

A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail bibfea@usp.br para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD).

Universidade de São Paulo – USP
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA
Instituto de Pesquisas Econômicas – IPE



**A ANATOMIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
BRASIL E O DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA: UMA
ANÁLISE ESTATÍSTICA EXPLORATÓRIA DAS EMPRESAS
DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO DE 1997 A 2000**



João William Grava

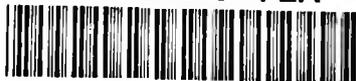
Orientador: Prof. Dr. José de Oliveira Siqueira.

São Paulo, 2004.

Universidade de São Paulo – USP
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA
Instituto de Pesquisas Econômicas – IPE

T658.4
G143/a

DEDALUS - Acervo - FEA



20600026635

↓

**A ANATOMIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO
BRASIL E O DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA: UMA
ANÁLISE ESTATÍSTICA EXPLORATÓRIA DAS EMPRESAS
DE CAPITAL ABERTO NO PERÍODO DE 1997 A 2000**

Tese apresentada ao Departamento de
Economia da Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade da
Universidade de São Paulo como parte dos
requisitos do Programa de Doutorado em
Economia.

USP - FEA - SBD

DATA DA DEFESA 25, 06, 04

↓

João William Grava

Orientador: Prof. Dr. José de Oliveira Siqueira.

São Paulo, 2004.

86377

T658.4 G721a

T86377



2060026635



Powered by RfidProStar - www.logprocess.com.br

FICHA CATALOGRÁFICA

Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Grava, João William

A anatomia da governança corporativa no Brasil e o desempenho econômico da firma: uma análise estatística exploratória das empresas de capital aberto no período de 1997 a 2000 / João William Grava. -- São Paulo, 2004. 242 f.

**Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2004
Bibliografia.**

**1. Governança corporativa 2. Controle acionário 3. Conselho de administração I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP
II. Título.**

CDD – 658.4

Agradecimentos:

Quero inicialmente agradecer ao Prof. Dr. José de Oliveira Siqueira, que acompanhou tão atentamente a execução do trabalho. Agradeço ainda à equipe da CVM, em particular a Marcelo Costa, pela atenção no fornecimento dos dados, bem como a Alan Hansen, sem cujo talento em programação e trabalho com base de dados a pesquisa seria impossível.

Acima de tudo, entretanto, quero agradecer a Selma, Guilherme e Ricardo, os mais sacrificados pelos compromissos assumidos pelo esposo e pai. A eles, dedico este trabalho.

RESUMO

Este trabalho empírico, de natureza exploratória, apresenta uma análise sobre governança corporativa no Brasil, desenvolvida em torno de três questões: como a governança corporativa se manifesta no Brasil, como se relacionam os mecanismos de governança e qual seu impacto sobre o desempenho econômico da firma. Os resultados obtidos mostram que algumas recomendações usuais dos manuais de governança apresentam pouco ou nenhum impacto sobre o desempenho, outras apresentam um impacto irregular, positivo sob alguns aspectos e negativo sob outros e finalmente algumas apresentam o impacto suposto por esses manuais, mas apenas para uma parte das empresas. Os resultados mostram ainda que a interação com o porte da firma induz viés de seleção em trabalhos anteriores e que a acentuada concentração do capital acionário, com mais de 90% das empresas sob um grupo controlador quando se consideram os acordos de acionistas, dilui a contribuição potencial de mecanismos como a estrutura do conselho de administração.

ABSTRACT

This empirical, exploratory research presents an analysis on corporate governance in Brazil, developed around three questions: how corporate governance is externalized in Brazil. how the mechanisms of governance interact with each other and what is their impact on the economic performance of the firm. As the results show, some usual recommendations of the corporate governance handbooks produce small or no impact on performance, some produce an erratic one, sometimes positive but sometimes negative and, finally, some produce the supposed impact but just for a category of firms. The results also show that interaction with firm size induces selection bias in previous research and that the highly concentrated control, with over 90% of the firms presenting a control group when shareholder's agreements are considered, dilutes the potential contribution of mechanisms such as the structure of the board.

SUMÁRIO

| | | |
|--------------|---|------------|
| I. | INTRODUÇÃO | 1 |
| I.1. | AS QUESTÕES DE PESQUISA E O MODELO DE ANÁLISE | 4 |
| I.2. | PLANO DE TRABALHO | 5 |
| II. | GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS BÁSICOS | 7 |
| II.1. | GOVERNANÇA CORPORATIVA | 7 |
| II.2. | A PRÁTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 13 |
| II.3. | REVENDO OS OBJETIVOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA | 21 |
| III. | CARACTERIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA | 22 |
| III.1. | CONTROLE ACIONÁRIO | 24 |
| III.2. | COMPOSIÇÃO DE DIRETORIA E CONSELHO | 40 |
| IV. | GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA | 46 |
| IV.1. | A INDEPENDÊNCIA DOS <i>BOARDS</i> | 47 |
| IV.2. | ESTRUTURA DE CONTROLE (<i>OWNERSHIP STRUCTURE</i>) | 51 |
| IV.3. | NATUREZA DO ACIONISTA | 55 |
| V. | GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS DECISÕES ECONÔMICAS | 62 |
| V.1. | AS MUDANÇAS NOS FUNDAMENTOS: ALGUMAS CONSIDERAÇÕES INICIAIS | 63 |
| V.2. | A ABORDAGEM DO TEMA NA LITERATURA | 66 |
| VI. | REVISÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA E APRESENTAÇÃO DA ABORDAGEM | 72 |
| VI.1. | ORIGINALIDADE | 72 |
| VI.2. | A HIPÓTESE DE RELAÇÃO CAUSAL | 77 |
| VI.3. | O USO DE INFORMAÇÕES CONTÁBEIS | 78 |
| VI.4. | A ABORDAGEM: BUSCA DE ASSOCIAÇÕES ROBUSTAS | 79 |
| VII. | CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA | 81 |
| VII.1. | AS PRIMEIRAS ESCOLHAS | 81 |
| VII.2. | UMA NOTA SOBRE A OBTENÇÃO DOS DADOS E SUA AGREGAÇÃO | 82 |
| VII.3. | PRÉ-PROCESSAMENTO DOS DADOS | 83 |
| VIII. | ANATOMIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL | 98 |
| VIII.1. | O CONTROLE ACIONÁRIO | 98 |
| VIII.2. | A ESTRUTURA GERENCIAL | 124 |
| IX. | PREPARAÇÃO PARA A ANÁLISE: TRANSFORMAÇÕES DE VARIÁVEIS | 135 |
| IX.1. | TRANSFORMAÇÃO LOGARÍTMICA | 136 |
| IX.2. | TRANSFORMAÇÃO POTÊNCIA – RAIZ QUADRADA | 137 |
| IX.3. | VARIÁVEIS NÃO TRANSFORMADAS | 140 |
| X. | ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA | 145 |
| X.1. | CONSIDERAÇÕES METODOLÓGICAS | 145 |
| X.2. | O CONTROLE ACIONÁRIO INFLUENCIANDO O CONTROLE GERENCIAL | 150 |
| X.3. | AS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA INFLUENCIANDO A ESTRUTURA DE CAPITAL E O DESEMPENHO ECONÔMICO | 170 |
| XI. | CONCLUSÃO | 185 |
| XI.1. | AS RESPOSTAS ÀS QUESTÕES DE PESQUISA | 185 |
| XI.2. | CONCLUSÕES E IMPLICAÇÕES PRESCRITIVAS | 191 |
| XII. | BIBLIOGRAFIA | 193 |
| XIII. | ANEXOS | A1 |

