



UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

LEANDRO DA COSTA SANTOS

JOÃO PESSOA

2019

LEANDRO DA COSTA SANTOS

**A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usurários Externos

Orientadora: Prof^ª. Dr^ª. Márcia Reis Machado

JOÃO PESSOA

2019

S237i Santos, Leandro da Costa.

A Influência da Propriedade Estatal no Desempenho das Empresas no Mercado de Capitais Brasileiro / Leandro da Costa Santos. - João Pessoa, 2019.

75 f. : il.

Orientação: Márcia Machado.

Dissertação (Mestrado) - UFPB/CCSA.

1. Estrutura de Propriedade. 2. Empresas Estatais. 3. Valor Adicionado Líquido. 4. Teoria dos Direitos de Propriedade. 5. Teoria dos Custos de Transação. 6. Teoria da Agência. I. Machado, Márcia. II. Título.

UFPB/BC

LEANDRO DA COSTA SANTOS

**A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS
EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB) como requisito parcial para a obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Comissão Avaliadora

Prof^ª. Dr^ª. Márcia Reis Machado
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB
(Presidente da Banca)

Prof. Dr. Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB
(Examinador Membro Interno)

Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves
(Examinador Membro Externo)

Dedico este trabalho em memória de meus avós Seu Pedro e Dona Lindalva, por todo amor e cuidado.

AGRADECIMENTOS

À minha orientadora professora Márcia Reis Machado, pela sua confiança e paciência, assim como por todo aprendizado.

A todos os professores que compõem o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFPB, por todos os ensinamentos e contribuições pra minha formação acadêmica e vida, em especial aos professores Rossana Guerra, Josedilton Diniz, Felipe Pontes e Wenner Lucena, pelas discussões teóricas, empíricas e conselhos oportunos.

À minha amiga de estudo e vida, Geisa Paulino, por toda disponibilidade e ajuda durante este percurso, assim como por ser uma inspiração como pessoa e pesquisadora.

À minha esposa Wesliene por aturar minhas chatices e pelo seu amor.

Aos amigos e companheiros de curso com destaque para velha dupla de amigos Souza e Ricardo, pelas conversas, risadas e trabalhos compartilhados.

Ao meu amigo Lauro por toda disponibilidade e compartilhamento de conhecimento.

Aos amigos de vida, Hundemberg, Laura, Lana, Andréia, Rodolfo, Aninha, Wander Shirukaya, David Kilder, Régis Silva, Fernando Cabral, Raisa e Gleybson pelas conversas e reflexões tão casuais e importantes.

Ao meu amigão, o velho Paçoca, por todo companheirismo e amor e por sempre me receber com uma alegria imensa.

“Em vez de serem apenas bons, esforcem-se para criar um estado de coisas que torne possível a bondade; em vez de serem apenas livres, esforcem-se para criar um estado de coisas que liberte a todos.”

Bertolt Brecht

RESUMO

O desempenho das empresas pode ser afetado pelo perfil de seus acionistas controladores, os quais podem influenciar de maneira significativa a busca pelos objetivos empresariais de acordo com suas preferências. Como parte integrante da estrutura de propriedade das empresas, surge o Estado, com seus objetivos de política pública, os quais são direcionados na busca de valor público. Assim, foi alicerçada nas teorias de Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, que em alinhamento, proporcionaram um panorama mais preciso sobre este tema dinâmico, que esta pesquisa se materializou - a qual objetivou analisar a influência da propriedade estatal no desempenho das firmas. O exame foi conduzido através de teste de hipótese da relação entre a Propriedade Estatal (PE) e o desempenho das empresas representado pelo Valor Adicionado Líquido dividido pelas Receitas Totais (VALPR). A relação estatística foi realizada através da regressão em painel *Pooled*, estimada com Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e, como complemento empírico, utilizou-se também a Regressão Quantílica. Os resultados das regressões *pooled* MQO e Quantílica convergem e se complementam, evidenciando que a Propriedade Estatal (PE) detém relação positiva e significativa com o desempenho das empresas analisadas, contribuindo assim para a melhoria da geração de valor adicionado líquido nestas entidades, até um certo limite. A principal contribuição do estudo foi a de demonstrar empiricamente a influência da propriedade estatal no desempenho das empresas e trazer para dentro do debate teórico o Estado em sua forma empresarial.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade. Empresas Estatais. Valor Adicionado Líquido. Teoria dos Direitos de Propriedade. Teoria dos Custos de Transação. Teoria da Agência.

ABSTRACT

The literature on Ownership structure documents that the performance of companies is affected by the profile of their controlling shareholders, which may significantly influence the search for the company goals based on their preferences. In such context, the State emerges as an integral part of the Ownership structure of the companies, with its own public policy objectives, generally directed to the search for public value. Therefore, based on the theories of Property rights, Transaction Cost and Agency, which combined provided a more precise view on this dynamic topic, that this research came to fruition with the objective of analyzing the impact of State-Owned on the performance of firms. The analysis was carried out through hypothesis testing of the relation between State-Owned and the performance of the companies as represented by the Net Added Value divided by the total revenue (VALPR). The statistical relation was analyzed via Pooled Ordinary Least Squared regression, and as an empirical complement, quantile regression was used. The Pooled OLS and Quantile results converged and supported each other, evidencing that State property holds a positive and significant relation with the performance of the companies analyzed, thus contributing to the improvement of the Net added value produced by those entities up to a certain point. The main contribution of the study was to demonstrate empirically the influence of State-Owned on the performance of companies and to bring State property into the theoretical debate.

Keywords: Ownership structure. State-Owned. Net Added Value. Property Rights Theory. Transaction Costs Theory. Agency Theory.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Cadeia de Controle Primeiro Caso	40
Figura 2 - Cadeia de Controle Segundo Caso	40

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução Temporal Média da Propriedade Estatal	53
Gráfico 2 - Evolução Temporal do Valor Adicionado Líquido pela Receita Total	53

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Comparação entre as teorias	32
Quadro 2 – Principais diferenças entre a propriedade estatal e a propriedade empresarial privada	35
Quadro 3 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa	47

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Concentração de controle no mercado de capitais brasileiro de 1998-2012	17
Tabela 2 – Filtro das empresas componentes da amostra	39
Tabela 3 – Composição da amostra por setor econômico e tipo de propriedade	49
Tabela 4 – Média das variáveis por setor econômico.....	50
Tabela 5 – Média das variáveis por setor econômico e por tipo de propriedade	51
Tabela 6 – Média das variáveis em quartil por nível de desempenho	52
Tabela 7 – Estatística descritiva gerais das Variáveis Dependente e Independente.....	54
Tabela 8 – Correlação de Pearson entre as variáveis do modelo.....	55
Tabela 9 – Estimação do Modelo – Regressão <i>Pooled</i> MQO	56
Tabela 10 – Estimação do Modelo – Regressão <i>Quantílica</i>	57
Tabela 11 – Teste de Wald	58

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	9
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	9
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	11
1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA	12
1.3.1 Objetivo Geral	12
1.3.2 Objetivos Específicos	12
1.4 JUSTIFICATIVA	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	14
2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE	14
2.1.1 Estrutura de Propriedade no Mercado de Capitais Brasileiro	16
2.2 A FORMA EMPRESARIAL DO ESTADO	18
2.3 AS NOVAS EMPRESAS ESTATAIS	20
2.4 O DESEMPENHO DA PROPRIEDADE EMPRESARIAL ESTATAL	21
2.5 BASES TEÓRICAS DO ESTUDO	24
2.5.1 Teoria dos Direitos de Propriedade	24
2.5.2 Teoria dos Custos de Transação	27
2.5.3 Teoria da Agência	29
2.5.5 Integração Teórica	31
2.6 HIPÓTESE DE PESQUISA	34
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	38
3.1 CAMPO AMOSTRAL	38
3.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	39
3.2.1 Estrutura de Propriedade	39
3.2.2 Valor Adicionado Como Medida de Desempenho	41
3.2.3 Variáveis de Controle	43
3.2.3.1 <i>Tamanho das Empresas</i>	43
3.2.3.2 <i>Alavancagem</i>	44
3.2.3.4 <i>Presença de Acionistas Influentes</i>	45

3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMETRICOS	46
3.3.1 Análise do Desempenho da Propriedade Estatal nas Empresas	47
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	49
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS	49
4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO REGRESSIVO – TESTE DA HIPÓTESE	55
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	61
REFERÊNCIAS	63

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Sob a lente da Teoria dos Direitos de Propriedade, em linha com as teorias da Agência e Custos de Transação, uma empresa pode ser definida como umnexo de contratos incompletos no qual os indivíduos exercem seus direitos de propriedade dentro de limites legais na utilização de bens, direitos e obrigações, que é eficiente na minimização de custos de transação e que detém por natureza conflitos de agência.

Destaca-se que no interior organizacional das empresas existe ainda a estrutura de propriedade, a qual toma diversas formas devido aos diferentes perfis formados a partir das dimensões da identidade dos acionistas e da concentração de propriedade. Estrutura de propriedade é a maneira como a propriedade de uma empresa está distribuída entre seus acionistas sob um determinado ambiente legal, respondendo ao desequilíbrio do direito de controle (direito a voto) e o direito do fluxo de caixa (SHLEIFER; VISHNY, 1997; CLAESSENS *et al.*, 2000).

A concentração de propriedade diz respeito ao percentual de ações controladas por determinado(s) acionista(s), enquanto a identidade do acionista define o tipo, que pode ser classificado entre o Estado, as famílias, as instituições financeiras e as entidades não financeiras. É esperado que cada tipo de acionista detenha interesses distintos e que a concentração da propriedade implique autonomia decisória que influencia todas as demais decisões na esfera organizacional. (CAMPOS, 2006)

No âmbito brasileiro, diversas pesquisas concluíram que as empresas de capital aberto são caracterizadas por uma grande concentração de propriedade e reduzido número de acionistas, constatando a propriedade estatal como sendo uma das mais frequentes (LA PORTA *et al.*, 1999; CAMPOS, 2006; OKIMURA; SLIVEIRA; ROCHA, 2007; SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2008).

Neste contexto, sobre os diversos perfis (identidade e concentração de propriedade) que moldam a estrutura de propriedade das empresas, Abramov, Radygin e Ekonimiki (2017) sustentam que avaliar o papel do Estado como parte proprietária de uma empresa é um dos pontos de partida na escolha de uma política econômica eficiente e que estudos sobre o tamanho ideal do setor público na economia são relevantes para a sociedade.

Sobre a relevância de se estudar a propriedade estatal, Willemys (2016) destaca que, dada a importância das empresas estatais no século XXI, assim como as suas características

específicas e vantagens competitivas inerentes, estas empresas não se limitam a influenciar apenas o mercado doméstico, mas também o comércio internacional, devido às cadeias globais de valor. Neste cenário, a relevância das empresas estatais no âmbito econômico é ressaltada por Bruton *et al.* (2015) ao evidenciarem que este tipo de propriedade empresarial representa um aspecto crucial da economia global, produzindo aproximadamente 10% do PIB mundial.

Sobre a propriedade estatal, tem-se que, nos países com um mercado de capitais bem desenvolvido, a figura das empresas privadas é predominante. Entretanto, segundo a *Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD* (2015), em alguns países, incluindo as economias emergentes, as empresas estatais são os principais fornecedores de serviços públicos essenciais, o que indica que as operações deste tipo de empresa têm um relevante impacto na vida dos indivíduos.

Dentre as principais características da propriedade estatal, pode-se destacar os múltiplos objetivos que são inerentes a este tipo de propriedade, a qual detém, além da busca por maximização de lucro, os objetivos de políticas públicas. Estes objetivos de políticas públicas são direcionados à criação de valor público dentro da jurisdição de atuação da empresa estatal, os quais, segundo a OECD (2015), são impostos como requisito de desempenho.

Ainda sobre os objetivos de políticas públicas, quando o Estado atua na forma empresarial, é necessário que este busque a maximização de valor para a sociedade, ou seja, perquirir objetivos relevantes e necessários ao interesse público, conforme estabelecem a Constituição Federal de 1988 em seu artigo 173, e a Lei 13.303/16, que rege o estatuto jurídico das empresas controladas parcialmente pelo Estado.

Além dos múltiplos objetivos, as empresas estatais são também relacionadas a diferentes tipos de falhas de mercados. Este tipo de empresa atua muitas vezes em setores estratégicos e relevantes para o desenvolvimento econômico-social do seu país de origem. Na maioria dos casos, as atividades das empresas estatais são direcionadas para manter o equilíbrio do nível de emprego e o controle sobre recursos naturais importantes. (GROUT; STEVENS, 2003)

Dessa maneira, ao se analisar o papel das empresas estatais no âmbito econômico de um país, deve-se levar em consideração a existência de seus múltiplos objetivos, os quais nem sempre serão direcionados para maximização de resultados. Destaca-se que a existência de múltiplos objetivos pode gerar divergências entre a propriedade estatal e a propriedade privada quando componentes da estrutura de propriedade de uma empresa, o que pode vir a influenciar o desempenho econômico da entidade.

O desalinhamento de objetivos, provoca um contrato econômico ineficiente, tendo em vista a existência de direitos de propriedade não definidos (em que não foram atribuídos as partes contratuais como benefícios) e/ou inseguros (que são os direitos passíveis de serem apropriados pelos outros), conforme explica a Teoria dos Direitos de Propriedade, o que pode consequentemente gerar um impacto negativo no desempenho econômico da empresa devido a existência de conflitos de agência e maiores custos de transação. (KIM; MAHONEY, 2005)

Assim, devido a potencial divergência de objetivos entre a propriedade estatal e a propriedade privada, as teorias de Direito de Propriedade, Custo de Transação e Agência explicam que o não alinhamento quanto aos objetivos econômicos, geram externalidades, as quais tendem a influenciar o desempenho das empresas que detêm o Estado em sua estrutura de propriedade.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Devido às peculiaridades inerentes à propriedade estatal, a existência da figura do Estado como acionista dentro da estrutura de propriedade de uma empresa, pode contribuir para o surgimento de direitos de propriedade não definidos e/ou inseguros, para o aumento dos problemas de agências e consequentemente para o aumento dos custos de transação, devido ao desalinhamento de objetivos entre este tipo de propriedade e a propriedade privada. Desse modo, o desempenho da firma pode ser influenciado, uma vez que o Estado como acionista pode impor diversos objetivos políticos, como nomear aliados políticos e direcionar investimentos de forma a beneficiar seus constituintes, conforme destacam Lazzarini (2015) e Nash (2017).

Dessa maneira, devido a potencial divergência de objetivos entre a propriedade estatal e a propriedade privada, assim como levando em consideração as características inerentes da propriedade estatal e as particularidades do mercado de capitais brasileiro, que conforme relatos empíricos detém um nível elevado de concentração de propriedade, chega-se à seguinte questão de pesquisa: ***qual a relação da propriedade estatal no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro?***

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo é averiguar a relação da propriedade estatal no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro.

1.3.2 Objetivos Específicos

- I. Identificar e estimar a propriedade estatal, dentro da estrutura de propriedade das empresas no mercado de capitais brasileiro;
- II. Mensurar o desempenho das empresas através da geração do valor adicionado líquido;
- III. Relacionar a propriedade estatal com o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro;

1.4 JUSTIFICATIVA

Entre a maioria dos pesquisadores e formuladores de políticas no mundo ocidental, tornou-se convenção o fato de que as empresas estatais são menos eficientes do que as empresas privadas (LAZZARINI, 2015). Assim, este tipo de propriedade foi visto como transitório, ou seja, destinado a desaparecer do mundo empresarial; todavia, as empresas estatais se mantiveram firmes e expandiram sua presença por todo mundo (FILATOTCHEV; BUCK; ZHUKOV, 2000; MEGGINSON; NETTER, 2001; CARNEY; CHILD, 2013).

Devido ao pensamento de que a propriedade estatal iria desaparecer do âmbito empresarial, as teorias das empresas (incluídas neste rol as Teorias dos Direitos de Propriedade, Custos de Transação e Agência) não necessitavam englobá-las. Entretanto, Peng *et al.* (2016) defendem que qualquer teoria que pretenda permanecer relevante, necessitará incorporar este grande e duradouro segmento da economia global que são as empresas estatais.

Neste direcionamento, Bremmer (2010) destaca que o debate sobre a propriedade estatal *versus* propriedade privada transcende o âmbito acadêmico, tendo em vista as dimensões políticas, econômicas e sociais que afetam bilhões de pessoas em todo o mundo. Assim, este estudo se reveste de relevância ao buscar trazer contribuições importantes sobre as empresas com participação estatal às ciências sociais:

- a) ao fundamentar a atuação empresarial do Estado sob o enfoque das teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, destacando os múltiplos objetivos inerentes à propriedade estatal e justificando sua existência;
- b) ao proporcionar aos acionistas, investidores, credores por empréstimos, clientes, empregados e agências reguladoras informações sobre como o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro é afetado pela atuação do Estado na figura de acionista;
- c) ao fornecer informações sobre a intervenção parcial ou total do Estado na economia, através da participação na estrutura de propriedade das empresas que exploram atividades econômicas em concorrência com outras empresas privadas, o que pode subsidiar o debate sobre privatizações;
- d) ao utilizar metodologia específica para se calcular a proporção da propriedade estatal, assim como a utilização de duas abordagens econométricas distintas e complementares: i) regressão com dados em painel *Pooled MQO* e ii) regressão quantílica, destacando que a primeira é baseada na média enquanto a segunda é na mediana.

Assim, o presente estudo apresenta contribuições teóricas e avança em relação às pesquisas anteriores ao abordar a propriedade estatal não só como concorrente da propriedade privada, mas fazendo parte de sua estrutura de propriedade, possibilitando uma visão mais abrangente sobre a sua influência no desempenho corporativo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são apresentados os elementos que dão fundamento e sustentação à presente pesquisa. Dessa maneira, discorre-se sobre as definições de estrutura de propriedade e de como sua configuração pode afetar o desempenho das empresas e relata-se as nuances sobre a propriedade Estatal, mais precisamente sobre a forma empresarial do Estado, a sua evolução, desempenho e objetivos. Discorre-se ainda sobre a Teoria dos Direitos de Propriedade, a Teoria da Agência e a Teoria dos Custos de Transação, sendo estas as bases teóricas utilizadas no presente estudo, que posteriormente integradas e em sinergia fornecem o direcionamento para a resolução do problema proposto através das hipóteses formuladas.

