)\*\*\**

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99log\_employees crise criseXtipo tipo desempenho  
year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008 year\_2009  
year\_2010 year\_2011 aus bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux nld nor nzl  
pol prt sgp swe usa, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99intangibleassetstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux  
nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99shortterminvestmentstotal crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux  
nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99saleofinvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux  
nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob

xtreg desempenho crise criseXtipo tipo W99increaseininvestments crise criseXtipo tipo  
desempenho year\_2002 year\_2003 year\_2004 year\_2005 year\_2006 year\_2007 year\_2008  
year\_2009 year\_2010 year\_2011 aus bel can che chl cze deu esp fra gbr grc irl isr ita jpn lux  
nld nor nzl pol prt sgp swe usa, rob