ÍNDICE DE TABELAS

| | | |
|-------|--|-----|
| 2.1: | RECDOMENDAÇÕES DA CVM SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 16 |
| 7.1: | PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS INFORMADAS EM ESTADO BRUTO | 87 |
| 7.2: | PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS CORRIGIDAS | 88 |
| 7.3: | AS VARIÁVEIS FINANCEIRAS | 91 |
| 7.4: | CÓDIGOS DE SETORES | 94 |
| 7.5: | CÓDIGOS DE SITUAÇÃO | 95 |
| 7.6: | O USO DA MEDIANA E SEU EFEITO SOBRE A PRESENÇA DE <i>OUTLIERS</i> | 96 |
| 8.1: | CRITÉRIO DE AJUSTE DE PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS | 101 |
| 8.2: | VARIÁVEIS DE CONTROLE ACIONÁRIO | 107 |
| 8.3: | CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO | 114 |
| 8.4: | EFEITO SETORIAL SOBRE A CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA | 115 |
| 8.5: | ESTIMATIVA DO EFEITO DO PORTE SOBRE A CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE | 115 |
| 8.6: | USO DE AÇÕES PREFERENCIAIS PARA CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE | 117 |
| 8.7: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE SOBRE A DISPARIDADE CONTROLE-PROPRIEDADE | 118 |
| 8.8: | PROPORÇÃO AÇÕES ORDINÁRIAS / TOTAL DE AÇÕES PARA O MAIOR ACIONISTA | 120 |
| 8.9: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE SOBRE A DISPARIDADE PARA O PRINCIPAL ACIONISTA | 122 |
| 8.10: | A PRESENÇA DE PIRÂMIDE NA FIRMA E PARA O PRINCIPAL ACIONISTA | 123 |
| 8.11: | VARIÁVEIS DE CONTROLE GERENCIAL | 124 |
| 8.12: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE SOBRE O TAMANHO DO CONSELHO | 127 |
| 8.13: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE DA FIRMA SOBRE O TAMANHO DA DIRETORIA EXECUTIVA | 130 |
| 8.14: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE DA FIRMA SOBRE A SUPERPOSIÇÃO DE CONSELHO E DIRETORIA | 132 |
| 8.15: | EFEITO SETORIAL E DE PORTE DA FIRMA SOBRE A SEPARAÇÃO DOS CARGOS DE <i>CHAIRMAN</i> E <i>CEO</i> | 134 |
| 9.1: | TRANSFORMAÇÕES LOGARÍTMICAS | 137 |
| 9.2: | TRANSFORMAÇÕES POR RAIZ QUADRADA | 138 |
| 9.3: | VARIÁVEIS NÃO TRANSFORMADAS | 141 |
| 10.1: | CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS DE CONTROLE GERENCIAL | 151 |
| 10.2: | CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS DE CONTROLE ACIONÁRIO | 155 |
| 10.3: | INFLUÊNCIAS DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A ESTRUTURA DE CONSELHO E DIRETORIA EXECUTIVA | 158 |
| 10.4: | COMPORTAMENTO COMPARADO DA VARIÁVEL <i>C2</i> | 161 |
| 10.5: | CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS DE DESEMPENHO E ESTRUTURA DE CAPITAL | 171 |
| 10.6: | INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE GOVERNANÇA SOBRE DESEMPENHO E ESTRUTURA DE CAPITAL | 173 |
| 11.1: | ASSOCIAÇÕES MAIS RELEVANTES ENTRE CONTROLE ACIONÁRIO E ESTRUTURA GERENCIAL | 188 |
| 11.2: | ASSOCIAÇÕES MAIS RELEVANTES ENTRE ESTRUTURA DE GOVERNANÇA E DESEMPENHO ECONÔMICO | 189 |
| A.1: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O NÚMERO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - CASO COM COM | A2 |
| A.2: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O NÚMERO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - CASO COM SEM | A4 |
| A.3: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O NÚMERO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - CASO COM COM | A6 |
| A.4: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O NÚMERO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO - CASO COM SEM | A8 |
| A.5: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A SUPERPOSIÇÃO DE CONSELHO E DIRETORIA - CASO COM COM | A10 |
| A.6: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A SUPERPOSIÇÃO DE CONSELHO E DIRETORIA - CASO COM SEM | A12 |
| A.7: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A SEPARAÇÃO DOS CARGOS DE <i>CHAIRMAN</i> E <i>CEO</i> - CASO COM COM | A14 |
| A.8: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A SEPARAÇÃO DOS CARGOS DE <i>CHAIRMAN</i> E <i>CEO</i> - CASO COM SEM | A16 |
| A.9: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A AUSÊNCIA DO <i>CEO</i> NO CONSELHO - CASO COM COM | A18 |
| A.10: | INFLUÊNCIA DO CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE A AUSÊNCIA DO <i>CEO</i> NO CONSELHO - CASO COM SEM | A20 |
| A.11: | INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE A RENTABILIDADE - CASO COM COM | A22 |
| A.12: | INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE A RENTABILIDADE - CASO COM SEM | A25 |
| A.13: | INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE O CRESCIMENTO DA RECEITA LÍQUIDA - CASO COM COM | A28 |

| | |
|---|-----|
| A.14: INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE O CRESCIMENTO DA RECEITA LÍQUIDA - CASO COM SEM | A31 |
| A.15: INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE O CRESCIMENTO DOS ATIVOS - CASO COM COM | A34 |
| A.16: INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE O CRESCIMENTO DOS ATIVOS - CASO COM SEM | A37 |
| A.17: INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL - CASO COM COM | A40 |
| A.18: INFLUÊNCIA DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL - CASO COM SEM | A43 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|---|-----|
| 1.1: MODELO BÁSICO GOVERNANÇA-DESEMPENHO | 4 |
| 3.1: O COMPLEXO DE RELAÇÕES DE AGÊNCIA NA FIRMA | 22 |
| 3.2: ESTRUTURA DE CONTROLE EM FORMA DE PIRÂMIDE | 31 |
| 3.3: ESTRUTURA COM PARTICIPAÇÕES CRUZADAS | 34 |
| 3.4: CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO ATRAVÉS DO USO DE PIRÂMIDE EM TRÊS NÍVEIS | 38 |
| 3.5: DUAS FORMAS ALTERNATIVAS DE UTILIZAÇÃO DO MECANISMO DE PIRÂMIDE | 39 |
| 4.1: DIFERENTES EFEITOS DA CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA SOBRE O DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA | 60 |
| 6.1: MODELO BÁSICO DE RELAÇÃO GOVERNANÇA-DESEMPENHO | 72 |
| 7.1: FUNCIONAMENTO DO SISTEMA ID | 83 |
| 7.2: O SISTEMA DE CÓDIGO NUMÉRICO DOS ACIONISTAS | 85 |
| 7.3: EXEMPLO HIPOTÉTICO DE INFORMAÇÃO SOBRE PARTICIPAÇÕES SOCIETÁRIAS | 86 |
| 8.1: AVALIAÇÃO DA CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA | 99 |
| 8.2: PARTICIPAÇÕES ACIONÁRIAS AJUSTADAS | 102 |
| 8.3: EFEITO DO ACORDO DE ACIONISTAS SOBRE A CONCENTRAÇÃO DO CONTROLE | 105 |
| 8.4: A APURAÇÃO DO USO DE PIRÂMIDE | 112 |
| 8.5: DISTRIBUIÇÃO DO CONTROLE ACIONÁRIO | 113 |
| 8.6: FREQUÊNCIA DO USO DE AÇÕES SEM DIREITO A VOTO | 117 |
| 8.7: DISPARIDADE CONTROLE-PROPRIEDADE PARA O MAIOR ACIONISTA | 119 |
| 8.8: NÍVEIS MÁXIMOS DE PIRÂMIDE UTILIZADOS NA FIRMA E PELO ACIONISTA | 124 |
| 8.9: DISTRIBUIÇÃO DO NÚMERO DE ELEMENTOS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO PARA O ANO DE 1999 | 126 |
| 8.10: DISTRIBUIÇÃO DO NÚMERO DE ELEMENTOS DA DIRETORIA EXECUTIVA PARA O ANO DE 1999 | 129 |
| 8.11: DISTRIBUIÇÃO DA SUPERPOSIÇÃO ENTRE CONSELHO E DIRETORIA EXECUTIVA | 131 |
| 8.12: DISTRIBUIÇÃO DA SEPARAÇÃO ENTRE OS CARGOS DE <i>CHAIRMAN</i> E <i>CEO</i> , À ESQUERDA E ISOLAMENTO DO <i>CEO</i> , À DIREITA | 132 |

I. INTRODUÇÃO

“A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito ao voto.”¹

“O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros [...]”²

“O conselho da empresa deve ser formado, em sua maioria, por conselheiros independentes.”³

“Deve-se buscar a separação dos cargos do presidente do conselho e do presidente da diretoria (executivo principal - CEO).”⁴

Certas recomendações como as apresentadas acima têm permeado a discussão recente sobre governança corporativa como verdadeiros mantras. Não são recomendações exclusivas do Brasil; na verdade, refletem um debate internacional cuja primeira grande iniciativa formal foi o Relatório Cadbury⁵, que deu origem a uma miríade de outros, que serão abordados mais adiante. Alguns exemplos deixam clara a relação entre os relatórios nacionais e seus correspondentes estrangeiros aos dois lados do Atlântico:

*“We recommend that the majority of nonexecutives on a board should be independent of the company.”*⁶

*“Our view is that, other things being equal, the roles of chairman and chief executive officer are better kept separate, in reality as well as in name.”*⁷

*“Within any class, all shareholders should have the same voting rights.”*⁸

*“Require listed companies to have a majority of independent directors.”*⁹

¹ BOVESPA (2002). Parte dos requisitos para listagem no Novo Mercado.

² CVM (2002), item II.1.

³ IBGC (2001), item 2.16.

⁴ IBGC (2001), item 2.18.

⁵ *Cadbury Commission Report* (1992).

⁶ Cadbury Report (1992: 21). Recomendação 4.11.

⁷ Hampel Report (1998: 28). Recomendação 3.17.

⁸ OECD (1999: 6). Recomendação II.A.1.6.

*“Deviations from “one-share-one-vote” should be avoided and, where they exist, must be disclosed.”*¹⁰

Algumas dessas recomendações podem ser defendidas através do conflito de agência, como o caso daquela para que todas as ações tenham direito a voto. Outras estão mais baseadas na experiência e no senso comum das pessoas que as elaboraram, como é o caso da recomendação sobre o número ideal de componentes para o conselho de administração.