2.1 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Estrutura de propriedade é a estrutura societária de uma entidade, composta pela quantidade de ações de determinado(s) acionista(s) em relação ao total de ações da empresa (BALASSIANO, 2012).

A estrutura de propriedade de uma empresa é estabelecida pela concentração de propriedade e pela identidade dos acionistas. Dessa maneira, tem-se que o perfil do acionista se constitui em um dos fatores que determinam suas preferências e objetivos, o que pode afetar as diretrizes das empresas, gerando assim diferentes níveis de desempenhos para cada tipo de estrutura (PEDERSEN; THOMSEN, 2003; OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

Estes pesquisadores deixam claro que diferentes configurações na estrutura de propriedade de uma empresa conseqüentemente gerarão diferentes perfis com acentuadas divergências de interesses, como no caso do tipo de acionista (Estado, Família, Instituições Financeiras e Instituições não Financeiras), maior ou menor autonomia para tomada de decisões devido à concentração de ações nas mãos de um determinado acionista e diferentes níveis de aversão ao risco, o que pode inclusive afetar o desempenho da entidade.

Complementando o tema, Kang e Sorensen (1999) discorrem que não existe uma estrutura ideal de governança, o que existe é uma estrutura contingente, constituída por diversas variáveis. Sendo assim, a concentração de controle e a identidade dos acionistas são características tidas como fundamentais para determinar a relação entre a estrutura de propriedade e desempenho econômico organizacional.

Aliadas ao tema, pesquisas anteriores indicaram que a estrutura de propriedade é um fator central na explicação do comportamento corporativo em geral (DESENDER; AGUILERA; CRESPI; GARCÍA-CESTONA, 2013; SHLEIFER; VISHNY, 1997). Dessa maneira destaca-se que cada tipo de acionista detém determinados traços de personalidade que os identificam, diferenciando entre Famílias, Instituições Financeiras, Empresas não Financeiras e Propriedade Estatal.

A propriedade familiar detém quatro características que as distinguem: i) grupo ou indivíduo que detém relevante quantidade de ações com direito de voto; ii) portfólio de investimento pouco diversificado, gerando uma exposição maior ao risco idiossincrático, uma vez que geralmente seu patrimônio pessoal se encontra direcionado apenas para uma empresa; iii) possui influência acentuada nas decisões quanto a metas e objetivos das empresas; iv) forte propensão à extração de benefícios privados em detrimento dos demais acionistas. Neste caso, na presente pesquisa será considerado propriedade familiar quando uma família ou um único investidor detiver o controle, incluindo-se no presente caso os controles desempenhados por fundações ou por *holdings* que representam os fundadores ou herdeiros da entidade (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007; ROGER; SCHATT, 2016).

As Instituições financeiras funcionam geralmente como provedores financeiros e proporcionam privilégios e serviços ao capital em formação. O principal objetivo deste tipo de investidor é a geração de valor para o acionista, participando ativamente no monitoramento das empresas com o objetivo de ter de volta o retorno de seus investimentos (THOMSEN; PEDERSEN, 2003; CHUNG; ZHANG, 2011).

Quanto às Empresas não financeiras, destaca-se que estas detêm uma quantidade relevante de ações em outra empresa formando muitas vezes uma propriedade cruzada. Estes laços facilitam o ganho de sinergia com a transferência de conhecimentos e tecnologias entre as empresas, o que pode resultar em ganhos de competitividade de mercado e diversificação do risco idiossincrático (THOMSEN; PEDERSEN, 2003).

No que tange à propriedade estatal, espera-se que o direcionamento das atividades seja para atingir objetivos sociais e políticos, ou seja, indo além da maximização de valor. Sobre o tema, Prazeres *et al.* (2017) salientam que a fim de agirem sob a égide do interesse público, este tipo de investidor busca corrigir as falhas de mercado visando o bem-estar social. Rönkkö, Paananen e Vakkuri (2018) salientam que a propriedade estatal é fator crucial que afeta o comportamento das empresas, tendo em vista seus objetivos que vão além da busca pela maximização do lucro.

Conforme observado, o desempenho de uma empresa pode ser influenciado por sua estrutura de propriedade, a qual pode ser constituída por um ou vários tipos de proprietários, cada qual com seus próprios perfis quanto a objetivos e riscos. Destaca-se que devido ao alinhamento do objetivo de pesquisa deste estudo, a ênfase dada é na propriedade estatal, a qual será melhor delineada em seções posteriores. Assim, apesar das características destacadas dos demais tipos de proprietários, estes serão sintetizados e chamados de propriedade privada e/ou agentes privados.

2.1.1 Estrutura de Propriedade no Mercado de Capitais Brasileiro

A estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no âmbito brasileiro detém características marcantes, como concentração de propriedade e controle, conforme evidenciou La Porta *et al.* (1999), que estudaram 27 países, incluindo o Brasil, concluindo que o modelo de estrutura de propriedade que ocorre com mais frequência nos países estudados é o tipo concentrada, e que muitas vezes o direito de controle que as famílias e o Estado (tipos de acionistas controladores mais frequentes) tem sobre as empresas excede os seus direitos de caixa. Os referidos pesquisadores evidenciaram ainda que os países onde a proteção legal para os investidores é baixa ou inexistente, como no caso dos países chamados emergentes, há uma propensão a existência de empresas com alta concentração de controle, sendo esta característica fator marcante desses países.

A concentração de propriedade ou concentração acionária, consiste na centralização do poder de controle nas mãos dos acionistas de determinada empresa. Dessa maneira, a concentração de propriedade ocorre quando uma quantidade pequena de acionistas detém a maior quantidade das ações com poder de voto de uma empresa. (HAHN *et al.* 2010).

Sobre o tema, destaca-se ainda que a concentração da propriedade, que fornece aos acionistas poder de controle através do voto, é uma das maneiras mais diretas de se influenciar a gestão dos administradores, possibilitando até mesmo tirá-los da gerência da empresa (SHLEIFER; VISHNY, 1986).

Destaca-se que nesta pesquisa a concentração de propriedade será utilizada como sinônimo para concentração de controle e diz respeito ao fato em que o controle da uma organização tende a ser de um ou poucos indivíduos. Assim, quanto maior é a concentração de controle em uma estrutura de propriedade, menor é a quantidade de indivíduos controlando.

A concentração de controle acionário no mercado de capitais brasileiro também foi evidenciada em pesquisas realizadas por Campos (2006), Caixe e Krauter (2013) e Garcia e Martins (2015), conforme demonstra Tabela 1.

Tabela 1 – Concentração de controle no mercado de capitais brasileiro de 1998-2012

Pesquisador	Ano estudado	Concentração média de controle (%)
Campos (2006)	1998	58,99
	1999	61,11
	2000	61,36
Caixe e Krauter (2013)	2001	57,14
	2002	57,09
	2003	60,55
	2004	65,96
	2005	61,21
	2006	57,53
	2007	57,52
	2008	53,96
	2009	50,05
Garcia e Martins (2015)	2010	51,81
	2011	52,48
	2012	51,34

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos estudos de Campos (2006), Caixe e Krauter (2013) e Garcia e Martins (2015)

Estas pesquisas demonstram que, apesar da evolução temporal, a concentração de propriedade é característica marcante no mercado de capitais brasileiro. Sobre o assunto, destaca-se que as entidades no Brasil procuram pulverizar o seu capital através de ações preferenciais, sem direito de voto, uma das formas que os controladores encontraram de manter o controle, o que pode resultar na extração de benefícios privados em detrimento dos demais (LA PORTA *et al.*, 2002; GARCIA; MARTINS, 2015).

Neste contexto, tem-se que quanto maior é a concentração de propriedade e controle, maior é o poder decisório, o qual é dirigido de acordo com a identidade dos acionistas majoritários, que podem deter preferências distintas quanto às metas e estratégias da entidade. Assim, dependendo do perfil destes agentes econômicos, o desempenho da empresa pode ser influenciado, conforme evidenciaram Abramova, Radygina e Chernova (2017), Okimura, Silveira e Rocha (2007) e Campos (2006).

2.2 A FORMA EMPRESARIAL DO ESTADO

A forma empresarial adotada pelo Estado para o desempenho de determinadas atividades econômicas não é ocasional, tendo em vista que ao se estabelecer que o Estado poderá atuar por meio de empresas, fica claro uma decisão consciente de que o figurino empresarial é o mais apropriado para a realização eficiente de certos fins (SCHWIND, 2016).

O referido pesquisador deixa claro que uma empresa estatal nasce do fato de que por outro meio, se não a forma empresarial, o objetivo pretendido pelo Estado, através da correta alocação de direitos de propriedade na utilização de ativos, não seria alcançado de maneira eficiente. Logo, este tipo de empreendimento adotado pelo Estado é concebido, baseando-se na experiência privada e com isso constituído para ser tão eficiente quanto.

No Brasil, de acordo com o artigo 173 da Constituição Federal de 1988, o Estado pode explorar, quando é relevante e necessário ao interesse público, atividades econômicas, através das empresas públicas e sociedade de economia mista, assim como subsidiárias e controladas indiretamente. Estas empresas são equiparadas quanto aos direitos e deveres civis, trabalhistas, tributários e comerciais às empresas privadas e este tratamento igualitário se respalda no artigo 173, parágrafo 1º, da citada Constituição.

Destaca-se que é a Lei 13.303/16 que rege o estatuto jurídico das empresas estatais. Esta lei foi criada para cumprir o disposto na Constituição Federal de 1988, regulamentar conceitos, definir procedimento e preencher lacunas no que tange às características das empresas estatais. Assim, a referida lei acabou revestindo de modernidade este tipo de empresa.

Um ponto interessante é o fato de a Lei 13.303/16, não fazer distinção entre empresas estatais que prestam serviços de políticas públicas ou exploram atividades econômicas. A exploração de atividades econômicas, consiste no direcionamento de bens e serviços em determinado mercado, com o objetivo de obtenção de lucro e ocorre geralmente em mercados onde a competição com outras empresas já existe.

Já os objetivos de política pública são aqueles direcionados ao bem-estar social dentro da jurisdição da própria estatal e são direcionados para o alcance do bem-estar econômico e para a alocação socialmente eficiente de recursos (BRASIL, 2016). A OECD (2015) destaca que os objetivos de políticas públicas são impostos como requisitos de desempenho, além da maximização do lucro e do valor para o acionista, incluídos neste rol a título de exemplo os serviços postais e demais obrigações especiais do interesse público.

Sobre o assunto, acentua-se que as empresas estatais frequentemente são associadas a diferentes tipos de falhas de mercado e são utilizadas também para atingir diversos objetivos não econômicos, como manter o equilíbrio do nível de emprego e o controle sobre recursos naturais importantes (GROUT; STEVENS, 2003). Neste direcionamento Shleifer (1998) salienta que as empresas estatais residem tipicamente em um setor dominante em uma economia. Assim, a propriedade estatal pode ser instituída em setores estratégicos e cruciais para o desenvolvimento econômico ou controle dos recursos naturais de um país.

No que tange às falhas de mercado, se faz importante notar que, mesmo em países com um mercado bem desenvolvido, primeiramente são as falhas de mercado que dão origem às empresas privadas. Todavia, nos países onde existem falhas de mercados mais graves devido ao subdesenvolvimento dos mercados, as empresas estatais tendem a ser o único modo de organização viável (WILLIAMSON, 1991).

Complementando o assunto, Lawson (1994, p.284) discorre que as razões econômicas para a existência da propriedade estatal “giram em torno das questões de monopólio natural, da necessidade de planejamento econômico, das vantagens da política de estabilização da intervenção industrial direta e da redistribuição de poder, renda ou riqueza”.

Assim, diversos são os fatores que impulsionam o Estado a adotar a forma empresarial culminando na criação das empresas estatais, desde o reconhecimento de que este tipo de empreendimento público é o mais eficiente, até as falhas de mercado. Destacando que além da busca pela maximização do lucro e do valor para o acionista através do desenvolvimento das atividades econômicas, as empresas estatais possuem outros objetivos não econômicos, também chamados de objetivos de políticas públicas.

Cabe destacar que no âmbito brasileiro as empresas estatais, sejam elas controladas total ou parcialmente pelo Estado, necessitam de lei específica para que sejam criadas, conforme destacado no artigo 37 da constituição Federal de 1988, combinado com os artigos 3º e 4º da Lei 13.303/16. Assim, estes dispositivos legais determinam que apenas com a criação de lei específica que institua a criação das empresas estatais é que estas ganharão personalidade jurídica e conseqüentemente estarão aptas a operar, necessitando estarem vinculadas às diretrizes legais que autorizaram a sua constituição.

Sobre o tema, Pinto Júnior (2013) destaca que estas diretrizes legais estão direcionadas e ligadas ao interesse social, ou seja, se foram estabelecidos metas e objetivos e destinados recursos às entidades, estas não podem simplesmente operar para fim diverso da sua constituição.

Dessa maneira, tem-se que mesmo o Estado operando na configuração empresarial, por julgar ser a forma mais indicada para o atingimento de seus objetivos, sua presença na estrutura de capital das empresas, seja de maneira majoritária ou minoritária, pode gerar divergências de interesses, tendo em vista que este tipo de entidade necessita operar vinculada com suas diretrizes legais, mais precisamente aos seus objetivos de políticas públicas, assim como demais fatores que precedem e legitimaram a sua criação.

2.3 AS NOVAS EMPRESAS ESTATAIS

Desde o final do Século XX, os limites de propriedade ficaram mais flexíveis. Dessa maneira, tanto as empresas estatais puderam ser privatizadas, quanto as empresas privadas puderam se tornar estatais, resultando em empresas que, apesar de deterem capital advindo do âmbito público, não são totalmente controladas pelo Estado e vice-versa (PENG *et al.*, 2016). Complementando o assunto, Bruton *et al.* (2015) salientam que os limites de propriedade entre a propriedade privada e a propriedade estatal tem a cada dia se estreitado.

Neste direcionamento, no âmbito brasileiro, é o art. 37 da CF/88, em seu inciso XX, que discorre sobre a possibilidade de o Estado participar como acionista de uma empresa privada. Dessa maneira, o Estado aportará recursos públicos na entidade privada, no entendimento de que as atividades exercidas por estas empresas convergirão de maneira eficiente para a obtenção de seus objetivos.

A Lei 13.303/16 em seu artigo 2º § 2º ratifica o artigo 37 da CF/88, ao discorrer que a exploração de atividade econômica pelo Estado será exercida por meio de empresa pública, de sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, desde que exista relação com o objeto social da investidora.

Neste norte, destaca-se que, mesmo não tendo o controle, uma empresa na qual o Estado detenha influência significativa pode ser considerada uma empresa estatal. Para tanto basta que o Estado detenha pelo menos 10% de seu capital votante, conforme descrição e metodologia adotada pela OECD (2015).

A respeito da influência significativa, o CPC 18- R2 (2012) a descreve como sendo “o poder de participar das decisões sobre políticas financeiras e operacionais de uma investida, mas sem que haja o controle individual ou conjunto dessas políticas.” O referido CPC complementa o assunto ao determinar um percentual mínimo de 20% (vinte por cento) da

participação do capital votante da investida para que haja influência significativa, seja essa participação direta ou indireta.

Todavia, mesmo estabelecendo um percentual mínimo de participação no capital votante da investida, o referido CPC não restringe a influência significativa a este percentual, uma vez que conforme destacado, uma empresa pode deter influência significativa mesmo detendo um percentual inferior ao estabelecido, desde que esta influência possa ser demonstrada claramente.

Destaca-se que a simples presença do Estado na estrutura de propriedade de uma empresa não faz com que a empresa integre a Administração Pública, principalmente no caso do Estado ser o sócio minoritário (SCHWIND, 2016). Entretanto, mesmo detendo em sua estrutura de capital o Estado como sócio minoritário, as empresas estarão sujeitas a ampla fiscalização quanto à legitimidade, à economicidade e à eficácia da aplicação de seus recursos, sob o ponto de vista contábil, financeiro, operacional e patrimonial, dos Órgãos de controle externos e internos das três esferas do Governo (BRASIL, 2016).

Em resumo, a propriedade estatal evoluiu e se encontra bastante flexível, destacando que as novas empresas estatais do século XXI não são necessariamente as mesmas do século XX, uma vez que as empresas estatais do século passado eram as clássicas estatais controladas unicamente pelo Estado e alicerçadas em setores em que a concorrência na maioria dos casos não existia, diferentemente das estatais deste século, as quais são constituídas com diferentes proporções de capital público, em diferentes setores e em diversos formatos, conforme evidenciam Bruton *et al.* (2015), Cuervo-Cazurra, Inkpen, Musacchio e Ramaswamy (2014), Musacchio, Lazzarini, e Aguilera (2015), Jiang *et al.* (2015).

2.4 O DESEMPENHO DA PROPRIEDADE EMPRESARIAL ESTATAL

A respeito do desempenho detido pelas empresas controladas parcial ou totalmente pelo Estado, destaca-se que estas são frequentemente reivindicadas como menos lucrativas e menos eficientes quando comparadas com empresas totalmente privadas. Todavia, destaca-se que na literatura empírica sobre o tema os resultados não são conclusivos (JAKOB, 2017).

Sobre o baixo desempenho das empresas estatais em comparação com as empresas privadas, Shleifer e Vinsh (1994) comentam que é difícil de se manter uma visão positiva frente a tantos relatos empíricos que evidenciam esse baixo desempenho.

Em estudo realizado por Shirley e Walsh (2000), foram analisadas 52 pesquisas sobre a comparação de desempenho entre empresas estatais e empresas privadas. Estes citados pesquisadores concluíram que do total de pesquisas analisadas, apenas cinco convergiam para o melhor desempenho das empresas estatais quando comparadas com as empresas privadas.