Quais dessas recomendações, contudo, podem ser consideradas eficazes? Eficazes para atender a que objetivo? Objetivo de quem? Como testar?

A mera discussão sobre quais os objetivos da firma, da maximização neoclássica da função lucro ao mais amplo arranjo institucional envolvendo explícita ou implicitamente todos os *stakeholders*¹¹, gerou e continua a gerar inúmeros trabalhos, todos eles distantes do que se procura discutir aqui.

O presente trabalho parte de um raciocínio simples: se o objetivo dos arranjos de governança corporativa é a eficiência econômica, então medidas comparadas de performance das empresas sob este ou aquele arranjo específico, ponderados os aspectos contingenciais dessa performance, poderão fornecer uma pista sobre quais as recomendações mais desejáveis. Se, por outro lado, é possível defender sistemas de governança com base em argumentos outros que não a eficiência econômica, então é necessário ainda assim saber qual o preço a ser pago pela sociedade com a perda de performance correspondente ao arranjo mais desejável. Seja qual for a posição defendida, e este trabalho não tenciona defender qualquer posição, a compreensão de como a governança corporativa se manifesta e quais as consequências dos arranjos institucionais de governança sobre a performance de empresas e ações ocupa um papel central. Esta não é uma idéia nova. Muitos são os estudos já publicados

⁹ NYSE (2002: 6). Recomendação I.

¹⁰ EASD (2000: 12). Recomendação III.

¹¹ Para os objetivos deste trabalho, o *stakeholder* pode ser visto simplesmente como qualquer parte interessada no arranjo de governança, tendo participado explícita ou implicitamente do acordo *ex ante* e tendo direitos sobre a divisão *ex post* da renda gerada direta ou indiretamente pela firma.

no Brasil e no Exterior sobre este tema e alguns serão mencionados ao longo das próximas seções. Contudo, como se argumentará depois, algumas características desses estudos motivaram a presente pesquisa:

- Ênfase no preço ou retorno de ações no mercado acionário. Esta é uma opção atraente pelo significado conceitual de valor e pela facilidade com que se apuram os dados para a pesquisa. Contudo, é dependente da eficiência dos mercados e necessariamente restrita às empresas e aos lugares onde tal eficiência seja um pressuposto aceitável.
- Foco em empresas de grande porte, em geral como consequência da opção por medidas de preço em mercado acionário. Uma opção comum é a seleção de empresas cujas ações compõem um índice, como Ibovespa, S&P 500 ou um grupo específico de empresas, como as que aderiram aos níveis de governança da BOVESPA – Bolsa de valores de São Paulo. Além da pequena abrangência desses estudos, há evidentes efeitos de seleção: é possível supor, por exemplo, que uma empresa que adere aos níveis de governança quer enviar um sinal ao mercado, normalmente porque pretende fazer uso dele. Empresas com boas perspectivas de crescimento e desejosas de fazer novos lançamentos de opções possuem um incentivo natural para aderir a esse mercado, o que por si só justificaria um desempenho diferenciado para as ações de tal grupo.
- Uso de controle acionário ou estrutura gerencial¹² como variável explicativa, mas não ambos ao mesmo tempo.

Assim, o presente trabalho procurou reunir:

- A maior abrangência possível de amostra, de forma a incluir também informações sobre empresas normalmente negligenciadas em outros estudos.
- Uma combinação de mecanismos de governança de forma a considerar simultaneamente o

¹² O termo **estrutura gerencial** será utilizado ao longo deste trabalho para designar atributos do conselho de administração e da diretoria executiva. O autor reconhece que o termo é algo impróprio em determinados momentos, particularmente quando se enfoca estritamente o conselho, que possui uma função de supervisão e não executiva, mas foi utilizado por ser considerado suficientemente amplo para as questões tratadas aqui.

controle acionário e o controle gerencial.

- Outras medidas, que não o preço de ações no mercado, de forma a viabilizar a análise de nomes cujas ações ou não são negociadas ou possuem pouca liquidez, em prejuízo da informação contida no preço.¹³

I.1. As questões de pesquisa e o modelo de análise

A partir dos objetivos inicialmente colocados, três questões principais definem a análise aqui desenvolvida:

- Como se manifesta a governança corporativa no Brasil?
- Como se relacionam os mecanismos de governança?
- Qual o impacto sobre o desempenho econômico da firma?¹⁴

A resposta a essas três questões assumirá um modelo cuja descrição e justificativa serão apresentadas na seção VI, sendo aqui exibido apenas para orientar quanto à estrutura geral do trabalho:

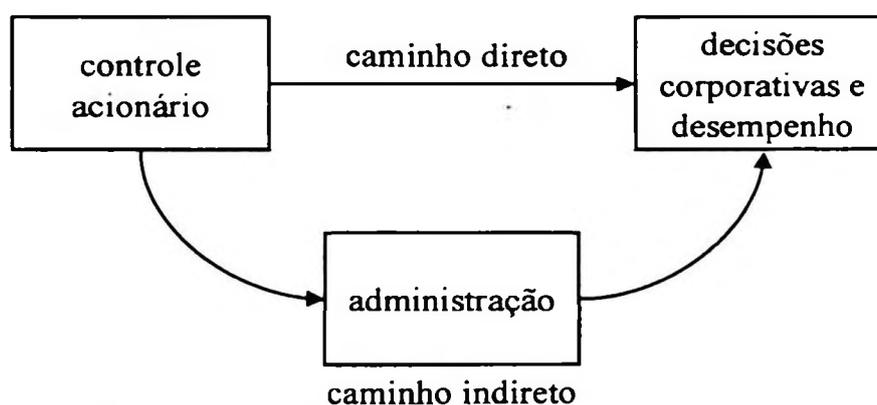


Figura 1.1: modelo básico de relação governança – desempenho. A estrutura gerencial é parte das variáveis explicativas do desempenho mas não é independente, sendo ela própria influenciada pelo controle acionário.

O modelo da figura 1.1 é propositadamente simples, desprezando mecanismos de

¹³ A alternativa natural é o uso de informações contábeis, cujos prós e contras serão discutidos na seção VI.

¹⁴ Os termos **firma** e **empresa** serão utilizados neste trabalho de forma apenas **parcialmente** intercambiável. Como regra geral, dir-se-á **firma** para designar uma entidade genérica, reservando-se o termo **empresa** para casos ou grupos de casos concretos.

realimentação da estrutura gerencial para o controle acionário e do desempenho econômico para ambos. Esta opção será explorada na seção VI, estando relacionada às limitações inerentes ao estudo com os dados (observacionais) disponíveis.

A utilização desse modelo fornecerá três conjuntos de resultados:

- uma anatomia dos mecanismos de governança utilizados no Brasil, apresentada na seção VIII;
- um conjunto de associações entre variáveis de controle acionário e de controle gerencial, apresentado na seção X.2;
- um conjunto de associações entre as estruturas de governança e o desempenho econômico das empresas da amostra, apresentado na seção X.3.

I.2. Plano de trabalho

Este trabalho está dividido em duas partes principais: uma conceitual, que envolve as seções II a V e uma empírica, representada pelas seções VI a XI. Sendo um trabalho empírico, as seções II a V têm a função exclusiva de fornecer os instrumentos necessários ao desenvolvimento das demais. Não se trata de uma cobertura exaustiva nem há a pretensão de contribuir do ponto de vista teórico ao debate sobre governança corporativa.

A seção II enfoca conceitos básicos de governança corporativa, o debate entre os praticantes e localiza as recomendações (dos códigos de melhores práticas, órgãos reguladores, bolsas de valores etc.) em relação a esses conceitos.

Estabelecidos os conceitos básicos, a seção III trata os principais mecanismos através dos quais alguns dos *stakeholders* acumulam poder e se estabelecem como agentes dos demais.

As seções IV e V tratam da performance da firma. Na primeira, faz-se uma revisão de estudos recentes sobre a relação das estruturas de governança corporativa com a performance econômica da firma. Dado que a abordagem desses estudos, como regra geral, não

corresponde à abordagem adotada aqui, a apresentação tem um caráter não exaustivo, buscando apenas exemplificar os estudos e apresentar resultados típicos. Quando à seção V, faz-se um retorno à exposição conceitual tratando de reunir os conceitos básicos de I com os estudos de IV de forma a selecionar instrumentos conceituais que permitam desenvolver a interpretação dos resultados.

A parte empírica começa retomando as questões iniciais de pesquisa e o modelo de análise (seção VI). Segue-se a caracterização da amostra, indicando a fonte de dados e o processamento mínimo necessário para sua extração e utilização (seção VII). Obtidos os dados, a primeira das três questões é tratada: a anatomia da governança corporativa para o conjunto de empresas predefinido (seção VIII). Uma vez caracterizada a anatomia, a busca de relações pede um conjunto de transformações de variáveis que são apresentadas na seção IX. Finalmente são tratadas a segunda e a terceira questões, respectivamente a associação entre controle acionário e controle gerencial e a associação entre ambos e as medidas de desempenho econômico e estrutura de capital (seção X).