Mueller (2003) compilou os resultados de 71 estudos, nos quais as empresas estatais demonstraram menor eficiência quando comparadas com as empresas privadas em cerca de 56 casos. Neste mesmo cenário, Li, Lin e Selover (2014) estudaram um conjunto de dados de painel de mais de 200.000 empresas na China, no recorte temporal de 2000 a 2005. Os resultados apontaram para um desempenho inferior das empresas estatais em relação às empresas privadas em todas as categorias investigadas.

Entretanto, Demsetz e Villalonga (2001) estudaram 223 empresas nos EUA e descobriram que não havia correlação significativa entre o desempenho da empresa e a estrutura de propriedade. No mesmo direcionamento Jakob (2017), investigou 510 empresas de 52 países diferentes e sete setores estratégicos, das quais 399 eram empresas privadas e 111 eram empresas estatais. O resultado desta pesquisa indicou a não existência de correlação significativa entre o tipo de propriedade e o desempenho.

Já Peng *et al.* (2016) na sua pesquisa concluíram que sob quaisquer circunstâncias as propriedades privadas e estatais deveriam fornecer o mesmo nível de desempenho, assim nenhuma forma de propriedade é superior em relação à outra.

Na contramão destes estudos, algumas pesquisas concluíram pelo melhor desempenho das empresas estatais como a de Ang e Ding (2006), que compararam o desempenho de 15 empresas ligadas ao governo e 144 corporações privadas em Cingapura de 1990 a 2000 e descobriram que empresas ligadas ao governo não apenas tiveram um melhor desempenho, como também em termos de práticas de governança.

Conforme se observa, a literatura empírica aponta para uma diversidade de resultados a respeito do desempenho das empresas estatais quando comparadas com as empresas privadas. No entanto, Lawson (1994) destaca que as empresas estatais geralmente são mais difíceis de modelar do que as empresas privadas devido aos seus múltiplos objetivos e ao fato de operarem sob restrições peculiares. Dessa maneira, o referido pesquisador traz para o debate um ponto importante nas pesquisas sobre o desempenho das empresas estatais em relação às empresas privadas, que é o fato de que muitas das pesquisas realizadas não levaram em consideração os fatores peculiares inerentes às empresas estatais.

Dessa maneira, vários pesquisadores notaram a importância de considerar os objetivos não comerciais específicos da empresa estatal ao comparar o desempenho desses empreendimentos com os privados (ECKEL; ECKEL; SINGAL, 1997; PENG *et al.*, 2016).

Neste horizonte, Bozec (2002), ao considerar os objetivos não comerciais das empresas estatais, evidenciou que quando as empresas estatais estabelecem como meta a maximização do lucro, seu desempenho se torna comparável ao das empresas privadas. Assim, quando ambos os tipos de propriedade têm o mesmo objetivo, isto é, a maximização do lucro, elas demonstram um nível similar de desempenho, o que evidencia a relevância da necessidade de se considerar as particularidades de cada tipo de empresa nos estudos comparativos.

Em resumo, o que estes relatos empíricos evidenciam é a existência de limitação importante ao se comparar empresas que não têm os mesmos objetivos, pois os resultados acabam enviesados, uma vez que a empresa estatal na sua própria essência é criada com metas não comerciais, que acabam gerando, conforme já discorrido, maiores custos pois abrangem as dimensões políticas e sociais.

Assim, devido à natureza e a função das empresas estatais e empresas privadas diferirem, comparar o desempenho de ambas entidades utilizando as mesmas variáveis pode até ser enganoso. Além disso, como a medida de desempenho geralmente está vinculada à lucratividade, objetivo inerente das empresas privadas, os resultados são sistematicamente enviesados contra as empresas controladas total ou parcialmente pelo Estado.

Ainda sobre o tema Jakob (2017) salienta que os estudos sobre o desempenho das empresas estatais em comparação com as empresas privadas sofrem de viés por monitorarem as empresas em setores monopolistas, o que prejudica a comparabilidade das entidades.

Destaca-se que a abordagem na presente pesquisa é limitada às empresas controladas parcial ou totalmente pelo Estado que exploram atividade econômica em concorrência com outras empresas privadas, situação na qual o Estado intervém de forma direta na economia, através de empresas criadas para isto. Desse modo, a amostra será compreendida apenas pelas empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira, a B3, já que este cenário fornece um ambiente competitivo para este tipo de entidade, o que por sua vez, fornece um melhor cenário para a análise pretendida.

Além destes relatos empíricos sobre o assunto, algumas teorias em sinergia conseguem subsidiar de maneira mais clara este tema dinâmico e fornecem um norte para um melhor entendimento do problema proposto, são elas: a Teoria dos Direitos de Propriedade, a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência.

2.5 BASES TEÓRICAS DO ESTUDO

Para um melhor delineamento sobre como a propriedade estatal influi no desempenho das empresas, se faz essencial centrar em uma linha teórica que permita a melhor compreensão do tema, assim como que forneça subsídio para as discussões dos resultados obtidos. Assim, a teoria dos Direitos de Propriedade, Agência e Custo de Transação fornecem a base teórica para abordagem do tema.

2.5.1 Teoria dos Direitos de Propriedade

Apesar de não ter sido o primeiro trabalho a abordar o tema Direito de Propriedade, o artigo de Ronald H. Coase, de 1960, intitulado de *The problem of social costs*, trouxe importantes contribuições sobre o assunto ao estabelecer o direito de propriedade como uma unidade particular e ímpar de análise em economia. Assim, o referido pesquisador estabeleceu conceitos que possibilitaram uma melhor compreensão do papel econômico das instituições. Coase (1960) apresentou uma visão nova que possibilitou analisar os fatores de produção não apenas como entidades materiais, mas como ativos que possibilitam a determinado agente detentor de seus direitos exercer determinadas ações.

Esses novos conceitos são baseados em um entendimento bem delineado das restrições que os indivíduos enfrentam, fundamentados no pressuposto de que devido a seus múltiplos atributos, os direitos de propriedade podem ser trocados, mantidos, definidos e impostos. (BARZEL, 1997)

Esta teoria enfatiza que a propriedade é um fator importante, e de acordo com sua lente, as empresas nascem em situações em que os atores econômicos não podem assinar contratos completos e onde a locação de controle é importante. Assim, com base na teoria de Direitos de Propriedade as empresas podem ser conceituadas como um local onde os proprietários exercem direitos de controle através da utilização de ativos (PENG *et al.*, 2016).

A Teoria dos Direitos de Propriedade (TDP) proporcionou um novo entendimento da relação entre as instituições legais, os ativos e a criação de valor econômico. Sobre o tema, Kim e Mahoney (2005) esclarecem que esta teoria fornece uma nova visão em que diferentes limites de direitos de propriedade surgem em resposta ao problema econômico de alocação de recursos escassos, o que, conseqüentemente, afeta o comportamento e os resultados econômicos das

empresas. Portanto, considera-se esta teoria adequada para explicar situações em que resultados econômicos ineficientes persistem.

Sob a ótica desta teoria as empresas tendem a buscar soluções eficientes para a alocação de recursos escassos, levando em consideração os interesses econômicos, sociais e posições políticas das partes interessadas. Assim, tanto a estrutura de governança quanto as regras legais importam para resultados de eficiência de acordo com a Teoria de Direito de Propriedade (COASE, 1960).

Um ponto relevante a se destacar é o fato de que esta teoria define o direito de propriedade como o direito que um agente tem na utilização de um bem ou ativo para consumo ou geração de renda, assim como o direito de poder de transferência desse bem ou ativo para um outro agente. Destaca-se que um bem é algo constituído por um conjunto finito e potencialmente abrangente de atributos, os quais estão relacionados à sua especificidade e possíveis usos (BARZEL, 1997). Já o ativo é um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos para a entidade conforme CPC 00 (R1) (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009).

Conforme se observa, a definição de ativo posta na Estrutura Conceitual Básica – CPC 00 (R1) (Comitê de Pronunciamentos Contábeis, 2009) se encontra em sintonia com a teoria dos Direitos de Propriedade, uma vez que a propriedade física do ativo não é o mais importante, mas os direitos detidos sobre o mesmo, ou suas características, que podem ser compartilhadas com diferentes partes independentes.

O direito de propriedade sobre determinado bem ou ativo, possibilita a transferência do direito de contratar com outras partes, alugando, penhorando ou hipotecando o bem ou ativo, ou simplesmente permitindo a utilização por outras partes, como por exemplo no caso de uma relação entre empregador e empregado (BARZEL, 1997).

Kim e Mahoney (2005) explicam que, ao incorporar múltiplas dimensões, o direito de propriedade ganha uma importante implicação econômica, que é o fato de que diversas partes interessadas sejam capazes de manter partições de direitos para características distintas de um único recurso, o que cria o conceito de propriedade compartilhada. Assim, a propriedade compartilhada é um dos atributos que impulsionam as várias aplicações da teoria dos direitos de propriedade. Os referidos pesquisadores ainda destacam que em qualquer tipo de arranjo institucional em que ao menos duas partes contratantes estejam envolvidas (propriedade compartilhada) há transferência de controle sobre algum atributo de um recurso, de uma parte para a outra.

Esta transferência de controle, em que ocorre a realocação de direitos entre as partes envolvidas, é a própria definição de uma transação. Assim, os diversos arranjos institucionais são tentativas de alocação de direitos de propriedade entre as partes interessadas, através das transações multidimensionais, possíveis graças às múltiplas dimensões de uso que um bem ou ativo possui (BARZEL, 1997).

Um ponto importante para o entendimento da Teoria dos Direitos de Propriedade é o conceito de externalidades, que segundo Milgrom e Roberts (1992) são consequências positivas ou negativas que não são ajustadas pelo sistema de preços.

Sobre o tema, Shaddad (1996) explica que todos os agentes econômicos estão sujeitos a efeitos benéficos ou maléficos da ação de terceiros. Todavia, é o alto custo de incorporar esses efeitos (positivos ou negativos) na tomada de decisão das partes que interagem em uma transação que faz surgir uma externalidade.

As externalidades, sejam elas positivas ou negativas, impedem transações de mercados eficientes, tendo em vista a dificuldade em delimitar os direitos de propriedade, o que gera resultados de contratação diferentes, decorrentes de diferentes níveis de direito de propriedade e que uma externalidade se torna negativa quando não se suporta o custo econômico total das ações incorridas (KIM; MAHONEY, 2005).

Neste contexto, destaca-se que quando o sistema de preços não consegue resolver uma externalidade, tem-se uma falha de mercado. Shaddad (1996) comenta que a presença de externalidades e outras falhas de mercado servem para justificar a atuação do Estado através de políticas públicas direcionadas para a correção do funcionamento do sistema de preços. Assim, destaca que são as falhas de mercados, ou seja, as externalidades, que justificam o nascimento das empresas, todavia, uma grande falha de mercado, a qual torna impossível a atuação de uma empresa, é justificativa para a criação e intervenção de uma estatal (WILLIAMSON, 1991).

Outro ponto importante para o melhor entendimento da Teoria dos Direitos de Propriedade é a noção de contratos incompletos, tendo em vista que está ligada a um conjunto de direitos de decisão, ou seja, direitos para permitir ou proibir determinadas ações ou utilizações de bens por parte de terceiros, direitos estes que nem sempre estarão bem delineados. Dessa maneira, Coase (1960), discorre que, em um mundo com contratos caros e incompletos, alugar e possuir não são equivalentes, uma vez que nem todos os usos de um bem ou ativo podem ser especificados para todas as eventualidades de maneira antecipada.

Por conta da incompletude dos contratos, os direitos de propriedade transmitem direitos de controle residuais ao proprietário. Assim, o direito de propriedade permite que os agentes

determinem, segundo seus interesses, qual a destinação do bem ou ativo, o que além de influir sobre os incentivos de alguns investidores sobre o bem, também poderá influir sobre outros que possam deter direitos contratuais sobre estes bens (HART, 1995).

Outro ponto interessante, destacado por Kim e Mahoney (2005), é o fato de que a teoria dos direitos de propriedade, ao internalizar o conceito multifacetado de direitos de propriedade, consegue corrigir a deficiência que a contabilidade tem no particionamento de propriedade de ativos, uma vez que conforme esta teoria, a propriedade do ativo não consiste apenas em um simples direito sobre o bem, mas em um conjunto de direitos, que nem sempre são impostos.

Dentro deste contexto, a teoria dos Direitos de Propriedade consegue esclarecer a dinâmica existente na estrutura de propriedade de uma empresa, com seus múltiplos proprietários alocando seus direitos segundo seus interesses, destacando que estes direitos nem sempre estarão bem delineados, o que pode influenciar os direitos de terceiros de utilizar os bens ou ativos.

Devido à dinâmica e complexidade do assunto, algumas outras teorias juntam-se para uma melhor explicação do problema em tela, como a teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência, que segundo Barney e Ouchi, (1986), possuem antecedentes intelectuais comuns com a Teoria dos Direitos de Propriedade.

2.5.2 Teoria dos Custos de Transação

A Teoria de Custos de Transação detém como foco principal a resolução dos determinantes das transações de mercados ou hierarquia. Neste sentido, Williamson (2005) discorre que os limites da firma devem ser constituídos em função da estrutura de governança, uma vez que esta estrutura assegura a sua ótima adaptabilidade.

Sob a ótica desta teoria, as empresas existem pois, sob determinada circunstância, como incertezas ou oportunismo, são mais eficientes do que o mercado na resolução de problemas de custos de transação, que são os custos incorridos para planejar e monitorar as estruturas de governança (WILLIAMSON, 1985). Quanto às empresas estatais, pode-se argumentar que estas também existem para economizar os custos de transação de maneira mais eficiente do que os mercados.

Peng *et al.* (2016) destacam que, apesar das muitas imperfeições das empresas estatais, um de seus benefícios, que muitas vezes não é reconhecido, é que este tipo de empresa reduz os custos de transação em economias infestadas por graves falhas de mercados.

Peng *et al.* (2016) destacam que apesar das muitas imperfeições das empresas estatais, um de seus benefícios, que muitas vezes não é reconhecido, é que este tipo de empresa reduz os custos de transação em economias infestadas por graves falhas de mercados.

Desse modo, segundo a Teoria dos Custos de Transação, a empresa estatal existe, pois é mais competente do que o mercado na minimização de custos de transação, detendo maior eficiência quando opera em ambientes com graves falhas de mercados, falhas estas que tornam praticamente impossível a existência de empresas privadas. Logo, a natureza da empresa estatal, lhe permite operar sob custos elevados e ainda assim ser eficiente, ou seja, lhe permite internalizar externalidades negativas, cujo os custos não podem ser suportados por outro tipo de entidade.

São três os determinantes dos custos de transação, conforme esclarece Williamson (1975):

- 1) A racionalidade limitada dos indivíduos, da qual se originam os contratos incompletos, tendo em vista a impossibilidade de se prever todas as situações passíveis de acontecimentos. Destaca-se que, mesmo que exista a intenção do indivíduo agir de maneira racional, as limitações na coleta, processamento e comunicação das informações acabam por limitar a racionalidade;
- 2) O oportunismo, nascido do fato de os indivíduos perquirirem interesses pessoais;
- 3) A especificidade dos ativos, que representa os custos relacionados à impossibilidade de utilização de determinado ativo para outras finalidades ou transações. Assim, o desvio de finalidade do ativo gera custos aos proprietários dos fatores de produção. Quanto mais específico, maior a probabilidade deste ativo em gerar maiores custos de transação.

Ao expandir o conceito de especificidade de ativos às empresas, tem-se que quanto mais específicos são seus objetivos, maiores são os custos de transação ao desviar destes objetivos. Assim, se uma empresa é constituída sobre o pressuposto da maximização de lucro, conseqüentemente perquirir outros objetivos, que não a maximização do lucro, gerará maiores custos para a entidade o que poderá impactar no seu desempenho.

Dessa maneira, um melhor alinhamento de objetivos econômicos e não econômicos, ou seja, uma maior flexibilização na especificidade das empresas, ocasionaria conseqüentemente menores custos de transações. Assim, estes apontamentos evidenciam a importância de se considerar os objetivos diversos das empresas estatais quando comparadas com as empresas privadas, assim como realçam a importância de se analisar a propriedade estatal de maneira isolada, visando um melhor entendimento de suas características.

A Teoria dos Custos de Transação enfatiza ainda que os custos de transação, inerentes à toda organização, são tão relevantes quanto os custos de produção, mesmo que estes sejam mais simples de avaliar do que aqueles, tendo em vista que eles constituem em uma parte importante dos custos incorridos nas firmas.

Sob a lente desta teoria, as transações não são simples trocas de bens, mas sim transferência de propriedade que necessita de arranjos institucionais, com o objetivo de se fazer cumprir os contratos que, devido à racionalidade limitada, oportunismo e especificidade dos ativos, são incompletos.

Um ponto a se destacar é a discussão sobre os limites da firma. Sobre esta especificidade, tem-se que as empresas não podem aumentar seus limites, ou seja, se expandirem de maneira indefinida, tendo em vista o conseqüente aumento dos custos de transação, oriundos do aumento da burocracia (Coase, 1937). Tomando por base o discorrido, tem-se que os argumentos sobre a expansão ilimitada de propriedade podem ser transportados para a propriedade estatal.

Sobre os limites de propriedade, argumenta-se que a propriedade estatal deve ter limites condizentes com as características do ambiente no qual esteja inserida. Assim, empresas estatais operantes em ambientes com graves falhas de mercados ou no controle de recursos essenciais devem deter maiores limites de propriedade, ao contrário das empresas operantes em ambientes competitivos, que devem ter os menores limites de propriedade sob o controle do Estado, o que proporcionaria à entidade, dentro deste ambiente competitivo, perquirir seus objetivos primários, a maximização de lucro, assim como os seus objetivos de políticas públicas.

2.5.3 Teoria da Agência

A Teoria da Agência trata dos problemas de agência que nascem nas empresas devido à separação entre propriedade e controle. Um dos pressupostos desta teoria é o fato de que as partes contratantes (geralmente o principal e o agente) são maximizadores de utilidades e agirão em favor próprio, ou seja, segundo esta lente teórica os atos individuais são impulsionados por interesses pessoais e os indivíduos tendem a agir de forma oportunista para aumentar a sua riqueza, o que gera conflitos de interesses entre as partes contratantes (JENSEN; MECKLING, 1976).