Os resultados, como se verá na seção X, não são lineares e a busca de regras ou ao menos sugestões gerais não é simples. Ainda assim, uma síntese é apresentada na seção XI, seguida de um esboço das implicações prescritivas e sua relação com os manuais de governança apresentados no início do trabalho, na seção II.

II. GOVERNANÇA CORPORATIVA: CONCEITOS BÁSICOS

II.1. Governança corporativa

Embora a denominação governança corporativa não seja muito antiga, é possível dizer que há hoje um consenso a respeito do significado do termo, onde a definição de Zingales (1998: 497) ocupa uma posição central:

“I define corporate governance as the complex set of constraints that shape the ex post bargaining over the quasi-rents generated by a firm.”

Reconhecida pelo próprio autor como seguindo o espírito de Williamson (1985), é uma definição mais ampla do que a de Tirole (2001), esta mais diretamente voltada à defesa dos interesses dos acionistas. A definição de Zingales pode ser aplicada diretamente ao presente trabalho e seus objetivos. O acordo prévio, explícito ou implícito, sobre como se distribuirá a renda do negócio pode ter implicações diretas, devidas aos incentivos dos agentes envolvidos¹⁵, sobre o desempenho econômico da firma. Daí a emergência de temas como o efeito que a concentração acionária possui sobre a capacidade que a firma tem para obter capital na forma de dívida, ou a maneira como a representação do acionista minoritário influi sobre o valor das ações, bem como a forma pela qual um desempenho econômico deficiente pode provocar mudanças na estrutura gerencial da firma e um grande número de outras questões que podem ser formuladas a respeito de como esse acordo *ex ante* (estrutura de governança) pode afetar o ganho *ex post* através de seus reflexos no desempenho da firma ou ainda como esse desempenho pode alterar o acordo *ex ante* para períodos futuros.

Embora a definição de Zingales possa ser aplicada para qualquer relação entre *stakeholders* na firma, existe uma clara concentração dos estudos na composição acionária e na estrutura e função do conselho de administração (diretoria, na literatura internacional), função do fato de que os acionistas se colocam como agentes últimos dos demais *stakeholders*

¹⁵ Aqui o termo agente é usado de forma genérica: agente econômico e não mandatário de um principal.

(estes, os principais) ou mesmo de outros acionistas (majoritários/agentes e minoritários/principais).¹⁶

É extensa a bibliografia derivada desse tema, cabendo mencionar apenas alguns conceitos que serão úteis à exposição posterior e que serão apresentados a seguir.

II.1. a) Trabalhos de descrição e taxonomia dos sistemas de governança

A discussão atual sobre governança assume certos pressupostos já razoavelmente sedimentados acerca de como o controle acionário e/ou gerencial se estabelece na firma, bem como sobre a forma e intensidade da participação dos diversos *stakeholders*. La Porta *et al.* (1997), (1998), (1999a), (1999b) e (2002a), através de um minucioso mapeamento do controle acionário, do sistema legal e de um conjunto de outras variáveis em diversos setores e países, estabeleceram uma relação entre sistema legal, concentração acionária e proteção a acionistas minoritários, de um lado, com o conseqüente nível de desenvolvimento do mercado de capitais em cada país, bem como políticas de investimento e financiamento que serão mencionadas mais à frente nesta mesma seção. Além de demonstrar que os países que possuem um sistema de *common law* apresentam um nível de proteção superior para os investidores e que essa proteção está associada a um mercado de capitais mais desenvolvido, esses autores apresentaram uma segmentação dos sistemas legais ao redor do mundo em quatro grandes grupos, identificados pelos autores de acordo com sua origem e apresentados aqui segundo o que eles consideram uma ordem decrescente de proteção ao investidor: inglesa (*common law*), germânica (na qual se inclui o Japão), escandinava¹⁷ e francesa (na qual se inclui o Brasil). Esta classificação passou então a servir como referência para a comparação de trabalhos sobre governança em todo o mundo.

¹⁶ Supõe-se que o leitor conhece a terminologia relativa à Teoria de Agência, formulada pela primeira vez por Berle & Means (1932) e tendo como expressão moderna as formulações de Ross (1973) e de Jensen & Meckling (1976). Segundo Ross, “*An agency relationship exists when one individual, called the agent, acts on behalf of another, called the principal.*” Ver ainda Williamson (1985). Para uma abordagem didática, ver Besanko *et al.* (2000: cap 15).

¹⁷ Germânico e escandinavo, na verdade, são apresentados como simplesmente intermediários.

No caso brasileiro, as características já conhecidas de pequena proteção ao investidor e conseqüente pouco desenvolvimento dos mercados de capitais são colocadas lado a lado com países como Itália, Espanha, Argentina, Chile, México, entre outros.

Embora os trabalhos publicados por La Porta *et al.* sejam talvez a principal referência de caráter empírico para estudos posteriores, sua principal contribuição foi confirmar idéias que em boa parte já eram discutidas à época, porém com mais rigor científico do que trabalhos anteriores e de forma mais abrangente do que em trabalhos contemporâneos. Apenas como exemplo de trabalho anterior, Charkham (1994) tipificou a governança corporativa na Alemanha, Japão, França, Estados Unidos e Reino Unido com conclusões bastante semelhantes, embora enfocando apenas os países com economias mais proeminentes e sem a sistematização dos trabalhos de La Porta *et al.*¹⁸

A caracterização dos sistemas de governança e o estabelecimento de relações entre tais sistemas e o desenvolvimento dos mercados de crédito e capitais, bem como o próprio desenvolvimento econômico, ajudaram a consolidar conclusões importantes não só para a motivação direta desses estudos como das atividades que os precederam em alguns anos. Conforme explicado por Sir Adrian Cadbury no prefácio ao relatório que leva seu nome¹⁹, a motivação para as atividades do Comitê Cadbury foi a combinação entre o clima econômico desfavorável e a convicção de que uma melhoria na qualidade da governança corporativa era um pré-requisito para a retomada do crescimento econômico. Assim, o acúmulo de resultados como os obtidos por La Porta *et al.* e por outros que serão apresentados aqui e na seção IV gerou um rápido crescimento de duas atividades em paralelo. De um lado, trabalhos acadêmicos que buscaram refinar as conclusões obtidas ou contestá-las; de outro, um esforço de governos, órgãos reguladores e do próprio mercado para desenvolver regras (com ou sem a

¹⁸ O livro deriva do trabalho de Charkham ao longo de anos anteriores, quando foi membro do Comitê Cadbury, e faz parte das referências bibliográficas de La Porta *et al.* (1999a).

¹⁹ Cadbury Report (1992): prefácio.

força de lei) que promovessem o desenvolvimento do mercado de capitais, utilizando como indutor a melhoria nas práticas de governança corporativa. Alguns exemplos de estudos acadêmicos são apresentados no próximo sub-item; no item II.2 são abordadas as iniciativas do mercado, das bolsas de valores e dos órgãos reguladores. Em II.3, algumas idéias sobre a expectativa de evolução futura da área são abordadas.

II.1. b) Governança corporativa, performance da firma e eficiência do mercado

São muitos os trabalhos que procuram relacionar estrutura de governança com desempenho econômico, predominando aqueles que buscam informações a partir dos preços de ativos no mercado de capitais mas havendo também trabalhos que procuram extrair resultados a partir de outros sintomas dessa relação. Neste item apresentam-se alguns desses trabalhos de maneira breve, sendo reservado à seção IV o exame mais atento daqueles que possuem relação mais diretamente associada à presente pesquisa.

Gompers *et al.* (2001) criaram um índice de governança com cerca de 1.500 empresas e indicaram que um investidor que adquirisse ações com máxima proteção aos acionistas e vendessem aquelas com mínima proteção obteriam um retorno excedente de 8,5%aa no período coberto pela pesquisa. Utilizando uma *proxy* do Q de Tobin como medida de valorização, o artigo mostra uma forte correlação positiva entre o índice de governança e o valor (de mercado) da firma. Em um esforço semelhante, Bhagat & Black (2000) mostram que a independência do *board* (no nosso caso, conselho e não diretoria), medida pela proporção de diretores independentes menos a proporção de diretores internos, está correlacionada com a performance de longo prazo para empresas americanas de grande porte²⁰. Notaram ainda que empresas sofrendo com desempenho fraco respondiam

²⁰ É importante neste ponto enfatizar que mesmo nos trabalhos norte-americanos, onde a informação é mais completa e mais facilmente disponível, os resultados tendem a concentrar-se nas maiores empresas, sem que haja sinais claros de que podem ser estendidos a empresas menores. Este foi um dos pontos de atenção do presente trabalho que, embora restrito a empresas de capital aberto, procurou incluir aquelas que, dentro desse grupo, apresentam menor porte e acesso mais restrito ao mercado.

aumentando a independência do *board*, mas não encontraram evidência de que tal estratégia produzisse bons resultados. Este artigo será visto com mais atenção na seção IV.