Além do conflito de interesses ocasionado por desejos ou objetivos conflitantes entre as partes contratantes, Eisenhardt (1989) destaca ainda o problema do compartilhamento de risco, o qual surge quando o principal e o agente têm diferentes atitudes em relação ao risco.

Com a evolução dos mercados de capitais, os conflitos de agência tornaram-se importantes e a análise das diversas relações contratuais existentes nas empresas foi ampliada pela Teoria da Agência. As empresas são definidas segundo esta teoria como uma ficção legal, que serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos. (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976).

Este conjunto de relacionamento contratual abrange diversos níveis de interações, assim além do conflito de interesses entre os acionistas e gestores, também chamado de problema principal-agente, pode-se ainda identificar outros dois tipos de conflitos de agência na estrutura das empresas: a) o conflito entre acionistas (capital próprio) e credores (capital de terceiros), conhecidos como problema principal-credor, o qual nasce devido ao empreendimento de projetos e à decisão de financiá-los; b) o conflito entre acionistas majoritários e minoritários, conhecido como problema principal-principal, o qual ocorre quando o grupo com maior controle, acaba tomando decisões a seu favor, o que dificulta os interesses dos acionistas minoritários (FAMA; JENSEN, 1983).

Apesar de que no seu trabalho Jensen e Meckling (1976) não tenham tratado dos conflitos existentes entre acionistas minoritários e acionistas majoritários, os referidos pesquisadores destacam que os problemas de agência surgem em qualquer situação na qual duas ou mais pessoas envolvam esforços mútuos, mesmo que não se tenha uma relação principal-agente definida. Assim, segundo estes pesquisadores, existirá inerentemente divergências de interesses entre os atores econômicos em todos os tipos de organizações e esforços cooperativos. Salienta-se que na presente pesquisa o foco é a relação de agência principal-principal, ocasionada pelo conflito de interesses entre a propriedade Estatal e a propriedade Privada.

No que tange aos conflitos de agência, destaca-se dois motivos pelos quais estes conflitos dificilmente poderão deixar de existir: a) a inexistência de agente perfeito (JENSEN; MECKLING, 1976) e b) a existência de contratos incompletos (KLEIN, 1985).

No primeiro caso, destaca-se que os interesses de terceiros não influenciarão um outro indivíduo tão bem quanto os seus interesses pessoais, levando em consideração a natureza egoísta do ser humano. O segundo caso é justificado pelas características inerentes ao ambiente de negócios, no qual é impossível prever todas as contingências e desafios incorridos durante a

atuação empresarial, devido à existência de assimetria informacional e as limitações racionais dos indivíduos (KLEIN, 1985).

Destaca-se que estes conflitos de agência acabam gerando custos para as empresas, e estes custos são chamados de custos de agências, os quais decorrem, dentre outros fatores, da implementação de mecanismos de controle, monitoramento, remuneração ou outra medida que vise à limitação das atividades do agente.

Os custos de agência são todos de elaboração e estruturação de contratos entre as partes contratantes; as despesas de monitoramento das ações do agente pelo principal; os gastos incorridos pelo agente, visando a demonstrar que seus atos não irão prejudicar o principal; e as perdas residuais, advindas da diminuição da riqueza do principal ocasionada pelas divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Destaca-se que os custos de agência podem afetar negativamente a empresa, uma vez que os recursos aplicados em atividades de controle e monitoramento poderiam ser aplicados em projetos rentáveis e benéficos. Em relação à propriedade estatal, tem-se que os objetivos de políticas públicas tendem a aumentar os custos de agência nas empresas em que o Estado participa na qualidade de acionista (LAZZARINI, 2015).

Neste direcionamento, uma solução para a minimização destes conflitos e consequente redução dos custos de agência é a presença de outros acionistas que detenham influência significativa na empresa, os quais podem fornecer alguns freios e contrapesos (PENG *et al.*, 2016).

2.5.4 Integração Teórica

Alguns dos fundamentos teóricos das Teorias dos Custos de Transação e da Agência também estão presentes na Teoria dos Direitos de Propriedade. Estas três teorias fazem parte do ramo da economia organizacional. Assim, apesar de terem perspectivas distintas, podem ser vistas através de referenciais teóricos relacionados, tendo em vista a sinergia existente. (KIM; MAHONEY, 2005)

Quadro 1 – Comparação entre as teorias

	Teoria da Agência	Teoria dos Direitos de Propriedade	Teoria dos Custos de Transação
Unidade de análise	Contrato Principal-Agente	Instituição; Direitos de Propriedade	Transação; Especificidade de Ativo
Orientação Teórica	Otimização Restrita	Avaliação Comparativa	Avaliação Comparativa
Fontes de Fricção do Mercado	Informação Assimétrica; Aversão ao risco	Externalidades; Direitos de Propriedade mal definidos	racionalidade limitada; Assimetria informacional;

Fonte: adaptado de Kim e Mahoney (2005).

A Teoria da Agência detém como foco os incentivos econômicos dos indivíduos, em que sua unidade de análise é a relação de agência. Assim sob a lente desta vertente teórica, os conflitos de agência existem de maneira inerente nas firmas. Esta teoria dá maior evidência aos incentivos econômicos das partes contratantes (indivíduos) dentro do contexto dessa relação principal-agente (KIM; MAHONEY, 2005).

A Teoria de Custos de Transação detém como unidade de análise a transação. Kim e Mahoney (2005) discorrem que uma importante premissa nesta teoria é o fato de que as hierarquias são incentivadas de maneiras diferentes do mercado, fato este que pode incentivar a cooperação econômica em situações em que incentivos de mercado ocasionaria um resultado econômico ineficiente.

Quanto à teoria dos direitos de propriedade, tem-se que esta detém como foco de análise o direito de propriedade, considerando várias dimensões da transação, ponderando o problema de externalidades que surge pelo fato de que os direitos de propriedades são frouxos ou atribuídos de maneira ineficiente.

Sendo assim, Kim e Mahoney (2005) destacam que a Teoria dos Direitos de Propriedade, consegue unir as teorias da Agência e Custo de Transação, ao explicar da melhor maneira a dinâmica no contexto de que os agentes contratuais buscarão seus interesses próprios dentro das regras, os quais alocarão recursos visando manter ou mudar os direitos de propriedades em benefício próprio.

A orientação teórica da Teoria da Agência é o desenvolvimento de contratos que minimizem os custos de agência, dadas várias restrições. Quanto à orientação teórica das Teorias de Direito de Propriedade e Custos de Transação, pressupõe-se uma configuração de contratos incompletos, baseadas em uma estrutura comparativa, na qual a primeira concentra-se no bem-estar social e a segunda na redução de custos (COASE, 1937; 1960).

Sobre o assunto, Kim e Mahoney (2005) destacam que a teoria dos direitos de propriedade vai além das teorias da agência e custos de transação, ao trazer elementos na análise de contratos de instituições, e evidencia circunstâncias em que existe a possibilidade potencial de fracasso em alcançar acordos contratuais eficientes, uma vez que os atores contratuais busquem competir entre si, ao invés de cooperar, o que por sua vez dificulta a adesão a qualquer tipo de acordo.

Quanto às fontes de fricção de mercado, tem-se que a Teoria de Direito de Propriedade vê as fontes de imperfeição do mercado como direito de propriedades não definidos e/ou inseguros. Os direitos de propriedades não definidos são os que não foram atribuídos às partes contratuais como incentivo econômico, enquanto os direitos de propriedade inseguros são os direitos que podem ser apropriados pelos outros.

Neste cenário, a Teoria da Agência explica tais imperfeições usando o conceito de assimetria da informação ou não observabilidade, enquanto a Teoria dos Custos de Transação acrescenta algumas características conceituais de transação, que são o oportunismo e a especificidade dos ativos.

Além destes pontos, cabe ressaltar a visão da empresa que cada teoria fornece. Na Teoria da Agência, as firmas são tidas como umnexo de contratos entre os indivíduos e estão preocupadas mais particularmente em como alinhar os objetivos econômicos dos agentes, ou seja, em minimizar estes conflitos. Sob a lógica da Teoria dos Custos de Transação, as empresas existem para minimizar os custos de transação de maneira mais eficiente do que os mercados podem fazer (COASE, 1937). Quanto à Teoria dos Direitos de Propriedade, tem-se que as empresas são conceituadas como um local onde os proprietários exercem direitos de controle de propriedade por meio da utilização de ativos, destacando que estes direitos são limitados (PENG *et al.*, 2015).

Assim, dentro deste contexto, levando em consideração a sinergia destas três teorias, uma empresa estatal pode ser definida como umnexo de contratos incompletos, no qual os indivíduos exercem seus direitos de propriedade dentro de limites legais, na utilização de bens, direitos e obrigações, eficiente na minimização de custos de transação e que detém por natureza conflitos de agência, podendo ser controlada total ou parcialmente pelo Estado, criada através de lei específica que a vincula ao interesse social e que não pode operar para fim diverso da sua constituição.

2.6 HIPÓTESE DE PESQUISA

A teoria dos direitos de propriedade se apresenta mais abrangente para os casos de imperfeições contratuais, ou seja, cenários em que resultados econômicos ineficientes persistem, assim como conseguem dar um melhor tratamento às questões de propriedade compartilhada, enquanto as teorias do custo de transação e agência não conseguem lidar com casos em que as partes envolvidas não chegam a um acordo contratual (KIM; MAHONEY, 2005).

Neste contexto, diversas são as diferenças fundamentais entre a propriedade empresarial privada e a estatal em termos de objetivos. Dessa maneira, a OECD (2015) destaca que no desenvolvimento das atividades econômicas, além da busca pela maximização do lucro e do valor para os acionistas, a empresa estatal pode perquirir objetivos de políticas públicas. Destaca-se que os objetivos de políticas públicas, são direcionados para o bem-estar social, sendo para tanto, impostos por julgar ser esta a maneira mais eficiente de realizar estes objetivos, os quais podem ser perseguidos separadamente ou em combinação com as atividades econômicas.

Complementando a assunto, Grout e Stevens (2003) discorrem que o principal objetivo da propriedade privada é maximizar os lucros para os capitalistas que possuem a corporação, enquanto o objetivo final das empresas estatais é o equilíbrio dos interesses das partes contratantes, incluindo a proteção de empregos e a prevenção de problemas sociais.

Além destes objetivos extras, as empresas estatais quando comparadas com as empresas privadas têm algumas vantagens como os subsídios governamentais, contratos governamentais exclusivos, empréstimos a juros baixos, isenções fiscais e matérias-primas de baixo preço (LI; LIN; SELOVER, 2014). Todavia, Jakob (2017) destaca que também existem algumas desvantagens associadas à propriedade estatal, como a baixa autonomia decorrente de sobrecarga política, uma vez que uma firma controlada total ou parcialmente pelo Estado pode necessitar comprometer seu objetivo de maximização de lucro em detrimento de atingir metas especiais do Governo.

Sobre a baixa autonomia das empresas estatais e carga política, Chen (2016) acrescenta o fato de que o Governo atua em dois papéis conflitantes: como regulador e como acionista. Como regulador o Estado tem como dever a manutenção da ordem social e como acionista, no entanto o Estado necessita aumentar o valor de seu investimento, objetivos estes que podem entrar em conflito.

Assim, mesmo que as empresas privadas busquem metas socioambientais, ou seja, busquem metas além da lucratividade, essa busca é voluntária, ao contrário do que ocorre nas empresas estatais devido à sua natureza. De acordo com Lazzarini e Musacchio (2018), estas empresas sofrem fortes pressões para buscarem objetivos sociais, de desenvolvimento e político o que tende a aumentar os conflitos de agência.

Destaca-se que a busca dos objetivos sociais, ou simplesmente objetivos de política pública, é estabelecida por legislação específica, a qual obriga a empresa estatal a não divergir dos objetivos que possibilitaram a sua criação.

Sobre as diferenças características entre a propriedade empresarial privada e Estatal destacam-se as seguintes:

Quadro 2 - Principais diferenças entre a propriedade estatal e a propriedade empresarial privada.

(continua)

Características	Propriedade Empresarial Privada	Propriedade Empresarial Estatal
Objetivo da empresa	Maximizar os lucros e o valor para os proprietários e acionistas.	Manter o equilíbrio ideal para as partes interessadas. Maximizar os lucros não é o único objetivo da empresa. Proteger empregos e minimizar a agitação social são objetivos legítimos.
Estabelecimento da empresa	A entrada é determinada por empresários, proprietários e investidores.	Constituída a partir de lei específica, a qual deve nortear seus objetivos. A entrada é determinada por funcionários do Estado e burocratas.
Financiamento da empresa	O financiamento é de fontes privadas	O financiamento é de fontes estatais (como subsidiárias diretas ou bancos de propriedade do estado).
Liquidação da empresa	A saída é forçada pela concorrência. Uma empresa tem que declarar falência ou ser adquirida caso venha se tornar financeiramente insolvente.	A saída é determinada por funcionários do Estado e burocratas. As empresas consideradas grandes para o fracasso (<i>too big to fail</i>) podem ser apoiadas por recursos do contribuinte.
Nomeação e demissão da gestão	As nomeações gerenciais são feitas por proprietários e investidores em grande parte com base no mérito.	As nomeações gerenciais são feitas por funcionários do Estado e burocratas que também podem usar critérios não econômicos.
Compensação da gestão	A remuneração dos gerentes é determinada pelas forças de mercado competitivas. Gerentes tendem a ser mais pagos sob propriedade privada.	A remuneração dos gerentes é determinada politicamente. Os gerentes tendem a receber menos sob a propriedade estatal.

Quadro 2 - Principais diferenças entre a propriedade empresarial privada.

(conclusão)

Limites de propriedade	As empresas privadas podem ser nacionalizadas e transformadas em empresas estatais. As empresas estatais podem ser privatizadas.	Mesmo para as estatais em que a propriedade estatal é inalterada, elas não são necessariamente estatais e controladas pelo Estado.
------------------------	--	--

Fonte: elaborado pelo autor com base na Lei 13.301/16 e em Peng *et al.* (2016, p. 299)

Conforme evidenciado pela literatura, as empresas controladas total ou parcialmente pelo Estado detêm objetivos não financeiros, ou seja, nem sempre irão guiar suas atividades na mesma direção das empresas privadas. Assim, o investimento, objetivando a maximização do lucro, nem sempre será o objetivo principal deste tipo de firma, tendo em vista que dentre os seus objetivos se encontra a atividade de política pública, a qual é direcionada para a manutenção do bem-estar social.

Salienta-se que os objetivos não financeiros influenciam o desempenho de uma empresa controlada total ou parcialmente pelo Estado, tendo em vista que os incentivos da gestão não estão diretamente ligados ao desempenho da empresa estatal como ocorre nas empresas privadas. Dessa maneira a busca das empresas estatais no alcance de objetivos sociais e comerciais pode influenciar negativamente o uso eficiente de recursos (PUTNINS, 2015).

Neste contexto, as teorias de Direito de Propriedade, Custo de Transação e Agência, em sinergia, explicam que ao divergirem entre si no que tange aos objetivos econômicos, os agentes contratuais acabam gerando externalidades negativas uns para os outros. O resultado desta divergência é um contrato econômico ineficiente, tendo em vista a existência de direitos de propriedade não definidos e/ou inseguros, o que pode gerar divergência nos incentivos econômicos, principalmente na existência de objetivos de política pública, os quais são inerentes às empresas estatais.

Dessa maneira, devido aos objetivos de políticas públicas que são direcionados ao bem-estar social, a propriedade estatal pode entrar em conflito com a propriedade privada, ao por exemplo, decidir manter inalterado o nível de empregados numa recessão econômica. Este fato pode gerar problemas de agência, assim como aumentar os custos de transação, influenciando consequentemente no desempenho destas empresas.

Neste direcionamento, alguns pesquisadores como Boycko, Shleifer e Vishny (1996) e Djankov e Murrell (2002) evidenciaram que quando a concentração de propriedade estatal aumenta, a perseguição de objetivos não econômico (objetivos de políticas públicas) também

aumenta, ou seja, o desempenho das empresas que detêm controle parcial ou total por parte do Estado provavelmente será impactado negativamente, devido ao desvio do comportamento de maximização do lucro. Entretanto, quanto menor é a propriedade estatal, maior é o controle dos agentes privados sobre as atividades de uma empresa, que podem direcionar mais livremente as atividades empresariais para a perseguição de objetivos econômicos, afetando assim de maneira positiva o desempenho da entidade.

Dessa maneira, tendo em vista o que discorrem as teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, e ao fato de que o Estado pode, no exercício de seus direitos de propriedade, afetar criticamente a tomada de decisão em relação ao uso de recursos, direcionando-os para seus objetivos de políticas públicas, o que conseqüentemente pode afetar o desempenho das empresas de maneira negativa, apresenta-se a hipótese norteadora desta pesquisa:

H1: Quanto menor a propriedade estatal, maior é o desempenho das empresas.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção as ferramentas e demais procedimentos metodológicos delineados são apresentados. Evidencia-se que todos os métodos constantes na presente pesquisa foram definidos e adaptados com base na literatura anterior e visam a responder à questão problema.

3.1 CAMPO AMOSTRAL

A amostra não probabilística foi composta por 163 empresas listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão), extraída da população de 510 empresas (dados da *Thomson Reuters Eikon*®) ativas entre os anos de 2010 e 2017, que preencheram todos os requisitos requeridos quanto à disponibilidade e tratamento dos dados a partir dos seguintes filtros:

- a) ter informações disponíveis referentes ao Passivo Total Oneroso, ao Ativo Total e à Receita Bruta na base de dados *Thomson Reuters Eikon*®;
- b) ter disponibilizado informações anuais nos relatórios de administração divulgados no site da B3 e/ou no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM;
- c) ter divulgado informações anuais relativas ao valor adicionado líquido, medida escolhida como *proxy* para o desempenho das empresas, através da Demonstração do Valor Adicionado, conforme CPC 09 (2008), aprovado pela Deliberação CVM 557/2008 (2008);
- d) não ser empresa financeira de capital aberto, tendo em vista que possuem atividades específicas que afetam os principais componentes de formação de riqueza, assim como o fato de que, por convenção, assume-se que as despesas com intermediação financeira devam fazer parte da formação líquida da riqueza e não de sua distribuição, conforme discorrido no CPC 09 (2008). Destaca-se ainda que este tipo de empresa se utiliza de modelo específico para demonstrar a riqueza gerada e distribuída. Logo, a sua inclusão pode gerar viés na análise econométrica dos dados.