Os resultados obtidos para a firma individualmente são compatíveis com a comparação entre países feita por La Porta *et al.* (2002b), que tomaram 371 grandes empresas de 27 diferentes países e encontraram evidência de maior valorização das empresas em cujos países havia maior proteção aos acionistas minoritários. Nessa mesma linha de pesquisa, Doidge *et al.* (2001) mostram que as empresas estrangeiras listadas nos EUA apresentam valorização maior que as demais e atribui isso à menor possibilidade de *tunnelling*²¹, em função da legislação americana. No caso brasileiro, Carvalho (2003) realizou um estudo de eventos sobre o anúncio da migração para os níveis de governança da BOVESPA e encontrou uma associação positiva entre a migração e o valor das ações, bem como o volume de negociação e a liquidez.

Em paralelo com os trabalhos que tomam o mercado como referência, outros têm focado suas imperfeições e a inter-relação delas com as estruturas de governança. Shleifer & Wolfenzon (2002) tratam da dificuldade de se abrir o capital em um ambiente com pouca proteção legal de minoritários, confirmando daí um conjunto de proposições (**negrito nosso**):

“[...] better legal protection of outside shareholders is associated with: (1) more valuable stock markets (La Porta et al., 1997); (2) a higher number of listed firms (La Porta et al., 1997); (3) larger listed firms in terms of their sales or assets (Kumar, Rajan, and Zingales, 1999); (4) higher valuation of listed firms relative to their assets (Claessens et al., 2002; La Porta et al., 2002); (5) greater dividend payouts (La Porta et al., 2000); (6) lower concentration of ownership and control (European Corporate Governance Network, 1997; La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer, 1999; Claessens et al., 2000); (7) lower private benefits of control (Zingales,

²¹ Johnson *et al.* (2000) definem *tunneling* como “[...] the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders.”

1994; Nenova, 1999); and (8) higher correlation between investment opportunities and actual investments (Wurgler, 2000)."

Outros autores, tratando todo o conjunto ambiente/governança/retorno, enfocam a primeira relação. Assim, o objetivo final de retorno econômico, dada a condição de contorno do ambiente legal e econômico, induz a estrutura de governança. Enquanto em ambientes de mercados de capitais desenvolvidos muitos autores, a exemplo de Lamont & Polk (2001), (2002) e Whited (2001) apontam para o menor valor das ações de conglomerados, quando comparadas às de firmas não diversificadas, Khanna & Palepu (1997), (1999) argumentam que tais arranjos empresariais podem ser a melhor resposta para mercados emergentes, que apresentam uma infra-estrutura (não só física, mas de mercado de capitais, mercados de trabalho e produtos, regulatória e legal) menos desenvolvida. Contudo, dada a maior dificuldade de monitoramento dos grandes grupos, destacam a importância de investidores institucionais provendo a função de monitoramento que falta ao mercado. Essa abordagem é consistente com Maug (1998), que enfatiza a situação contrária, do mercado desenvolvido suprindo essa função através de dois caminhos:

- "(i) Liquid stock markets allow large investors to benefit from monitoring through informed trading and help to overcome the free-rider problem; and*
- (ii) The more liquid the market, the more likely that a restructuring method will be preferred for its effectiveness rather than for its low costs."*

O acúmulo de resultados relacionando estruturas de governança e desempenho levou, ao estabelecimento de certas idéias a respeito de quais características seriam desejáveis à estrutura de governança, dando origem a trabalhos como o de Shleifer & Vishny (1997) e de John & Senbet (1998), que procuraram consolidar os trabalhos anteriores, o primeiro consolidando as bases econômicas utilizadas e o segundo com um caráter mais prescritivo oriundo dessa literatura.

II.2. A prática de governança corporativa

Em paralelo com os trabalhos acadêmicos os participantes do mercado, fossem investidores, bolsas de valores, órgãos reguladores ou legisladores também passaram a desenvolver iniciativas que envolveram:

- alterações na legislação;
- códigos de conduta (códigos de melhores práticas);
- guias de orientação;
- criação de segmentos de mercado e índices de ações com ênfase na boa governança corporativa.

II.2. a) Alterações na legislação;

No cenário internacional, a principal mudança legal foi indubitavelmente a Lei Sarbanes-Oxley, de julho de 2002, aprovada após o escândalo envolvendo a empresa Enron e que implantou mudanças significativas, ainda em curso, nas responsabilidades de *board members* (conselheiros), na apresentação de informações e mesmo na estrutura dos órgãos de supervisão. Na seção 302 a lei determina que diretores executivos e diretores financeiros declarem ser responsáveis pelos controles e procedimentos de divulgação. Esta seção é complementada pela seção 906, requerendo que diretores executivos e diretores financeiros assinem e certifiquem o relatório periódico contendo as demonstrações financeiras. Esse requisito elimina simplesmente o argumento, muitas vezes utilizado por administradores após a divulgação de dados errôneos que induzem o erro de investidores, de que tais informações foram produzidas pelos seus subordinados sem o seu conhecimento. É um princípio consolidado na Administração de que responsabilidade não se delega, pois ao delegar autoridade a um subordinado o superior está informando à empresa e aos investidores que aquele subordinado é capaz e correto, mas agora esse princípio tem força de lei. Para as empresas norte-americanas mas também para empresas estrangeiras (brasileiras inclusive) que

tenham ações (ou ADRs) negociados nas bolsas americanas, bem como subsidiárias estrangeiras de empresas americanas. Na seção 404 a lei determina uma avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros, o que deve ser comprovado pelo auditor externo. Essas e outras mudanças têm um sentido claro: a percepção de que problemas como o da Enron e outros que a seguiram foram decorrentes da falta de uma responsabilidade formal do representante do acionista.

Também no Brasil houve mudanças de caráter legal com vistas a promover o mercado de capitais através de uma melhoria na qualidade da governança das empresas, entre as quais se destacam as leis 10.303/2001 e 10.411/2002, que trataram, respectivamente, de reformar a antiga Lei das S.A. (6.404/76) e a lei 6.385/76, que criou a CVM – Comissão de Valores Mobiliários e disciplinou o mercado de capitais. Segundo Carvalhosa e Eizirik (2002), a mudança na Lei das S.A. foi feita “[...] com vistas a melhor proteger os acionistas minoritários [...]” e a mudança na lei que criou a CVM foi feita “[...] objetivando maior eficácia [da CVM] em sua atuação reguladora do mercado.”²² Entre outras mudanças cabe ressaltar, por sua relação com os estudos sobre governança até aqui mencionados, o limite à emissão de ações preferenciais sem direito a voto foi reduzido de 2/3 do total para 1/2, reduzindo a capacidade de concentração do controle através do mecanismo de pirâmide²³. Outra mudança importante foi a restauração parcial das condições previstas para o direito de recesso em caso de venda do controle acionário. Alvo de variações ao longo do tempo naquilo que Carvalhosa e Eizirik denominam “ciclotimia legislativa”²⁴, o direito de recesso havia sido reduzido pela Lei 9.457/97 para facilitar a execução do Programa Nacional de Desestatização, pois a União venderia o controle de estatais e o valor a ser auferido era prejudicado pela necessidade de oferta aos minoritários²⁵. Os detalhes sobre a lei fogem ao escopo deste

²² Carvalhosa e Eizirik (2002: 1).

²³ O mecanismo de pirâmide será examinado na seção III.

²⁴ Op. cit., página 272.

²⁵ Um escandaloso conflito de agência, em que o agente (Governo, acionista majoritário) tem o poder de legislar sobre a própria relação de agência, expropriando o principal (acionista minoritário), que vê parte de sua riqueza

trabalho, mas em poucas palavras as mudanças visaram a “[...] reduzir as hipóteses em que pode ser negado o direito de recesso [...]”²⁶, garantindo-o nos casos em que as ações de espécie ou classe que não tenham liquidez e dispersão no mercado.

Outra medida de impacto foi a Instrução 308/1999, da CVM que implantou o rodízio de auditores a cada cinco anos, visando justamente a limitar o envolvimento entre auditores e auditados, que poderia gerar conflitos de interesse e prejudicar a qualidade da auditoria, bem como criando um evento, a chegada do novo auditor, que criaria um incentivo natural (a confrontação de auditores) para que o trabalho fosse mais zeloso. Apenas para citar dois exemplos, o recente escândalo contábil envolvendo a Parmalat surgiu após a mudança do auditor Grant Thornton para Deloitte e no caso do escândalo da Enron a Arthur Andersen, cuja reputação foi de tal forma afetada que encerrou suas atividades, não só possuía um período de relacionamento muito além dos cinco anos como também grandes negócios de consultoria, em um evidente conflito de interesses. Esta contudo não é uma medida livre de controvérsias. Não é adotada de forma ampla nos outros países e, segundo seus críticos, prejudica o nível de conhecimento do auditado pelo auditor, além de desmotivar o auditor nos últimos anos, com prejuízo da qualidade da auditoria. A própria discussão não é livre de conflitos de interesse, pois o rodízio tende a beneficiar as empresas com menor participação de mercado e prejudicar as antigas líderes.