Assim, do total de 510 empresas com dados disponíveis na *Thomson Reuters Eikon*®, 108 eram empresas financeiras, restando 402 empresas, das quais 163 detinham os dados quanto às variáveis Passivo Total Oneroso, Ativo Total, Receita Bruta, valor Adicionado Líquido e Estrutura de Propriedade para todo o período analisado, conforme evidencia a Tabela 2.

Tabela 2 – Filtro das empresas componentes da amostra

Painel Balanceado	
Total de empresas	510
Empresas financeiras	108
Empresas com informações incompletas (Ativo Total, Passivo Oneroso Total, Receita bruta e Valor Adicionado Líquido)	204
Empresas com informações incompletas sobre a estrutura de propriedade	35
Total de exclusões	347
Amostra Final	
	163

Fonte: dados da pesquisa 2018

O recorte temporal iniciou-se no ano 2010, tendo em vista que foi o ano em que as Normas Internacionais de Contabilidade (*International Financial Reporting Standards - IFRS*) foram adotadas de maneira obrigatória no Brasil, o que ocasionou o alinhamento das práticas contábeis. O ano estabelecido como base final para a coleta de dados foi o ano de 2017, por ser este o último período com dados disponíveis.

3.2 MENSURAÇÃO DAS VARIÁVEIS

Esta seção apresenta e define as variáveis estudadas em sintonia com os objetivos propostos, assim como em sintonia com a literatura apresentada.

3.2.1 Estrutura de Propriedade

Em estudos sobre a estrutura de propriedade das empresas, existe uma grande variedade de medidas empregadas objetivando auferir a propriedade dos acionistas. Assim, destaca-se que estas medidas variam de simples *proxies*, como parcela dos votos dos proprietários e criação de *dummies*, até a cálculos de índices de potências avançados.

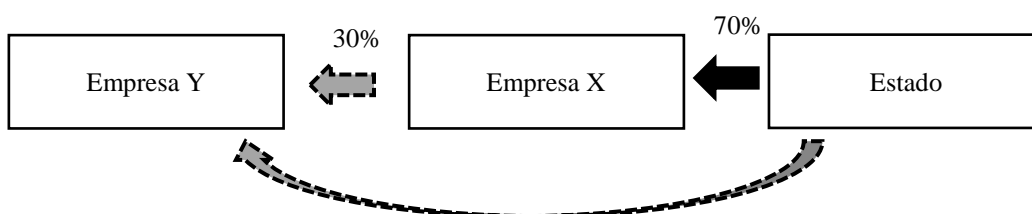
Sobre o assunto, Overland, Mavruk e Sjögre (2012) esclarecem que não há na literatura empírica medida considerada unânime entre os pesquisadores quando o assunto é definição de limites de propriedade, e sugerem que estas medidas sejam escolhidas com cautela, devendo ser fundamentada no problema de pesquisa. Ainda sobre o tema, os referidos pesquisadores acrescentam que, se o objetivo for medir a concentração de propriedade na dimensão de conflito de acionistas proprietários, é preferível que se utilize uma medida que reflita os índices de poder.

Dessa maneira, destaca-se que na presente pesquisa será utilizada a metodologia utilizada por Abramov, Radygin e Chernova (2017). Uma das características da metodologia

utilizada pelos referidos pesquisadores é o fato de que qualquer participação superior a 50% (cinquenta por cento) das ações com direito a voto de uma empresa controladora que seja de propriedade do estado é considerada como 100% (cem por cento).

A título de exemplo da metodologia utilizada por Abramov, Radygin e Chernova (2017), dois exemplos são discorridos: um primeiro no qual o Estado detém mais de 50% das ações de determinada empresa e um segundo no qual o Estado detém menos de 50% das ações.

No primeiro caso, a propriedade do Estado na empresa “Y” é de 30%, que é calculada multiplicando a participação de 30% detida pela empresa “X” na empresa “Y” por 1,00, tendo em vista que a participação detida pelo estado na controladora “X” é considerada como sendo 100%; a figura 1 ilustra o caso.

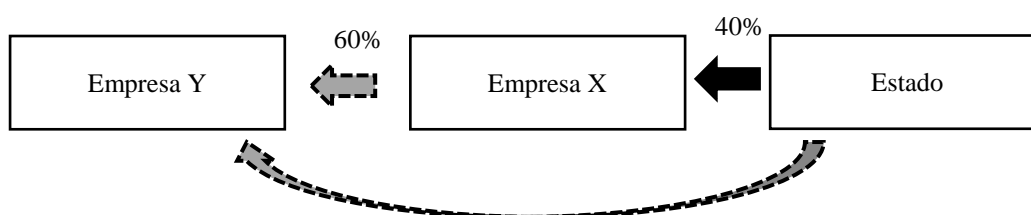


Propriedade estatal na empresa Y = 30% (30% x 1,00)

Figura 1 - Cadeia de Controle Primeiro Caso

Fonte: Elaboração Própria com base na metodologia de Abramov, Radygin e Chernova (2017)

No segundo caso, a propriedade do Estado na empresa “Y” é de 24%, sendo obtida através do cálculo da multiplicação da participação de 60% de propriedade da Companhia “X” na Companhia “Y” por 0,40, referente a propriedade estatal, conforme figura 2.



Propriedade estatal na empresa Y = 24% (60% x 0,40)

Figura 2 - Cadeia de Controle Segundo Caso

Fonte: Elaboração própria com base na metodologia de Abramov, Radygin e Chernova (2017)

O próximo passo para se chegar à propriedade estatal das empresas analisadas é identificar as cadeias de controle separadas na hierarquia que terminam com o Estado, identificando todos os caminhos possíveis entre os dois vértices, ou seja, a empresa em análise

e o Estado (essas cadeias de controle são destacadas em linhas mais escuras na figura 03). Por fim, o produto de todas as cadeias de controle na estrutura de propriedade entre a empresa em análise e o Estado são somadas.

Em resumo, o exame da estrutura de propriedade começa com a empresa em análise e finaliza quando todos os elementos da cadeia de controle são de propriedade de investidores anônimos ou privados, ou do Estado ou quando o nível de hierarquia definido é atingido. Destaca-se que apenas as ações ordinárias foram consideradas, ou seja, as ações com direito a voto.

3.2.2 Valor Adicionado Como Medida de Desempenho

A escolha de uma medida de desempenho empresarial é sempre um assunto complexo, tendo em vista que para o seu cálculo, pode-se utilizar diversas medidas qualitativas e quantitativas. Sobre o assunto, Nakhaei *et al.* (2012) defendem que para a mensuração do desempenho as medidas quantitativas são mais utilizadas, pois fornecem uma melhor perspectiva sobre a atividade das empresas.

As medidas de desempenho mais utilizadas nas pesquisas sobre o tema, são medidas baseadas no lucro, como o ROE - Retorno sobre o Patrimônio Líquido, que mede o retorno que os acionistas obtêm por cada unidade de capital investido e o ROA – Retorno sobre os Ativos, que mede a capacidade de uma firma em gerar lucro a partir de seus ativos. (GOLDENG; GRÜNFELD; BENITO, 2008; BOUBAKER; NGUYEN; ROUATBI 2016).

Todavia, a presente pesquisa utiliza o valor adicionado como *proxy* para o desempenho. Essa medida representa a riqueza criada por uma determinada empresa por meios de suas próprias operações.

O valor adicionado é o incremento da riqueza gerada pelo uso eficiente dos recursos da empresa antes de sua repartição entre os trabalhadores, financiadores, acionistas e o governo, diferentemente do lucro que representa a parte da riqueza gerada distribuída para os proprietários. Dessa maneira, o valor adicionado fornece uma visão mais abrangente do desempenho das empresas, pois demonstra quanto da riqueza criada.

Neste direcionamento, como o foco da pesquisa é a análise da participação estatal dentro da estrutura de propriedade das empresas e o Estado, em sua forma empresarial, detém outros objetivos além da maximização do lucro, o de valor adicionado, para fins dessa pesquisa, é mais adequado do que o lucro como métrica de desempenho.

Tendo em vista que o valor adicionado revela a renda da empresa que tem que ser distribuída para as partes interessadas, este se constitui métrica tão boa quanto o lucro. Assim, indicadores advindos das informações da Demonstração de Valor Adicionado podem ser utilizados como parâmetro de desempenho para as empresas e suas concorrentes do mesmo setor ou atividade. (HALLER; STOLOWY, 1998; ASWEGEN; STEYN; HAMMAN, 2005).

Ainda sobre o tema, Haller e Van Staden (2014) salientam que o valor adicionado evidenciado na DVA é um instrumento relevante de evidenciação de desempenho empresarial aos diversos stakeholders de uma entidade. Machado, Macedo e Machado (2014) concluíram que a riqueza criada seria um parâmetro melhor para o resultado da empresa do que o lucro líquido por ação. No mesmo direcionamento, Lima (2017) destaca que a riqueza produzida por uma empresa, apresenta-se como uma excelente métrica de desempenho econômico.

Em sintonia, estas pesquisas evidenciam que o desempenho econômico de uma entidade pode ser medido pelo valor adicionado, assim como o fato de que esta variável detém tanta robustez quanto o lucro para o caso.

Além do posto, destaca-se que as informações dispostas na DVA, quanto a criação de riqueza e sua consequente repartição com as partes que se esforçaram para sua formação (empregados, governo, sócios e credores) encontram-se em sintonia com a Teoria dos Direitos de Propriedade, principalmente no que tange ao conceito de múltiplos atributos de um bem ou ativo.

O valor adicionado é evidenciado na DVA por três grupos de formação: i) Valor Adicionado Bruto, obtido pela diferença entre os valores totais das receitas e dos insumos adquiridos de terceiros; ii) Valor Adicionado Líquido, que corresponde ao valor adicionado bruto subtraído a depreciação, exaustão e amortização e; iii) Valor Adicionado Total a Distribuir, o qual é obtido ao se somar ou subtrair os valores recebidos de terceiros que lhes foram transferidos no período ao valor adicionado líquido.

Conforme se observa, cada um dos três grupos de formação de valor adicionado detém características inerentes e possibilitam diversos tipos de análises comparativas sobre o desempenho das empresas. Quando comparados o valor adicionado bruto e o valor adicionado líquido, tem-se que este último apresenta as figuras da depreciação, exaustão e amortização, as quais representam a alocação sistemática do valor de um ativo durante o período no qual a empresa espera utilizá-lo. Este fator informacional torna o valor adicionado líquido mais completo do que o valor adicionado bruto quando se trata de desempenho empresarial.

Quanto ao valor adicionado total a distribuir, destaca-se a figura dos valores recebidos de terceiros no período, os quais podem passar uma imagem distorcida do desempenho da empresa, uma vez que estes valores não são oriundos dos esforços diretos da entidade para obtenção de riqueza.

Por tais motivos, utilizou-se o Valor Adicionado Líquido produzido pela empresa como *proxy* para o desempenho das empresas nesta pesquisa.

Destaca-se que, para neutralizar o efeito de escala, utilizou-se a Receita Bruta auferida pela entidade no período. A utilização da referida medida justifica-se pelo fato do valor adicionado líquido contemplar todos os impostos incidentes sobre vendas e, para manter a coerência, a variável de utilizada para neutralizar seu efeito também deve contemplar os impostos incidentes sobre as vendas.

Assim, o indicador de Valor Adicionado será obtido pela divisão entre o Valor Adicionado Líquido e a Receita Bruta da empresa no período, como segue:

$$VALPR = \frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Receita Bruta}}$$

VALPR: Valor Adicionado Líquido pela Receita Bruta

3.2.3 Variáveis de Controle

A literatura empírica evidencia a existência de algumas variáveis que podem interferir no processo de geração de valor adicionado, são elas: Rentabilidade, Tamanho da Empresa, Alavancagem e a Presença de Acionistas Influentes. Dessa maneira, faz-se relevante para a presente pesquisa controlar os possíveis efeitos dessas variáveis de modo a garantir a robustez na análise.

3.2.3.1 Tamanho das Empresas

A variável Tamanho das Empresas, determinada pelo ativo total, tem sido utilizada na literatura empírica como influente do desempenho corporativo, uma vez que empresas maiores tendem a usar de maneira mais eficiente os seus ativos (AGRAWAL; KNOEBER, 1996; RIAHI-BELKAOUI, 2003; ZÉGHAL; MAALOUL 2010; BOUBAKER; ROUATBI; NGUYEN, 2016).

Sobre o tema, pode-se destacar o estudo realizado por Liu, Hsueh e Wu (2017) que buscou analisar a relação das participações dos membros do conselho e o desempenho corporativo, utilizando-se de Regressão de Quantílica em Painel, e a pesquisa realizada por Li (2019) que buscou através de evidências do sistema de mercado da China evidenciar a relação da transparência da informação e o desempenho corporativo. Destaca-se que ambas as pesquisas evidenciaram relação positiva entre o tamanho (medido pelo logaritmo natural do ativo total das entidades) e o desempenho das empresas.

Dessa maneira, será utilizado nesta pesquisa o logaritmo natural do ativo total das empresas como *proxy* para o tamanho das empresas, das quais se espera uma relação positiva com o desempenho.

$$TAM = Ln \text{ Ativo Total}$$

TAM: Tamanho

Ln: Logaritmo Natural

3.2.3.2 Alavancagem

A Alavancagem Financeira é compreendida como a participação do capital de terceiros no financiamento das atividades da empresa (BASTOS *et al.*, 2009).

Estudos anteriores documentam que, em média, as empresas com maior alavancagem têm maior risco de inadimplência e, portanto, espera-se que enfrentem um maior custo de capital e menor desempenho corporativo (JENSEN; MECKLING, 1976; MYERS, 1977; JANDIK; MAKHIJA, 2005).

Banerjee e Anupam (2015) analisaram os impactos das decisões de estrutura de capital no desempenho financeiro de empresas listadas na *Bombay Stock Exchange* durante o período pré e pós-crise global. Os resultados indicaram relação negativa entre a alavancagem financeira e o desempenho das empresas.

Resultados similares foram encontrados por Nguyen e Nguyen (2015) ao examinarem a influência da estrutura de capital no desempenho das empresas listadas na maior bolsa de valores do Vietnã, no período compreendido de 2006 a 2014.

De maneira geral, estas pesquisas indicam que a alavancagem financeira está negativamente associada com o desempenho das empresas. Desse modo, dados relatos

empíricos, é esperada uma relação negativa entre a alavancagem financeira e o desempenho das empresas (NGUYEN; NGUYEN, 2015; YANG; XIA; WEN, 2016; LIU; HSUEH; WU, 2017).

$$ALAV = \frac{\textit{Passivo Total Oneroso}}{\textit{Ativo Total}}$$

ALAV: Alavancagem

3.2.3.3 *Presença de Acionistas Influentes*

Conforme já discorrido, as empresas estatais são empresas que estão parcial ou totalmente sob o controle do Estado. Assim, além do Estado, este tipo de empresa pode ser controlada ou mesmo deter em sua estrutura de capital outros tipos de acionistas privados.

Dentro deste contexto, destaca-se que o Estado como acionista pode impor diversos objetivos políticos às suas empresas controladas, como nomear aliados políticos e direcionar investimentos de forma a beneficiar seus constituintes. Sobre o tema, Nash (2017) comenta que estes múltiplos objetivos geram custos para as empresas estatais. Complementando, Lazzarini (2015) discorre que objetivos sociais e políticos tendem a aumentar os custos de agências nas empresas estatais, assim como gerar problemas de agências inerentes a estas empresas, como o problema Principal-Principal.

O problema de agência Principal-Principal, está relacionado com as divergências de interesses entre a propriedade Estatal e a Propriedade Privada, ou seja, entre o Governo e os demais acionistas privados, uma vez que o Governo pode deter relevante influência nas decisões estratégicas e assim extrair recursos às custas de outros proprietários. Lazzarini e Musacchio (2018) explicam que o governo pode extrair recursos financeiros para diversos fins, entre eles a cobertura de projetos públicos e até mesmo para cobrir déficit orçamentários, ou seja, colocam o interesse público muitas vezes acima dos privados.

Alinhado na teoria da Agência, diversos estudos indicam que a presença de outros acionistas que detenham influência significativa no controle tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Neste direcionamento, os pesquisadores Boubaker, Nguyen e Rouatbi (2016) encontraram evidências de que a presença de outros acionistas influentes contribui para um melhor desempenho da empresa, destacando o papel importante de monitoramento do comportamento do acionista majoritário.

Com base nos relatos empíricos e teorias apresentadas, a presença de outros acionistas influentes pode minimizar a imposição de objetivos de políticas públicas por parte do Estado nas empresas em que detém propriedade. Assim, a presença de outros acionistas influentes pode ocasionar um melhor monitoramento das atividades da empresa, contribuindo para redução dos conflitos de agência e gerando menores custos. Desse modo, o controle estatal poderá ser pressionado e contestado, fazendo com que os objetivos sociais e políticos sejam suprimidos em detrimento da maximização de riqueza e geração de lucro (LA PORTA *et al.*, 1999; CLAESSENS *et al.*, 2002; BOUBAKER; NGUYEN; ROUATBI, 2016).

Dessa maneira, espera-se que presença de outros acionistas com influência significativa no controle das empresas esteja associada a um melhor desempenho, devido ao fato de que estes outros acionistas exercem atividades relevantes de monitoramento, gerando equilíbrio para as partes contratantes, o que reduz os custos de agência e faz com que os objetivos sociais e políticos, inerentes à propriedade estatal, possam ser suprimidos em detrimento da maximização de riqueza e geração de lucro.

Para tanto, será utilizada uma *dummy* que representa a presença de Outros Grandes Acionistas (OGA), sendo 1 (um) quando a entidade possuir pelo menos 2 (dois) grandes acionistas e 0 (zero) caso contrário. Destaca-se que um grande acionista é uma entidade legal que detém influência significativa na empresa (OECD, 2015). Assim, no presente estudo, será considerado para fins metodológicos como influência significativa o acionista que detiver o percentual de participação no capital votante de uma empresa mínimo de 20% (vinte por cento) conforme discorre CPC 18-R2 (2012).

Destaca-se que para o cálculo desta variável, apenas as ações ordinárias detidas pelos acionistas foram consideradas.

3.3 PROCEDIMENTOS ECONOMETRÍCOS

Nesta seção são apresentados os modelos econométricos utilizados neste estudo em linha com a questão de pesquisa e objetivos propostos.

3.3.1 Análise do Desempenho da Propriedade Estatal nas Empresas

Com base nos relatos empíricos e de acordo com os objetivos propostos, será analisado o desempenho das empresas Estatais no que tange à geração de valor adicionado líquido, medida esta utilizada como métrica de desempenho. Assim, chega-se a equação 1:

$$VALPR_{i,t} = \beta_0 - \beta_1 PE_{it} + \beta_2 OGA_{it} + \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

VALPR = variável que representa o valor adicionado líquido, adquirida pela divisão do valor adicionado líquido produzido sobre a receita bruta da empresa *i*, no período *t*;

β_0 = Constante;

PE = Propriedade Estatal, variável representada pela percentagem de ações ordinárias detidas pelo Estado na estrutura de propriedade das empresas *i* no período *t*;

OGA = Variável *dummy* que representa a presença de Outros Grandes Acionistas da empresa *i* no período *t*, sendo 1 quando a entidade possuir pelo menos 2 grandes acionistas e 0 caso contrário;

TAM = Tamanho da entidade, representado pelo logaritmo natural do Ativo Total da empresa *i* no tempo *t*;

ALAV = Alavancagem da entidade, calculado pela divisão do total de passivos onerosos sobre o ativo total da empresa *i* no período *t*.

Dessa maneira, o Quadro 3 resume as variáveis utilizadas no presente estudo.

Quadro 3 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

(continua)

Nome da variável	Descrição	Tipo de variável	Relação esperada
VALPR	Valor Adicionado Líquido produzido, variável obtida pela divisão do Valor Adicionado Líquido produzido pela Receita Bruta de cada empresa <i>i</i> no período <i>t</i> .	Dependente	Não se aplica
PE	Propriedade Estatal, variável representada pela percentagem de ações ordinárias detidas pelo Estado na estrutura de propriedade das empresas <i>i</i> no período <i>t</i> .	Explicativa	-
OGA	Representa a presença de Outros Grandes Acionistas, sendo 1 (um) quando a entidade possuir pelo menos 2 (dois) grandes acionistas e 0 (zero) caso contrário.	Controle	+

Quadro 3 – Resumo das variáveis utilizadas na pesquisa

(conclusão)

ALAV	Alavancagem da entidade, calculado pela divisão do Total de Passivos Onerosos sobre o Ativo Total da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> .	Controle	-
TAM	Tamanho da empresa <i>i</i> no período <i>t</i> , representada pelo logaritmo natural do Ativo Total da empresa.	Controle	+

Fonte: elaboração própria, 2018

Destaca-se, que os valores das variáveis constantes nesta pesquisa não foram deflacionados, pois foram utilizados valores percentuais obtidos em cada período.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS

Composição da amostra feita por setor econômico e por tipo de propriedade, com base na classificação da base de dados *Thomson Reuters Eikon®*, a qual se encontra em linha com a classificação da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão).

Destaca-se que as empresas são classificadas nos setores econômicos levando em consideração os tipos e os usos dos serviços e produtos transacionados. Esta classificação tem o propósito de fornecer uma identidade mais objetiva da atuação das empresas, agregando em um só setor, empresas que embora não sejam totalmente iguais, operam em estágios análogos da cadeia produtiva ou com bens e serviços relacionados e que tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas. (BRASIL, BOLSA E BALCÃO, 2019)

Tabela 3 – Composição da amostra por setor econômico e tipo de propriedade

Setor de Atuação da Empresa	Composição da Amostra Final					
	Total de empresas		Empresa com Participação Estatal		Empresa sem Participação Estatal	
	Nº	%	Nº	%	Nº	%
Bens industriais	35	22,00	10	15,00	25	27,00
Consumo cíclico	42	26,00	7	10,00	35	37,00
Consumo não cíclico	16	10,00	5	8,00	11	12,00
Materiais básicos	20	12,00	7	10,00	13	14,00
Petróleo, gás e biocombustíveis	2	1,00	2	3,00		
Saúde	9	5,00	1	1,00	8	8,00
Tecnologia da informação	2	1,00	1	1,00	1	1,00
Telecomunicações	2	1,00	1	1,00	1	1,00
Utilidade pública	35	22,00	35	51,00		
Total Geral	163	100,00	69	100,00	94	100,00

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Conforme se observa na tabela 3, o setor econômico com maior quantidade de empresas é o de Consumo Cíclico, com 26% do total de empresas analisadas, seguido dos setores de Bens Industriais e Utilidade Pública, ambos contendo 22% das empresas. Os setores de Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Petróleo, Gás e Biocombustíveis foram os setores com menor quantidade de empresas, ambos com apenas 1% do total da amostra.

Ao analisar a amostra por tipo de propriedade, tem-se resultados distintos para ambos os tipos. Assim, do lado das empresas com participação estatal, dentre os 9 (nove) setores

econômicos, o que deteve maior quantidade deste tipo de empresa foi o de utilidade pública que agregou cerca de 51% do total de empresas com participação estatal, seguido pelo setor de bens industriais (15%). Quanto as empresas sem participação estatal, ou seja, as empresas puramente privadas, o setor econômico com maior quantidade deste tipo de empresa foi o de consumo cíclico, que agregou cerca de 35% destas empresas, seguido do setor de bens industriais (27%).

Estes dados demonstram que as empresas que detêm participação estatal estão presentes em todos os 9 (nove) setores econômicos, ou seja, não se limitam a atuar em setores monopolistas ou de utilidade pública. Destaca-se que esses achados vão ao encontro e complementam os evidenciados por Bruton *et al.* (2015), Cuervo-Cazurra, Inkpen, Musacchio e Ramaswamy (2014), Musacchio, Lazzarini, e Aguilera (2015), Jiang *et al.* (2015).

Tabela 4 – Média das variáveis por setor econômico

Setor Econômico	Variáveis (%)			
	PE*	VALPR	ALAV	TAM ln(x)
Bens industriais	37,92	39,94	30,38	20,58
Consumo cíclico	33,14	35,48	98,41	20,22
Consumo não cíclico	26,67	29,12	20,95	20,35
Materiais básicos	53,43	26,50	26,64	20,89
Petróleo, gás e biocombustíveis	46,25	23,94	19,30	23,31
Saúde	9,95	34,37	25,81	20,52
Tecnologia da informação	9,59	39,85	22,62	20,70
Telecomunicações	65,78	48,17	19,70	24,03
Utilidade pública	61,65	46,88	26,64	22,13

Notas: * a média da variável Propriedade Estatal (PE) foi obtida levando em consideração apenas as empresas em que o Estado faz parte da sua Estrutura de Propriedade. Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Dentre os setores econômicos, o setor de Telecomunicações é o que detém um maior percentual de propriedade estatal (65,78%), seguido do setor de Utilidade Pública (61,65%). Estes dois setores são os que detêm maior valor adicionado líquido sobre as receitas brutas, ambos com uma média de 48,17% e 46,88% respectivamente.

O setor econômico de consumo cíclico é o mais alavancado, ou seja, este setor concentra as empresas com maior participação de capital de terceiros no financiamento de suas atividades,

detendo uma média de 98,41%, três vezes mais do que o setor de Bens Industriais, que aparece em seguida com percentual médio de 30,38%.

Objetivando uma análise mais detalhada das variáveis que compõem o estudo, a amostra foi segregada por setor econômico de atuação e por tipo de propriedade, conforme evidencia a Tabela 5.

Tabela 5 – Média das variáveis por setor econômico e por tipo de propriedade

Setor Econômico	Propriedade Estatal			Propriedade Privada		
	VALPR %	ALAV %	TAM ln(x)	VALPR %	ALAV %	TAM ln(x)
Bens industriais	37,00	35,00	20,35	41,00	29,00	20,68
Consumo cíclico	36,00	20,00	19,87	36,00	113,00	20,29
Consumo não cíclico	23,00	8,00	20,62	31,00	25,00	20,27
Materiais básicos	25,00	24,00	20,65	27,00	28,00	21
Petróleo, gás e biocombustíveis	37,00	34,00	26,46			
Saúde	45,00	24,00	22,66	34,00	26,00	20,37
Tecnologia da informação	61,00	1,50	19,28	18,00	44,00	22,11
Telecomunicações	51,00	10,00	24,95	46,00	29,00	23,11
Utilidade pública	48,00	26,00	22,13			

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Dentre as empresas com propriedade Estatal, o setor econômico que teve o melhor desempenho, ou seja, que gerou o maior percentual de valor adicionado líquido produzido pela receita bruta, foi o de Tecnologia da Informação (61%), seguido do setor de Telecomunicações (51%) e do de Utilidade Pública (48%). Do lado das empresas privadas, o setor econômico com maior desempenho foi o de Telecomunicações (46%), seguido do setor de Bens Industriais (41%).

Destaca-se que este percentual mais elevado nos setores de Tecnologia da Informação e Telecomunicação, tanto nas empresas estatais quanto nas empresas privadas, pode ter sido em decorrência da baixa quantidade de empresas atuantes nestes setores, o que conseqüentemente pode ter puxado a média pra cima.

Quanto à utilização de capitais de terceiros para o financiamento das atividades, destaca-se que do lado das empresas com propriedade estatal os setores com maior percentual médio

são Petróleo, Gás e Biocombustíveis (34%) e Bens industriais (31%). No âmbito das empresas sem propriedade estatal, destaca-se os setores econômicos de Consumo Cíclico (113%) seguido de tecnologia da Informação (48%). Estes dados revelam que as empresas privadas, em média se utilizam mais de capitais de terceiros para financiar as suas atividades.

Com vistas a se obter um melhor panorama das variáveis estudadas, a amostra foi segregada em quartis por nível de desempenho, conforme evidenciado na Tabela 6.

Tabela 6 – Média das variáveis em quartil por nível de desempenho

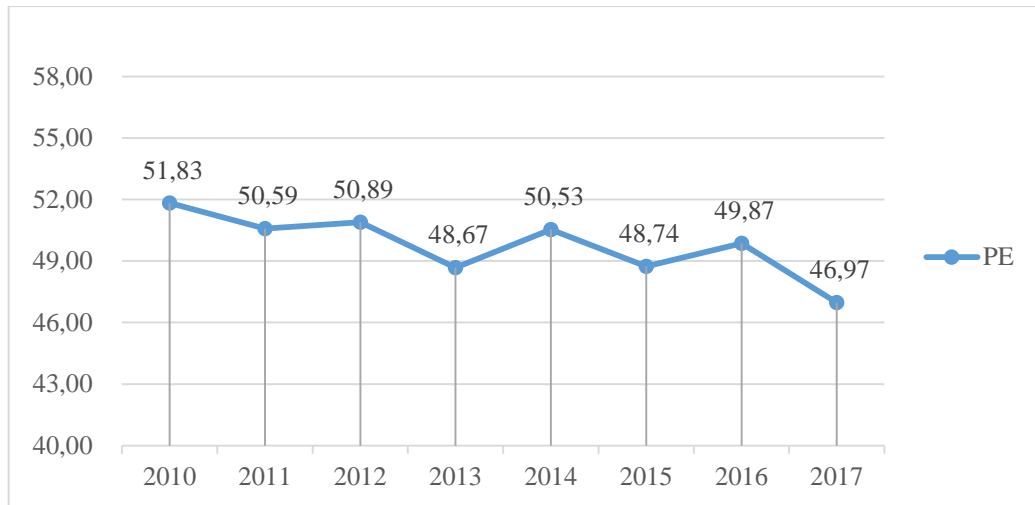
VARIÁVEIS	QUARTIS (%)			
	1° (0,00--26,25)	2° (26,25--37,54)	3° (37,54--47,64)	4° (47,64--98,17)
PE*	35,19	41,06	57,11	56,71
ALAV	26,47	51,4	74,56	27,86
TAM	21,27	20,05	20,81	21,52

Notas: * a média da variável Propriedade Estatal (PE) foi obtida levando em consideração apenas as empresas em que o Estado faz parte da sua Estrutura de Propriedade. Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Os dados revelam que as empresas com menor desempenho, ou seja, as que fazem parte do primeiro quartil, têm uma propriedade estatal média de 35,19%, enquanto as empresas com maior desempenho, componentes do quarto quartil, possuem propriedade estatal média de 56,71%. Estes dados complementam a literatura empírica e revelam que apesar de perquirir objetivos de políticas públicas, as empresas com propriedade estatal conseguem gerar valor adicionado e manter um bom desempenho.

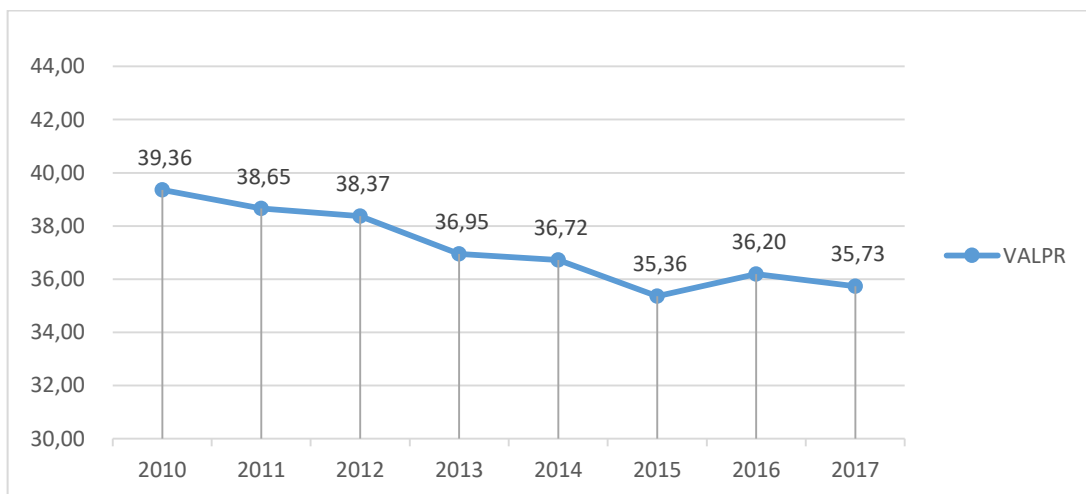
Quanto à Alavancagem, tem-se que as empresas que compõem o terceiro quartil são as mais alavancadas (74,56%). Quanto ao Tamanho das empresas, destaca-se uma homogeneidade entre as empresas devido à baixa oscilação de seus valores nos diferentes níveis médios de desempenho.

Gráfico 1 - Evolução Temporal Média da Propriedade Estatal

Nota: a média da variável Propriedade Estatal (PE) foi obtida levando em consideração apenas as empresas em que o Estado faz parte da sua Estrutura de Propriedade.

Fonte: elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa, 2018

Quanto à tendência média de evolução da propriedade estatal, observa-se, conforme demonstrado no Gráfico 1, que ao longo dos sete anos analisados vem oscilando, com um aumento mais acentuado no ano de 2016, mas com uma queda em 2017. Esta oscilação pode ser decorrente da flexibilidade dos limites de propriedade, conforme discorrido por Peng *et al.* (2016), fato no qual uma empresa estatal pode ter parte de sua propriedade privatizada, como pode estatizar parte da propriedade privada.

Gráfico 2 - Evolução Temporal do Valor Adicionado Líquido pela Receita Total

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da pesquisa, 2018.

A análise da variável Valor Adicionado Líquido Produzido sobre a Receita Bruta (VALPR), evidencia uma queda desde 2010, acentuando-se no ano de 2015. Destaca-se que, apesar de apresentar melhora no ano de 2016, esta variável decresce novamente no ano de 2017.

Tabela 7 – Estatística descritiva gerais das Variáveis Dependente e Independente.

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VALPR	1304	0,37	0,17	-0,39	0,98
PE	1304	0,19	0,31	0	99,99
OGA	1304	0,84	0,37	0	1
ALAV	1304	0,45	2,86	0	65,16
TAM	1304	21,26	2,24	13,56	27,53

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho aplicado a logaritmo natural

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

A Tabela 7 mostra as estatísticas gerais de todas as variáveis analisadas na pesquisa. O VALPR foi a *proxy* utilizada para medir o desempenho das empresas, e seus dados evidenciam um valor mínimo de -0,39 e máximo de 0,98, sugerindo que as empresas componentes da amostra têm desempenho bastante distintos. A variável PE utilizada para medir a propriedade estatal não demonstra ter uma alta heterogeneidade, tendo em vista que seu desvio padrão é pouco mais que duas vezes maior que sua média. A variável OGA é uma *dummy* inserida ao modelo para controlar o efeito da presença de outros grandes acionistas controladores no desempenho das empresas, respectivamente.

Destaca-se que os dados em sua maioria não apresentam dispersão acentuada, conforme demonstram os desvios padrões das variáveis, com exceção para as variáveis Alavancagem (ALAV) e Tamanho (TAM), as quais apresentam desvios padrão cerca de seis vezes superior e nove vezes inferior que suas médias, respectivamente.

Em resumo, observa-se que em todos os setores econômicos analisados há empresas com participação estatal em sua estrutura de propriedade. Além deste fato, tem-se que a participação acionária média do Estado nestas empresas é cerca de 49,76% do capital votante, o que proporciona ao Estado a figura de sócio influente.

Quanto ao desempenho das empresas, neste caso considerando toda amostra, medido a través da geração de valor adicionado líquido dividido pela a receita bruta, tem-se um declínio no cenário apresentado.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO REGRESSIVO - TESTE DA HIPÓTESE

A hipótese norteadora da presente pesquisa foi testada a partir da estimação do modelo empírico definido na equação (1). Salienta-se que foi realizada antes de sua estimação, a correlação de *Pearson* (r), detendo como objetivo a verificação de possível correlação elevada entre as variáveis independentes, fato que poderia trazer viés para os parâmetros do modelo.