II.2. b) Códigos de conduta (códigos de melhores práticas);

Tendo seu primeiro exemplo no já mencionado *Cadbury Report*, atualizado posteriormente pelo *Hampel Report*, os códigos de conduta espalharam-se pelo mundo como a mais utilizada tentativa de auto-regular a governança corporativa. Incentivados pelos governos e por entidades como o Banco Mundial, em cujo *site* podem ser encontradas dezenas

transferida para o valor auferido pelo agente na venda do controle.

²⁶ Op. cit, página 273.

de códigos de todo o mundo²⁷, os códigos não têm força de lei mas permitem, em alguns casos, que a empresa indique em seus demonstrativos estar de acordo com eles, sinalizando assim uma administração de boa qualidade ao menos no que diz respeito às práticas de governança. Alguns de seus principais organizadores são entidades de classe dos diretores (conselheiros), tais como a norte-americana NACD – *National Association of Corporate Directors* ou o europeu IoD – *Institute of Directors*. No Brasil, o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa organizou o primeiro código²⁸, que se encontra em sua segunda edição, de 2001. Bastante compatível com o código do IBGC, e provavelmente baseado ao menos parcialmente nele é o documento “Recomendações da CVM sobre governança corporativa”, conhecido como “Cartilha da CVM”, que de certa forma pode ser visto como um resumo do código do IBGC. A tabela 2.1 enumera alguns pontos da Cartilha da CVM que têm relação com o presente estudo:

Tabela 2.1: recomendações da CVM sobre governança corporativa

As informações foram extraídas do documento emitido pela CVM em junho de 2002 e disponível em www.cvm.gov.br. O número de itens foi preservado, mas de cada item foi extraída apenas a informação considerada relevante para este trabalho. Eventuais distorções provocadas por esta seleção são de responsabilidade exclusiva do autor.

| Tema | Recomendação (itens selecionados) |
|--|--|
| Transparência | <ol style="list-style-type: none"> 1. Assembleias em data e hora que não dificultem o acesso dos acionistas 2. Convocação em 30 dias para assuntos complexos 3. Ampla divulgação do acordo de acionistas 4. Facilitar divulgação dos acionistas com 0,5% ou mais de seu capital social 5. Regras claras para exigências necessárias ao exercício do voto |
| Estrutura e responsabilidade do conselho de administração | <ol style="list-style-type: none"> 1. Conselho com 5 a 9 membros, com ao menos 2 experientes em Finanças e o maior número possível de membros independentes 2. Avaliação formal anual, pelo conselho, do principal executivo 3. Um membro no conselho representando detentores de ações preferenciais, sem a tutela dos controladores prevista até 2006 pela Lei 10.303 4. Presidente do conselho (<i>chairman</i>) e diretor presidente (<i>CEO</i>) devem ser pessoas diferentes |

²⁷ Ver www.worldbank.org/html/fpd/privatesector/cg/codes.htm.

²⁸ Código das melhores práticas de governança corporativa.

Tabela 2.1: recomendações da CVM sobre governança corporativa

As informações foram extraídas do documento emitido pela CVM em junho de 2002 e disponível em www.cvm.gov.br. O número de itens foi preservado, mas de cada item foi extraída apenas a informação considerada relevante para este trabalho. Eventuais distorções provocadas por esta seleção são de responsabilidade exclusiva do autor.

| Tema | Recomendação (itens selecionados) |
|--|---|
| Proteção a acionistas minoritários | <ol style="list-style-type: none"> 1. Decisões relevantes restritas à maioria do capital social 2. <i>Tag-along</i> (restaurando o direito pleno de recesso): alienação do controle deve ser seguida de oferta aos minoritários nas mesmas condições (independente da espécie ou classe da ação). Recomendação restrita a empresas constituídas sob a Lei 10.303 3. Transações com partes relacionadas devem ser claramente reportadas e em condições de mercado 4. Direito a voto para ações preferenciais na ausência de dividendos por três anos 5. Divergências entre acionistas devem ser resolvidas por meio de arbitragem 6. Empresas constituídas antes da lei 10.303 não devem superar o limite de 1/2 para ações preferenciais e, se já o superaram, não devem elevar a proporção |
| Auditoria e demonstrações financeiras | <ol style="list-style-type: none"> 1. Relatório trimestral dos administradores acompanhando a divulgação de resultados 2. Conselho fiscal com 3 a 5 membros, com minoritários elegendo o mesmo número de membros que o controlador 3. Comitê de auditoria 4. Proibição ou restrição a outros serviços pela empresa que faz auditoria e que possam originar conflito de interesse 5. Disponibilização ampla de informações a membros do conselho fiscal 6. Adoção de normas internacionais de contabilidade como IASB ou USGAAP 7. Assinatura de todos os membros do conselho no documento de recomendações dos auditores |

Comparando-se ao código do IBGC, os detalhes adicionais daquele documento incluem tópicos como a idade máxima recomendável para o conselheiro, a clarificação das diferenças de conceito entre conselheiro interno, externo e independente²⁹ e o detalhamento das qualificações do conselheiro³⁰, entre outros.

Para uma parte das recomendações é clara a relação com os estudos enumerados em II.1.b. Algumas delas dizem respeito diretamente à formação e atuação do conselho:

- maior número possível de membros independentes no conselho;
- faixa de tamanho do conselho: 5 a 9 membros;
- avaliação anual do principal executivo (ao preservar função de supervisão, conduz à separação entre diretoria e conselho);

²⁹ Os conceitos são apresentados em III.2.

³⁰ Há aqui uma forte influência do Prof. João Bosco Lodi, um dos autores da versão original do código e que apresenta recomendações semelhantes em Lodi (1998) e (2000), e Lodi & Lodi (1991).

- separação das funções de *chairman* e *CEO*;
- assinatura dos membros do conselho no documento de recomendações dos auditores.

Outra parte está direta ou indiretamente relacionada à proteção ao minoritário:

- representação dos minoritários no conselho;
- *tag along*;³¹
- direito a voto na ausência de dividendos;
- limite da parcela de ações sem direito a voto;
- conselho fiscal parcialmente nomeado pelos minoritários;
- comitê de auditoria;
- restrições a outros serviços prestados pelo auditor;
- disponibilização de informações ao conselho fiscal.

Embora não se mencione a extensão do direito a voto para todos os acionistas, como nas recomendações da OECD e da EASD, citadas no início deste trabalho, o conjunto dos itens acima aponta parcialmente naquela direção. As demais podem ser consideradas como tentativas de reduzir as imperfeições do mercado ao torná-lo mais transparente, o que pode ser relacionado, por exemplo, ao trabalho de Maug.

Diretamente relacionadas aos estudos já realizados ou não, o conjunto de recomendações reflete em grande medida o senso comum ou mesmo na suposição de que estudos restritos às maiores empresas ou realizados no exterior são aplicáveis ao mercado como um todo.

³¹ O *tag along* é uma opção de venda que um acionista possui para suas ações condicionada à venda de ações por outro acionista. Neste caso específico, significa o direito de o minoritário vender junto com o majoritário, nas mesmas condições, quando este (o majoritário) vende o controle. Opção de efeito simétrico é o *drag along*, em que um acionista, ao vender suas ações, tem o direito de obrigar outro acionista a vender junto. Seu mecanismo é o de uma opção de compra, pois equivale ao direito de o acionista que possui o *drag along* comprar a parte do outro para ao mesmo tempo vender o total.

II.2. c) Guias de orientação;

Seguindo o mesmo princípio de auto-regulação dos códigos de governança mas aplicados especificamente à transparência do mercado, surgiram os guias para a divulgação de informações aos investidores, que ganharam importância com os recentes escândalos contábeis. Sendo documentos sem caráter de imposição legal, têm origens diferentes dependendo da situação específica de cada país. No caso americano, a iniciativa coube à SEC – *Securities and Exchange Commission*, no documento *A Plain English Handbook: How to create clear SEC disclosure documents*. No caso brasileiro coube a uma empresa privada, a Ambev, através de dois documentos: o Manual de Divulgação e Uso de Informações (“Manual”) e a Política de Negociação de Valores Mobiliários (“Política”).

Os documentos, em si, não são diretamente comparáveis e tratam de temas diferentes: enquanto o americano está mais voltado à própria escrita do documento e sua clareza os documentos brasileiros, formulados em um ambiente onde a abertura de informações é menos detalhadamente regulada que a americana, concede mais espaço à própria política de informação. O que merece menção, e que constitui um ponto comum entre esses documentos e seus correspondentes em outros países é a preocupação em estabelecer padrões de comunicação e melhorar o fluxo de informações entre as empresas e os investidores, incrementando a eficiência do mercado e, como consequência indireta, incrementar a qualidade da governança corporativa.

II.2. d) Criação de segmentos de mercado e índices de ações com ênfase na boa governança corporativa.