Dispostos na Tabela 8, os resultados não evidenciam correlação elevada entre as variáveis independentes do estudo.

Tabela 8 – Correlação de *Pearson* entre as variáveis do modelo

	VALPR	PE	OGA	ALAV	TAM
VALPR	1,000				
PE	0,192***	1,000			
OGA	0,075**	0,186***	1,000		
ALAV	0,013	-0,043	-0,038	1,000	
TAM	0,061**	0,155***	0,046	-0,139***	1,000

Nota: ***: Significativo a 1%; **: Significativo a 5%; *Significativo a 10%

Fonte: dados da pesquisa, 2018.

Para responder ao problema de pesquisa e assim testar a hipótese norteadora, foram realizados testes a partir do modelo empírico delineado na Equação 1. Assim, apresenta-se na sequência: i) resultados advindos da utilização de Regressão com modelagem *pooled* em Painel robusto e; ii) resultados da Regressão Quantílica, utilizada como complemento informacional à regressão do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo em vista que conforme evidenciam Duarte, Girão e Paulo (2017), a Regressão Quantílica apresenta maior eficiência e menores chances de apresentar erros de estimação. Os referidos pesquisadores ainda comentam que esta regressão apresenta maior robustez no tratamento dos *outliers*, pois este tipo de regressão se utiliza da mediana e não da média para estimar seus parâmetros.

Dessa maneira, com o objetivo de se analisar qual tipo de regressão é mais a apropriada para a estimação do modelo empírico, dentre os modelos *Pooled* MQO, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, foi realizado primeiramente o teste de *Chow*, que detém como premissa as seguintes hipóteses: H0: modelo *pooled* e H1: modelo de efeitos fixos (irrestrito) (Wooldridge, 2002).

A nível de significância de 5% (cinco por cento), os resultados do teste (0,187) apontaram para a não rejeição da hipótese nula, concluindo pelo modelo *pooled* como opção mais apropriada. Buscando uma maior robustez na modelagem estatística, foi realizado ainda o teste de *Breusch-Pagan* no sentido de apoiar a escolha entre o modelo *pooled* e o modelo de Efeitos Aleatórios, realizada no teste de anterior. Os resultados do teste de *Breusch-Pagan* (0,532) indicaram a escolha da modelagem por *pooled* MQO, dessa maneira cada empresa será considerada como uma unidade de análise em cada ano.

Tabela 9 – Estimação do Modelo – Regressão *Pooled* MQO

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística t	p-valor
PE	0,09878	0,01592	6,20	0,000
OGA	0,01688	0,01043	1,62	0,106
ALAV	0,00164	0,00035	4,65	0,000
TAM	0,00281	0,00217	1,30	0,193
Constante	0,28917	0,04657	6,21	0,000

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R2	0,0394	Teste f (estatística)	14,59
R2 ajustado	0,1704	Teste f (p-valor)	0,00
Jarque-Bera (estatística)	6,5	Teste de White (Estatística)	31,40
Jarque-Bera (p-valor)**	83,49	Teste de White (p-value)	0,036
Wooldridge***	0,002	Teste de Chow	0,187
Número de Observações	1283	Teste de Breusch-Pagan	0,532

* A nível de significância de 5% rejeita-se a hipótese nula de variâncias homocedásticas.

** Pressuposto da normalidade dos resíduos atendido.

*** A nível de significância de 5% rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

O modelo foi estimado, utilizando a matriz de variância e covariância robusta para correção da heterocedasticidade e a autocorrelação nos resíduos.

Os testes FIV (*variance inflation factor*) apontaram a presença tolerável de colinearidade, tendo em vista a obtenção de FIV de 1,04, 1,06, 1,02, 1,04 para as variáveis TAM, PE, ALAV e OGA respectivamente.

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Os resultados da Regressão em Painel *Pooled* MQO, apresentados na Tabela 9, evidenciam a existência de relação positiva e significativa entre a Propriedade Estatal (PE) e o desempenho das empresas representado pelo Valor Adicionado Líquido pela receita bruta (VALPR). Este resultado leva a rejeição da Hipótese 1, a qual afirmava que quanto menor a propriedade estatal, maior seria o desempenho das empresas, devido a existência de menores fricções entre os agentes contratantes no que tangem as divergências nos objetivos econômico e não econômico (objetivos de política pública).

Quanto às variáveis de controle, destaca-se que a variável que trata da influência de Outros Grandes Acionistas (OGA) na estrutura de propriedade da empresa não apresentou relação significativa com o desempenho da empresa.

A Alavancagem (ALAV), que em termo gerais refere-se à medida em uma determinada empresa que se utiliza de dívida, apresentou relação estatística positiva e significativa, não se comportando conforme previsto, o que demonstra que as empresas analisadas conseguiram

gerar resultados superiores ao custo das dívidas adquiridas, gerando assim um maior valor adicionado e contribuindo para o seu desempenho.

Já a variável Tamanho (TAM) não apresentou significância estatística em sua relação com o desempenho. Todavia, salienta-se a importância da utilização desta variável no modelo estatístico como controle, tendo em vista a sua contribuição na implementação de maior robustez à análise em tela.

Cabe destacar que, conforme os resultados evidenciaram, as empresas estatais não residem mais apenas em um setor dominante, como discorre Shleifer (1998), mas se encontram presentes em diversos setores competitivos. Sobre o assunto Barnett Greve e Park (1994) e Goldeng, Grünfeld e Benito (2008) corroboram que a inserção em ambiente competitivo leva a um melhor alinhamento entre os agentes contratantes, devido conseqüentemente aos fatores aprendizagem e imitação.

Com o objetivo de melhor analisar a relação entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro, os dados foram examinados com a utilização de uma Regressão Quantílica, o que proporciona um entendimento mais amplo da relação da propriedade estatal no desempenho das firmas, proporcionando uma análise por nível de desempenho. Assim, os *quantis* foram segregados em cinco extratos, conforme apresentado na Tabela 10.

Tabela 10 – Estimação do Modelo – Regressão Quantílica

Variáveis	Q (10)	Q (30)	Q (50)	Q (70)	Q (90)
Constante	-0,03113	0,36021***	0, 32251***	0,32881***	0,43129***
	(0,09206)	(0,05679)	(0,05474)	(0,03818)	(0,10197)
PE	0,13789**	0,14742***	0,13365***	0,08230***	0,02700
	(0,05481)	(0,01085)	(0,01153)	(0,01784)	(0,03048)
OGA	0,04224**	0,02649***	0,01896*	0,00973	0,04759
	(0,01917)	(0,00839)	(0,01099)	(0,00691)	(0,02621)
ALAV	0,00541***	0,00222***	0,00147***	0,00046	-0,00163*
	(0,00141)	(0,00036)	(0,00061)	(0,00054)	(0,00092)
TA	0,00739	-0,00491	0,00117	0,00459**	0,00721
	(0,00385)	(0,00268)	(0,00269)	(0,00183)	(0,00513)
Pseudo R ²	0,0272	0,0513	0,0414	0,0291	0,0140

Nota: *, ** e *** indicam significância de 10%, 5% e 1% respectivamente; Q = quantis; (erro padrão);

Fontes: dados da pesquisa, 2018

Destaca-se ainda que, para uma análise mais robusta, foi verificado através do teste de *Wald* o efeito das variáveis nos diferentes *quantis*, o qual demonstra que as variáveis Propriedade Estatal (PE), Alavancagem (ALAV), Tamanho (TAM) e Outros Grande Acionistas (OGA) impactam o desempenho das empresas de maneira distinta entre os *quantis* analisados, conforme evidencia Tabela 11.

Tabela 11 – Teste de Wald

Variável	PE	OGA	ALAV	TAM
Observações	1277	1277	1277	1277
Wald	0,000	0,000	0,000	0,000

Fonte: dados da pesquisa, 2018

Os resultados da Regressão Quantílica na Tabela 10, vão, de maneira geral, ao encontro dos obtidos na regressão por Mínimos Quadrados Ordinários - MQO. Assim, quanto à relação entre a Propriedade Estatal (PE), representado pela porcentagem de capital votante detido pelo Estado e o desempenho das empresas representado pela Geração de Valor Adicionado sobre a Receita Bruta (VALPR), os resultados evidenciam relação positiva e significativa nos *quantis* Q10, Q30, Q50 e Q70, perdendo a significância estatística no Q90. Estes dados demonstram que a Propriedade Estatal (PE) contribui para o desempenho das empresas analisadas até certo nível, e que apesar da relação estatística continuar positiva e significativa, torna-se mais fraca a medida que o desempenho das empresas vai aumentando, perdendo a sua significância no *Quantil* Q90.

Os resultados apresentados se alinham com o que discorre a Teoria dos Direitos de Propriedade, no que tange os limites da propriedade, os quais devem ser condizentes com as características do ambiente no qual a empresa esteja inserida. Assim, empresas operantes em ambientes competitivos devem ajustar sua estrutura de propriedade quanto a participação estatal e sua influência no controle, possibilitando a entidade, dentro deste ambiente competitivo, liberdade para perquirir objetivos econômicos e em segundo plano os objetivos não econômicos (objetivos de políticas públicas).

Quanto ao resultado da variável que representa a presença de Outros Grandes Acionistas (OGA), destaca-se relação positiva e significativa com o desempenho das empresas analisadas nos *quantis* Q30, Q50 e Q70. Este resultado revela que, até certo ponto a presença de outros grandes acionistas contribui para um melhor desempenho corporativo, tendo em vista que a presença destes acionistas influentes gera um melhor monitoramento das atividades das

empresas o que contribui para a redução dos conflitos de agências e consequentes custos gerados por estes conflitos, conforme discorre a Teoria da Agência. (BOUBAKER; NGUYEN; ROUATBI, 2016)

A variável Alavancagem (ALAV), apresenta relação positiva e significativa nos *quantis* Q10, Q30 e Q50, e relação negativa e significativa no *quantil* Q 90. Assim, esta variável demonstra que a medida que as empresas se tornam maiores em capacidade de gerar valor adicionado líquido, se utilizam menos de capital de terceiros, assim como o fato de que empresas maiores detêm baixa oportunidades de investimentos o que contribui para uma relação negativa com a alavancagem, conforme evidenciam Firth, Lin e Wong (2008).

Destaca-se que os resultados referentes à variável Alavancagem (ALAV), vão de encontro aos obtidos por Fosu (2013), que pesquisou 257 empresas listadas na *Johannesburg Stock Exchange* no recorte temporal de 12 anos (1998 a 2009), constatando que a Alavancagem financeira afeta positivamente o desempenho das empresas até um ponto ótimo. Ainda sobre a relação positiva da Alavancagem financeira com o desempenho, Berger e Udell (2006) argumentam que ao se utilizar de capital de terceiros para financiar suas atividades, as empresas reduzem os custos de agência e consequentemente melhoram o desempenho.

Já a variável Tamanho (TAM) apresentou significância estatística em sua relação com o desempenho apenas no Q70, o que de maneira geral corrobora para os resultados encontrado na regressão *pooled* MQO.

De maneira geral, os resultados obtidos na regressão Quantílica se alinham e complementam os obtidos na regressão *pooled* MQO, ao evidenciarem relação positiva entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas. Destaca-se que a relação positiva entre a propriedade estatal gerou a rejeição da hipótese formulada H1, a qual previa que quanto menor a propriedade estatal, maior seria o desempenho das empresas, devido à existência de menores fricções entre os agentes contratantes no que tange às divergências nos objetivos econômico e não econômico (objetivos de política pública).

Assim, no direcionamento dos resultados obtidos, destaca-se que as empresas tendem a buscar soluções eficientes quando o assunto é alocação de recursos escassos. Desse modo as Teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, explicam que a obtenção de resultados eficientes é em decorrência de melhor alinhamento de objetivos na utilização dos direitos de propriedade. Assim, tem-se que o principal benefício desta convergência é, portanto, a redução das externalidades negativas ocasionadas pelo desalinhamento de objetivos

econômicos entre as partes contratantes, o que por resultado diminui os custos de agência e de transação melhorando consequentemente o desempenho das entidades.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pesquisas que comparam o desempenho das empresas estatais com as empresas privadas geralmente apontam para um melhor desempenho das empresas privadas, todavia estas pesquisas muitas vezes não levam em consideração as características inerentes de cada tipo de empresa. Assim, este estudo buscou analisar a influência da propriedade estatal como parte integrante da estrutura de propriedade das empresas no mercado de capitais brasileiro, a qual objetivou analisar a influência deste tipo de propriedade no desempenho das firmas, utilizando como medida de desempenho o Valor Adicionado Líquido gerado pelas entidades.

A análise da questão problema foi realizada pelas teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, que em linha proporcionaram inferir sobre a relação pretendida entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas. Destaca-se a obtenção de definição mais robusta e abrangente da empresa estatal advinda da sinergia conceitual destas três teorias, a qual pode ser definida como um nexo de contratos incompletos no qual os indivíduos exercem seus direitos de propriedade, dentro de limites legais, na utilização de bens, direitos e obrigações; eficiente na minimização de custos de transação e que detém por natureza conflitos de agência, podendo ser controlada total ou parcialmente pelo Estado.

A presença do Estado na estrutura de propriedade das empresas foi constatada em todos os seguimentos econômicos, com uma maior participação no seguimento de Utilidade Pública seguido dos seguimentos de Bens Industriais, Consumo Cíclico e Materiais Básicos, o que demonstra uma relevante participação do Estado na estrutura de propriedade das empresas atuantes no mercado de capitais brasileiro.

Neste direcionamento, tem-se que estes limites de propriedade flexíveis, os quais proporcionam a atuação do Estado em diversos segmentos também foi constatada na pesquisa de Bruton *et al.* (2015) que destacaram que a linha que separa a propriedade estatal da privada, tem sido cruzada frequentemente.

Quanto ao desempenho das empresas com participação do Estado em sua estrutura de propriedade, destaca-se um desempenho médio e em sintonia com o desempenho apresentado pelas empresas sem participação do Estado. Os dados também evidenciaram um declínio da geração de valor líquido adicionado por parte das empresas analisadas, principalmente no ano de 2015.

De maneira geral, os resultados apresentados pela regressão *Pooled* MQO se apresentam em sintonia com os apresentados na Regressão Quantílica. Assim, em complemento, os

resultados das regressões apontam para uma propriedade estatal em linha com a propriedade privada em termos de objetivos econômicos, o que contribui positivamente para o desempenho da empresa até certo limite. Destaca-se que estes resultados convergem com os de Ang e Dig (2006).

O impacto positivo da propriedade estatal no desempenho das empresas, devido ao alinhamento entre os objetivos econômicos e não econômicos com a propriedade privada, é explicado pela Teoria de Direito de Propriedade complementada pelas teorias dos Custos de Transação e Agência, ao discorrerem que o alinhamento de objetivos dos atores econômicos resulta na minorização de externalidades negativas advindas dos conflitos de agência que, por conseguinte, geram custos.

Quanto à influência da presença de outros acionistas relevantes, representada pela variável OGA, salienta-se que os resultados divergiram do esperado em ambas regressões (*Pooled* MQO e Quantílica).

Quando se analisa a regressão *Pooled* MQO, evidencia-se a não relação estatística da variável OGA com o desempenho. Estes resultados vão na contramão dos encontrados por Boubaker, Nguyen e Rouatbi (2016), que evidenciaram em sua pesquisa que a presença de outros acionistas influentes proporciona impacto positivo no desempenho das empresas. Entretanto, ao se analisar a regressão Quantílica, observa-se influência positiva e significativa até certo limite de desempenho (*Quantis* Q10, Q30 e Q50).

Destaca-se que algumas características limitadoras da presente pesquisa devem ser levadas em consideração, como os índices e *proxies* utilizados, assim como as vertentes teóricas que acabam por limitar outras possibilidades instrumentais.

REFERÊNCIAS

- ABRAMOVA, Alexander; RADYGINA, Alexander; CHERNOVA, Maria. State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy. **Russian Journal of Economics**, v. 3, n. 1, p. 1-23, 2017.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n.3, pp. 377–397, 1996.
- ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, information costs and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, p. 777–795, 1972.
- ANG, J.S.; DING, D.K. Government Ownership and the Performance of Government- Linked Companies: The Case of Singapore. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, n. 1, p. 64-88, 2006.
- BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. 79 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2012.
- BANERJEE, A.; ANUPAM DE. Impact of Capital Structure Decisions on Financial Performance during Pre-and Post-recession Period. **Management and Labour Studies**, v. 40, n. 1, pp.176-193, 2015. doi: dx.doi.org/10.1177/0258042X15601539
- BARNEY, J. B.; OUCHI W. G. **Organizational Economics**. San Francisco: Jossey-Bass, 1986.
- BARZEL, Y. **Economic Analysis of Property Rights** (2nd edn). Cambridge University Press: Cambridge, 1997.
- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; DAVID, M.; ROTTA, U. A. S. A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. **REGE**, v. 16, n. 3, p. 65-79, 2009
- BERGER, A.; BON, E. Capital Structure and Firm Performance: A New Approach to Testing Agency Theory and an Application to the Banking Industry. **Journal of Banking & Finance** v. 4, pp. 1065-1102, 2006.
- BOUBAKER, S.; ROUATBI, W.; NGUYEN, P. Multiple Large Shareholders and Corporate Risk-taking: Evidence from French Family Firms. **European Financial Management**. V. 22, n. 4, p. 697-745, 2016.
- BOYCKO, M.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A theory of privatization. **Economic Journal**, v. 106, p. 309–19, 1996.
- BOZEC, Richard; BRETON, Gaétan; CÔTÉ, Louise. The performance of state-owned enterprises revisited. **Financial Accountability & Management**, v. 18 n. 4, p. 383-407, 2002.
- BRASIL, BOLSA E BALCÃO. **Critério de classificação Setorial**. 2019. Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/antigo/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/criterio-de-classificacao/>. Acesso em: 02 maio 2019.