A iniciativa alemã do Neuer Markt, em que pese não ter sobrevivido à queda global nos preços das ações de empresas de tecnologia, definiu um novo paradigma para as tentativas de incrementar voluntariamente os padrões de governança corporativa. A idéia subjacente à constituição de um segmento de mercado de adesão voluntária é a de que ao aderir a esse

mercado a empresa está não apenas adotando práticas de governança consideradas positivas, mas transmitindo um duplo sinal ao mercado: o primeiro é o de que está disposta a manter uma relação diferenciada com os acionistas, em particular os acionistas minoritários, que são os que dão liquidez à ação através do mercado secundário; o segundo é o de que se está assumindo esse compromisso é porque tem bons investimentos a fazer, em função dos quais está recorrendo ao mercado, o que é um sinal positivo. Este sinal não deve ser confundido com o sinal negativo relativo à *pecking order* [Myers (2001), Myers & Majluf (1984)], que refletiria a hipótese de que a firma está buscando financiar seu crescimento com ações por já não dispor de geração interna de caixa ou acesso a endividamento adicional. Não se trata da emissão em si, da escolha do instrumento no momento específico de financiar o investimento, mas da perspectiva de recorrer ao mercado no futuro em função de boas perspectivas de negócios e na qualidade das ações já emitidas. Em outras palavras, pode-se dizer que a adesão a um segmento de mercado de boa governança não é equivalente à simples adoção das práticas que caracterizam esse mercado.

Enquanto a idéia original, no mercado alemão, era facilitar o acesso ao mercado para novas empresas, em particular empresas de tecnologia, o objetivo brasileiro é mais amplo, pois envolve empresas já estabelecidas e com ações negociadas em bolsa, dentro da convicção de que mesmo estas não têm o mesmo acesso ao mercado que as empresas de países com mercados de capitais mais desenvolvidos e de que a adesão ao Novo Mercado, o nome atribuído pela BOVESPA para este segmento, podem melhorar tal acesso. Daí a existência de três níveis: nível 1, nível 2 e o Novo Mercado propriamente dito, que correspondem a níveis crescentes de adesão a um conjunto de boas práticas de governança, predeterminadas, permitindo que as empresas já presentes no mercado tradicional possam adaptar-se gradativamente ou ainda realizar uma migração apenas parcial. O Novo Mercado não é o foco deste trabalho e não cabe uma descrição detalhada dessas práticas, bastando mencionar que apresentam uma forte correlação com a Cartilha da CVM e o Código de Melhores Práticas do

IBGC.

Quanto ao efeito de longo prazo da adesão, do ponto de vista do acionista, embora as ações das empresas dos níveis diferenciados de governança venham apresentando uma rentabilidade consistentemente superior à do Ibovespa, é importante ressaltar que essa diferença não pode ser tomada diretamente como uma indicação da melhor performance de empresas com boas práticas em função dos efeitos de seleção e sinalização e também da ainda curta vida desse mercado.

II.3. Revendo os objetivos da governança corporativa

Todos os resultados obtidos até agora oferecem um conjunto de perspectivas ao estudo da governança corporativa que vão além dos testes e prescrições vistos. Gibbons (1998) apresenta quatro caminhos de análise em Teoria de Agência, considerando (a) o modelo de agência clássico, (b) modelos estáticos de medição de performance, (c) modelos de jogos repetidos, (d) incentivos para o desenvolvimento de competências e (e) contratos de incentivos. Sugere ainda novos caminhos para pesquisa. Zingales (2000) e Rajan & Zingales (2000) e (2001) enfocam a redefinição dos objetivos da governança corporativa, superando a mera redução do custo de agência e buscando mecanismos que permitam à firma incentivar um desenvolvimento superior do capital humano.

Ainda sobre o custo de agência, Dyck & Zingales (2002) buscam ir além dos mecanismos usuais de proteção ao investidor e enfocam o papel da mídia pressionando as empresas e limitando a presença de *tunnelling*. Hart (2001) trata da evolução de como os economistas vêem as firmas: de rentabilidade dada, para ações gerenciais afetando rentabilidade, para o reconhecimento de que o valor depende da alocação dos direitos de controle. Este é o ponto de partida para os estudos da parte empírica deste trabalho.

III. CARACTERIZAÇÃO DAS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA

O exame dos trabalhos enumerados na seção anterior aponta para dois conjuntos de relações a considerar: a primeira é o controle acionário e a proteção ao acionista minoritário e a segunda é a composição e forma de atuação do conselho. Esta concentração em dois pontos da estrutura de governança não ocorre por acaso nem despreza outros *stakeholders* e/ou relações. Ocorre que, entre as várias relações existentes na estrutura de governança da firma, duas (na verdade, dois pares de relações) se mostram críticas para o bom funcionamento de todo o conjunto, que é exibido na figura 3.1:

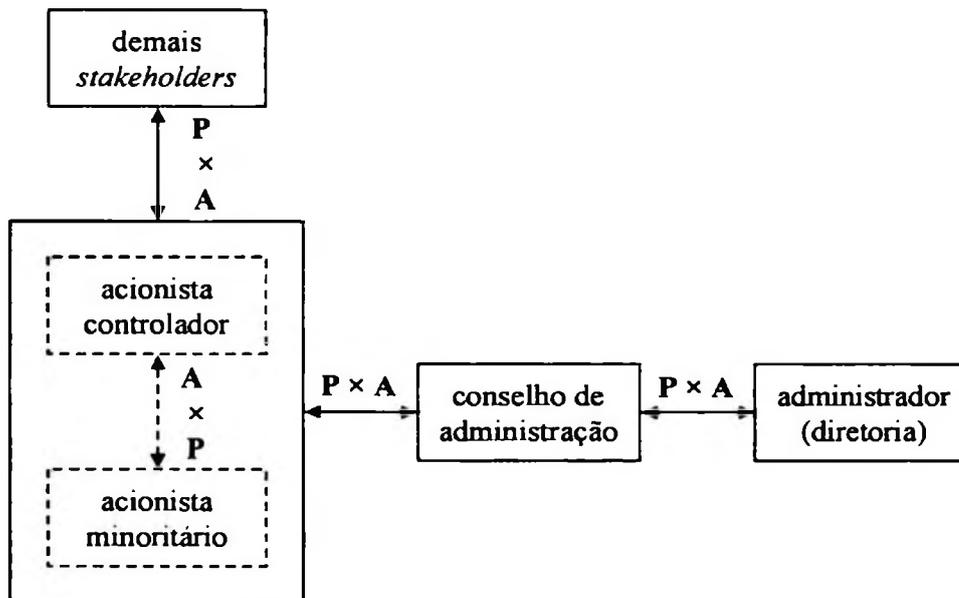


Figura 3.1: o complexo de relações de agência na firma. P significa principal e A significa agente. O acionista é principal em relação ao conselho e agente dos demais *stakeholders*. Dentro do grupo de acionistas, um subgrupo (controlador) pode assumir o papel de agente de todos os demais acionistas. A posição do conselho como agente não só dos acionistas mas também de outros *stakeholders* (como empregados e bancos) é discutida em III. 2.

Os acionistas assumem o papel de agentes de todo o grupo de *stakeholders*, detendo o poder sobre a gestão com o mandato de maximizar o valor de todos e tendo como incentivo o direito residual sobre os ganhos (*residual claim*), ou seja, o lucro, apurado depois que os demais *stakeholders* já foram compensados através de juros, salários etc. Para exercer esse mandato, os acionistas elegem o conselho e passam a ser eles próprios principais deste novo

agente. O conselho, entretanto, também não gere a firma, contratando administradores para fazê-lo. Uma nova relação de agência é criada, mas de forma impura, pois o administrador recebe seu mandato do conselho mas é remunerado com recursos do acionista. Esta relação impura é geradora de distorções com alguns sintomas comuns³²:

- alta remuneração do administrador, que é pago com recursos do acionista, não do conselho;
- desvalorização do conselho, com o diretor presidente relacionando-se diretamente com os acionistas, com ou sem acumular a função de presidente do conselho, o que enfraquece sua supervisão;
- dificuldade do acionista, como principal, para monitorar o conselho, quando o controle é pulverizado, adicionada à ineficácia do monitoramento quando o próprio conselho não está bem informado ou não tem controle efetivo sobre o administrador;
- conflito de interesse do conselho, pois seus membros ou não maximizam sua própria riqueza (são então principais com incentivo de agente) ou maximizam-na em um ambiente de forte assimetria de informação (quando o conselheiro é também acionista, mesmo que não controlador).

Este último sintoma pode levar o conselheiro, por exemplo, a não adotar providências drásticas quando percebe má performance do administrador, em função do impacto de curto prazo de suas ações. Isso tem levado alguns praticantes a prescrever remuneração fixa para o conselheiro e não remuneração em ações ou opções (Relatório Cadbury, item, 4.13), mas não é um consenso e outras recomendações são explicitamente mais flexíveis (Relatório Greenbury, item C6, Relatório Hampel, item 4.8) ou não tocam explicitamente no assunto (Código IBGC, item 2.14). Não é um tema resolvido, com prós e contras para ambas alternativas.

³² Por enquanto, está sendo assumida a firma caracterizada por Berle & Means (1932). O caso mais típico do Brasil será apresentado em seguida.