- BREMMER, I. 2010. **The end of the free market**. New York: Portfolio/Penguin.
- BRUTON, G. D.; PENG, M. W.; AHLSTROM, D.; STAN, C. V.; XU, K. State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. **Academy of Management Perspectives**, v. 29, n. 1, p. 92–114, 2015.
- CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **R. Cont. Fin.**, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.
- CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.
- CARNEY, R.W.; CHILD, T. B. Changes to the ownership and control of East Asian corporations between 1996 and 2008: The primacy of politics. **Journal of Financial Economics**, 107, 494–513, 2013.
- CHEN, Christopher. Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China. **Northwestern Journal of International Law & Business**, v. 36, p. 1-47, 2016.
- CHUNG, K.H.; ZHANG, H. Corporate governance and institutional ownership. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 46, n. 1, p.247–273, 2011.
- CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; LANG, L. H. P. The separation of ownership and control in East Asian Corporations. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1/2, p. 81-112, 2000.
- COASE, R. H. Problem of Social Cost, The. **Journal of Law & Economics**, v. 3, p. 1, 1960.
- COASE, R. H. The nature of the firm. **Economica**, 4, 386–405, 1937.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC 00 – R1). **Pronunciamento Conceitual Básico – Estrutura Conceitual Para Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis**. Disponível em: <
http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2019.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico CPC 9 - Demonstração do Valor Adicionado**. Disponível em: <
http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/175_CPC_09.pdf>. Acesso em: 07 jan. 2019.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **Pronunciamento Técnico CPC 18 - Investimento em Coligada e em Controlada**. Disponível em: <
[http://www.portaldecontabilidade.com.br/legislacao/CPC_18_\(R2\).pdf](http://www.portaldecontabilidade.com.br/legislacao/CPC_18_(R2).pdf)>. Acesso em: 07 jan. 2019.
- CUERVO-CAZURRA, A.; INKPEN, A.; MUSACCHIO, A.; RAMASWAMY, K.. Governments as owners: Stateowned multinational companies. **Journal of International Business Studies**, v. 45, p. 919–942, 2014
- DEMSETZ, H.; VILLALONGA, B. Ownership Structure and Corporate Performance. **Journal of Corporate Financ.** v. 7, n. 3, p. 209-233, 2001.

- DESENDER, Kurt A.; AGUILERA, Ruth V. CRESPI, Rafel; GARCÍA-CESTONA, Miguel. When does ownership matter? Board characteristics and behavior. **Strategic Management Journal**, v. 34, n. 7, p. 823-842, 2013
- DJANKOV, S.; MURRELL, P. Enterprise restructuring in transition: a quantitative survey. **Journal of Economic Literature**, v. 40, p. 739–92, 2002.
- DUARTE, F. C. DE L.; GIRÃO, L. F. DE A. P.; PAULO, E. Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar? **Revista de Administração Contemporânea**, v. 21, n. spe, p. 110–134, 2017. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552017000700110&lng=pt&tlng=pt>.
- ECKEL, C.; ECKEL, D.; SINGAL, V. Privatization and Efficiency: Industry effects of the sale British Airways. **Journal Of Financial Economics**. v. 43, p. 275-298, 1997.
- FAMA, E. F.; JENSEN M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26 p. 301–325, 1983.
- FILATOTCHEV, I.; BUCK, T.; ZHUKOV, V. Downsizing in privatized firms in Russia, Ukraine, and Belarus. **Academy of Management Journal**, v. 43, p. 286–304, 2000.
- FIRTH, M.; LIN, C.; WONG, M. L. Leverage and investment under a stated-bank lending environment: evidence from China. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdam, v. 14, n. 5, p. 643-653, 2008.
- FOSU, S. Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa, **The Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 53, n. 2, 140-151, 2013. doi: [dx.doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004](https://doi.org/10.1016/j.qref.2013.02.004)
- GARCIA, I. A. S.; MARTINS, O. S. Estruturas de propriedade e controle e o desempenho das companhias abertas não financeiras no Brasil. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 7, n.2, p. 110 -126, 2015.
- GOLDENG, Eskil; GRÜNFELD, Leo A.; BENITO, Gabriel R. G. The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure. **Journal of Management Studies**. V. 45, n. 7, p. 1244-1273, 2008.
- GROUT, P.A.; STEVENS, M. The Assessment: Financing and Managing Public Services. **Oxford Review of Economic Policy**, v. 19. P. 215-234, 2003.
- HAHN, A. V. et al. Um Estudo Sobre a Relação entre a Concentração Acionária e o Nível de Payout das Empresas Brasileiras Negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Belo Horizonte/MG, v. 21, n. 3, p. 15-48, jul./set. 2010.
- HALLER, A. STOLOWY, H. Value Added in Financial Accounting: A Comparative Study of Germany and France, **Advances in International Accounting**, Vol. 11, pp. 23-51, 1998.
- HALLER, A.; VAN STADEN, C. The value added statement—an appropriate instrument for Integrated Reporting. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. n. 27, v. 7, pp. 1190-1216, 2014.

HART, O. D. **Firms, contracts, and financial structures**. Oxford, UK: Oxford University Press. 1995.

JAKOB, Brigitta. Performance in Strategic Sectors: A Comparison of Profitability and Efficiency of State-Owned Enterprises and Private Corporations. **The Park Place Economist**. v. 25, 2017. Disponível em: <<http://digitalcommons.iwu.edu/parkplace/vol25/iss1/8>>. Acesso em: 12 dez. 2018.

JANDIK, T.; MAKHIJA, A. K. Debt, debt structure and corporate performance after unsuccessful takeovers: Evidence from targets that remain independent. **Journal of Corporate Finance**, v. 11, pp. 882-914, 2005.

JENSEN, M. C.; MECKLING W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JIANG, Y.; PENG, M. W.; YANG, X.; MUTLU, C. Privatization, governance, and survival: MNE investments in private participation projects in emerging economies. **Journal of World Business**, v. 50, p. 294-301, 2015

KANG, David; SORENSEN, Age B. Ownership organizational and firm performance. **Annual Review of Sociology**, v.25, p.121-142, 1999.

KIM, J.; MAHONEY, J. T. Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: An organizational economics approach to strategic management. **Managerial and Decision Economics**, v. 26, p. 223-242, 2005.

KLEIN, B. Contracting costs and residual claims: The separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, 1985.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A., VISHNY, R. Investor Protection and Corporate Valuation. **Journal of Finance**, v. 57, p. 1147-70, 2002.

LAWSON, Colin. The Theory of State-Owned Enterprises in Market Economies. **Journal of Economic Surveys**. v. 8, n. 3. P. 283-309, 1994.

LAZZARINI, S. G. Strategizing by the government: Can industrial policy create firm-level competitive advantage? **Strategic Management Journal**, v. 36, n. 1, p. 97-112, 2015.

LAZZARINI, Sergio G.; MUSACCHIO, Aldo State. Ownership Reinvented? Explaining Performance Differences between State-Owned and Private Firms, **Corporate Governance: An International Review**, v. 26, n. 2, pp 1-46, 2018.

LI, Shaomin; LIN, Ying Chou; SELOVER, David D. Chinese State-Owned Enterprises: Are They Inefficient? **The Chinese Economy**, v. 47, n.5-6, p. 81-115, 2014.

LI, Yong-Yi. Information transparency and corporate performance - Evidence from China's multi-tiered capital market system. **Journal of Statistics and Management Systems**, v. 22, n.1, pp. 73-96, 2019.

LIMA, L. V. A. **Incentivos Fiscais e Sua Influência no Valor Adicionado Produzido Pelas Empresas**. 77 f. 2017. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal da Paraíba, Paraíba, 2017.

LIU, Shu-Bing, HSUEH, Shun-Jen; WU Tsung-Pao: Shareholdings of Board Members and Corporate Performance: A Panel Quantile Regression Analysis, **Global Economic Review**, 2017.

MACHADO, M. A. V.; MACEDO, M. A. S.; MACHADO, M. R. Análise da Relevância do Conteúdo Informacional da DVA no Mercado Brasileiro de Capitais. **Revista de Contabilidade Financeira – USP**, v. 26, n. 67, p. 57-69, 2015.

MEGGINSON, W. L., & NETTER, J. M. From state to market: A survey of empirical studies on privatization. **Journal of Economic Literature**, v. 39, p. 321–389, 2001.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. **Economics, Organization and Management**. Prentice-Hall: Englewood Cliffs, NJ, 1992.

MUSACCHIO, A.; LAZZARINI, S. G.; AGUILERA, R. V. New varieties of state capitalism: Strategic and governance implications. **Academic of Management Perspectives**, v. 29, n. 1, p. 115–131, 2015.

MYERS, S. C. Determinants of Corporate Borrowing, **Journal of Financial Economics**, v. 5, pp. 147-175, 1977.

NAKHAEI, Habibollah; HAMID, Nik Intan Norhan Bnti; ANUAR, Melati Bnti Ahmad; NAKHAEI, Karim. Performance Appraisal with Accounting and Value Based Measures. **IPEDR**, v. 54, n. 24, pp. 123-129, 2012.

NASH, R. Contracting issues at the intersection of the public and private sectors: New data and new insights: **Journal of Corporate Finance**, v. 42, p. 357-366, 2017.

NGUYEN, T.; NGUYEN H. Capital Structure and Firm's Performance: Evidence from Vietnam's Stock Exchange. **International Journal of Economics and Finance**, v. 7, n. 12, 2015. doi: dx.doi.org/10.5539/ijef.v7n12p1

OECD, Organization for Economic Co-operation and Development. **Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises**. Paris: OECD Publishing. 2015. Disponível em: <<https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264244160-en.pdf?expires=1525143795&id=id&accname=guest&checksum=B2662129EA67C32FC64B1C876DC3D2F2>> Acesso em: 29 abr. 2018.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007.

OVERLAND, Conny; MAVRUK, Taylan; SJÖGREN, Stefan. Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared. **The 4th workshop of the Nordic Corporate Governance Network**, Reykjavik University, 2012.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. **Journal of Management and Governance**, v. 7, n. 1, p.27–55, 2003.

PENG, Mike W.; BRUTON, Garry D.; STAN, Ciprian V.; HUANG, Yuanyuan. Theories of the (state-owned) firm. **Asia Pacific Journal of Management**. v. 33, n. 2, p. 293-317, 2016.

PINTO JUNIOR, M. E. **O Estado como acionista controlador**. 2009. 517 f. Tese (Doutorado) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

PRAZERES, R. V.; SOEIRO, T. M.; ARAÚJO, J. G. N.; FREITAS, M. A. L. An analysis of the influence of controlling shareholder identity over earnings informativeness on brazilian capital Market, **Enf.: Ref. Cont.**, v. 36, n. 3, p. 1-14, 2017.

PUTNINS, Talis J. Economics of State-Owned Enterprises. **International Journal of Public Administration**, v. 38, n. 11, p. 815-832, 2015.

RIAHI-BELKAOUI, A. Intellectual capital and firm performance of US multinational firms, **Journal of Intellectual Capital**, v. 4, n. 2, pp. 215-26, 2003.

ROGER, P.; SCHATT, A. Idiosyncratic risk, private benefits, and the value of family firms. **Finance Research Letters**, v. 17, p.235–245, 2016.

RÖNKKÖ, Jaakko; PAANANEN, Mikko; VAKKURI, Jarmo. Exploring the determinants of internal audit: Evidence from ownership structure. **IJA International Journal of Auditing**. V. 22, n. 1, p. 25-39, 2018.

SCHWIND, Rafael Wallbach. Empresas Estatais e Empresas Público-Privadas: Novos Desafios da Atuação Empresarial do Estado. **Revista de Direito Administrativo Contemporâneo - REDAC** v. 22, 2016.

SHIRLEY, M. M.; WALSH, P. Public versus Private Ownership: The Current State of the Debate. **Policy Research - Working Papers**. Washington, DC: World Bank. 2000.

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

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Large Shareholders and Corporate Control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SHLEIFER, Andrei. State versus Private Ownership. **Journal of Economic Perspectives**, v. 12, n. 4, p. 133-150, 1998.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Politicians and firms. **Quarterly Journal of Economics**, v. 109, p. 955–1025, 1994.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C.; FAMÁ, R. Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. **Revista de Administração de Empresas – RAE**, v. 18, n. 2, p. 51-66, 2008.

THOMSEN, Steen; PEDERSEN, Torben. Ownership structure and economic performance in the largest European Companies, **Strategic Management Journal Strat.**, 21, pp. 689-705, 2000.

VAN ASWEGEN, N.; STEYN, B.W.; HAMMAN, W.D.; *Trends in the distribution of added value of listed industrial companies – 1990 to 2002*. **South African Journal of Business Management**, v. 36, n. 2, p. 85-94, jun. 2005.

WILLEMYNS, Ines. Disciplines on State-Owned Enterprises in International Economic Law: Are We Moving in the Right Direction? **Journal of International Economic Law**, v. 19, n. 3, p. 657–680, 2016.

WILLIAMSON, O. E. Economic institutions: Spontaneous and intentional governance. **Journal of Law, Economics, and Organization**. v. 7, p. 159–187, 1991.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York, NY: The Free Press. 1985.

WILLIAMSON, O. **Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization**, New York: Free Press. 1975.

WILLIAMSON, O. The economic of governance. **American Economic Review**, v. 95, p. 1-18, 2005.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. Pioneira Thomson Learning. 2006.

YANG, Ruili; XIA, Kui; WEN, Hongxing. Venture capital, financial leverage and enterprise performance. **Procedia Computer Science**, v. 91, pp. 114 -121, 2016.

ZÉGHAL, Daniel; MAALOUL, Anis. Analyzing value added as an indicator of intellectual capital and its consequences on company performance. **Journal of Intellectual Capital**, v 11, n 1, pp. 39-60, 2010.

ATA DE DEFESA DE DISSERTAÇÃO

DEFESA DE DISSERTAÇÃO Nº 43

Ata de Sessão Pública da Defesa de Dissertação do aluno Leandro da Costa Santos, do Curso de Mestrado do Programa de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

Linha de Pesquisa: Informação Contábil para Usuários Externos

Aos dezesseis dias do mês de abril do ano de dois mil e dezenove, às dez horas, reuniu-se no Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal da Paraíba, a Banca Examinadora, composta pelos professores doutores: Márcia Reis Machado (Presidente/Orientadora - PPGCC/UFPB), Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante (Membro Inteno – PPGCC/UFPB) e Rodrigo de Souza Gonçalves (Membro Externo – UnB), para julgar o trabalho de dissertação intitulado: **“A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO”**, de autoria do aluno Leandro da Costa Santos, orientado pela Profª Dra. Márcia Reis Machado. Dando início aos trabalhos, a Profª Dra. Márcia Reis Machado (Orientadora), Presidente da Banca Examinadora, explicou aos presentes a finalidade da sessão pública, e passou a palavra ao mestrando para que fizesse a apresentação de seu trabalho de dissertação. Após a apresentação do trabalho, a Banca examinadora fez arguições ao aluno, que as respondeu. Em seguida, a Profª Dra. Márcia Reis Machado, Presidente da Banca Examinadora, acatou as observações e solicitou aos presentes que fosse esvaziado o recinto, para que fosse feito o julgamento do trabalho. A Banca Examinadora então atribuiu ao aluno o conceito:

- Aprovado
 Insuficiente
 Reprovado

Comentários da Banca Examinadora

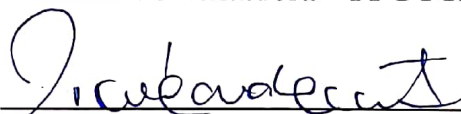
Comentários e sugestões entregues ao aluno e orientadora.

Comentários da Banca Examinadora

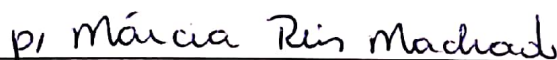
Proclamados os resultados, a Presidente da Banca Examinadora encerrou os trabalhos referentes à defesa de dissertação do discente. João Pessoa, 16 de abril de 2019.



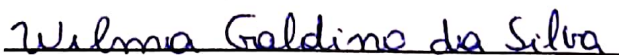
Profª Dra. Márcia Reis Machado
Presidente/Orientadora – PPGCC/UFPB



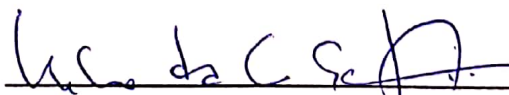
Prof. Dr. Paulo Roberto Nóbrega Cavalcante
Membro Interno - PPGCC/UFPB



Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves
Membro Externo – UnB



Wilma Galdino da Silva
Secretária – PPGCC/ UFPB



Leandro da Costa Santos
Discente



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA

DECLARAÇÃO Nº 227 / 2019 - PPGCC (11.00.52.03)

Nº do Protocolo: 23074.020145/2019-87

João Pessoa-PB, 17 de Abril de 2019

Declaramos, para os devidos fins, que o aluno **LEANDRO DA COSTA SANTOS** foi aprovado(a) na DEFESA de DISSERTAÇÃO em CIÊNCIAS CONTÁBEIS/PPGCC - João Pessoa - MESTRADO ACADÊMICO do Curso de MESTRADO, no dia 16 de Abril de 2019 às 10h, no(a) CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS, UFPB, cuja banca examinadora fora constituída pelos professores:

Doutor (a) **MARCIA REIS MACHADO**

(Presidente)

Doutor (a) **PAULO ROBERTO NÓBREGA CAVALCANTE**

(Interno)

Doutor (a) **RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES**

(Externo à Instituição)

A sua DISSERTAÇÃO intitulou-se:

A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Esta declaração não exclui o aluno de efetuar as mudanças sugeridas pela banca nem vale como outorga de grau de MESTRADO, de acordo com o definido na Resolução 072/2004-CONSEPE.

(Assinado digitalmente em 19/04/2019 14:56)

MARCIA REIS MACHADO

COORDENADOR

Matrícula: 1453014

Para verificar a autenticidade deste documento entre em <https://sipac.ufpb.br/documentos/> informando seu número: **227**, ano: **2019**, tipo: **DECLARAÇÃO**, data de emissão: **17/04/2019** e o código de verificação: **fdabd24668**