A literatura de origem norte-americana, corrente principal do estudo de governança, tende a focar este conjunto de relações (acionista → conselho → administrador). Contudo, quando o controle acionário se concentra, dois novos efeitos devem ser levados em consideração. Primeiro, com o surgimento da figura do controlador, uma nova relação de agência é criada (em tracejado na figura 3.1), onde o acionista controlador passa a ser agente do minoritário. Mesmo que por vezes não tenha conhecimento disso, ao adquirir as ações da firma o minoritário está concedendo ao controlador um mandato para representá-lo nas matérias de interesse da firma, como decisões de investimento (desinvestimento) e financiamento (aí incluídas política de endividamento, aumento de capital, dividendos etc.). O conflito natural é a possibilidade de expropriar o minoritário, em particular através da utilização de mecanismos de *tunneling*). Além disso, a mesma concentração acionária que cria a figura do controlador provoca uma mudança no balanço de forças de uma relação de agência preexistente, entre acionista (principal, e agora representado pelo controlador) e demais *stakeholders* (principais), novamente aumentando a possibilidade de expropriação.

Ao mesmo tempo, o controlador para a deter maior poder sobre o conselho e a administração, por vezes acumulando as três posições ou duas delas, fazendo com que esse(s) conflito(s) de agência passem para um segundo plano (nem por isso desprezível). Esta situação é mais típica do caso brasileiro onde a concentração, conforme será apresentado na seção VIII, é bastante elevada.

Pelas razões acima, esta seção está dividida em duas partes principais: no item III.1 é estudado o controle acionário e no item III.2 são estudadas as composições da diretoria e do conselho.

III.1. Controle acionário

Apresentada a importância do controle acionário para a governança, dois aspectos são relevantes em seu estudo: a concentração em si, isto é, o percentual dos votos concentrado

pelo controlador ou maior acionista e a disparidade controle-propriedade, que é a divergência entre o poder de voto e o comprometimento de capital. Quando há uma grande disparidade, o acionista controlador consegue exercer o controle com uma pequena parcela do capital da firma. Os principais mecanismos para a concentração do controle e construção da disparidade são o uso de classes diferentes de ações, de seqüência de participações no que se usa chamar de pirâmide, as participações cruzadas e o acordo de acionistas. Bebchuk *et al.* (1998) examinam e descrevem os três primeiros, analisando as conseqüências de seu uso. Concluem que esses arranjos são capazes de gerar conflitos de agência muito superiores (de outra ordem de magnitude) àqueles provenientes da simples concentração de participação acionária direta. Além da concentração em si, a própria natureza do controlador pode ter um impacto significativo. Dentro da série já mencionada de trabalhos caracterizando as estruturas de controle ao redor do mundo, La Porta *et al.* (2002a) tratam do efeito do controle de instituições financeiras por governos, com um conjunto de conclusões significativas³³:

“[...] pervasive around the world.”

“[...] particularly significant in countries with low levels of per capita income, underdeveloped financial systems, interventionist and inefficient governments, and poor protection of property rights.”

“[...] associated with slower subsequent financial development.”

“[...] associated with lower subsequent growth of per capita income, and in particular with lower growth of productivity [...]”

Assim, as conseqüências do controle nas mãos de determinado acionista (no caso, o governo) possuem causas e principalmente conseqüências que extrapolam em muito os limites da firma. Este aspecto fica mais nítido quando se contrasta este trabalho com Maug (1998), já citado. Uma visão geral dos trabalhos empíricos e teóricos sobre os principais mecanismos de controle corporativo pode ser encontrado em Becht *et al.* (2002), que analisam os prós e

³³ Op. cit., abstract.

contras da regulação forte sobre o mercado com o objetivo de proteger o acionista minoritário, propondo um conjunto de recomendações que se alinham com aquelas já mencionadas na seção II, particularmente quanto à formação do conselho.

Os principais mecanismos de concentração são apresentados a seguir, e algumas tentativas de quantificar a disparidade são mencionadas no item III.1.b.

III.1. a) Mecanismos de concentração acionária

Os mecanismos utilizados para introduzir a disparidade controle-propriedade são quatro: o uso de classes de ações com direitos diferenciados, o uso da estrutura de pirâmide, as participações cruzadas e o acordo de acionistas. Dado que tais mecanismos são já antigos e de uso bastante amplo, apresentamos de maneira bastante abreviada seu conceito nos itens a seguir.

(i) Espécies e classes de ações

A extensão de direitos diferentes para as ações de uma firma pode variar, de país a país, de acordo com as leis locais. As diferenças envolvem direito a voto, conversibilidade (por exemplo, entre ações ordinárias e preferenciais), direitos de preferência, remuneração mínima etc. Embora se utilize na literatura econômica, de maneira freqüente, a denominação “classes de ações” para genericamente fazer referência àquelas com ou sem direito a voto, a legislação brasileira faz distinção entre **espécie** de ação e **classe** de ação:

Classe de ação: “As ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são **ordinárias, preferenciais ou de fruição.**”³⁴ O que caracteriza a diferença entre ações ordinárias e as preferenciais são direitos ou vantagens que podem ser estendidos pelo estatuto social a estas últimas. “As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

³⁴ Lei 6.404/76, Art. 15.

- I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;
- II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou
- III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.”³⁵

Independente dos direitos ou vantagens estendidos às ações preferenciais dentro das categorias acima, há um conjunto mínimo para tais direitos ou vantagens que precisa ser atendido para que tais ações sejam admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários. Esse conjunto, alterado pela Lei 10.303/2001³⁶, tem sido objeto de controvérsia quanto à sua regulamentação, notadamente no que diz respeito a como seria estendido àquelas ações já emitidas sob a lei anterior e já negociadas no mercado. Como será visto a seguir, contudo, essa controvérsia não afeta o presente trabalho não apenas por causa das datas envolvidas (dados até 31/12/2000, antes da vigência da referida lei³⁷), mas também porque será adotada uma definição estilizada para o tratamento de ações ordinárias e preferenciais, conveniente ao estudo e às informações disponíveis.

Curiosamente, o principal atributo que se utiliza em estudos econômicos para diferenciar as ações ordinárias e preferenciais, o direito a voto, não é uma distinção obrigatória. Isso porque embora as ações ordinárias garantam a seus titulares o direito ao voto, não é verdade que as ações preferenciais necessariamente não o tenham, embora esta seja uma regra prática de alta aderência. A ausência do direito a voto, vista como uma contrapartida aos direitos ou vantagens estendidos à ação preferencial³⁸, é adotada com acentuada predominância, a ponto de ser conveniente e aceitável, do ponto de vista do estudo econômico, estabelecer uma identidade entre a espécie da ação e o direito a voto que ela confere. Acentuando esta argumentação, as ações preferenciais que mantêm direito a voto freqüentemente trazem restrições a esse direito, vinculando-o a atos específicos, distanciando

³⁵ Lei 6.404/76, Art. 17, incisos I a III, já com a redação dada pela Lei 10.303/2001.

³⁶ Lei 6.404/76, Art. 17, parágrafo 1º., já com a redação dada pela Lei 10.303/2001.

³⁷ Vigente após 120 dias da publicação, portanto após 31/12/2001.

³⁸ Não nos importa aqui uma discussão de causalidade: se é a ausência do direito a voto que demanda uma compensação ou se para dispor de alguns direitos especiais é justo abrir mão de outros.

tal direito do exercício das atividades cotidianas da empresa.

As ações de fruição são atribuídas a acionistas cujas ações foram amortizadas e não têm representatividade ou importância para o presente estudo, seja por não caracterizarem uma contribuição de capital (pois foram amortizadas), seja por não atribuírem direito de voto a seus titulares, seja por sua pouca representatividade.

As classes de ações, conforme o termo é utilizado pela lei, dizem respeito a uma subdivisão das espécies em função de direitos específicos que conferem a seus detentores. É o caso, por exemplo, de uma parcela específica das ações preferenciais que seja conversível em ações ordinárias, ou ainda de diferenças quanto a regras de reembolso ou distribuição de dividendos. Em particular, o processo de privatização deu origem à chamada ação preferencial de classe especial que, conforme a lei, é uma ação “de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar.”³⁹ Tais poderes normalmente dizem respeito a restrições específicas de manutenção do objeto social e ao poder de forçar ou impedir certos atos conforme o interesse da sociedade sobre o objeto da atividade da empresa desestatizada. Os motivos para não se considerar esta espécie de ação em um estudo agregado são semelhantes, embora não idênticos, àqueles que justificam desconsiderar as ações de fruição. Isso porque as ações de classe especial normalmente representam uma parcela desprezível do capital da empresa ou dos direitos sobre seu fluxo de caixa, e os direitos especiais que confere ao poder desestatizante dizem mais respeito à continuidade das atividades consideradas normais para a firma do que o contrário.

O resumo apresentado até aqui indica a necessidade de se adotar uma definição operacional, estilizada das classes⁴⁰ de ações, em função dos seguintes motivos:

³⁹ Lei 6.404/76, Art. 17, parágrafo 7º., já com a redação dada pela Lei 10.303/2001.

⁴⁰ Estamos aqui adotando a linguagem usual, utilizando o termo **classe** para identificar qualquer tipo de ação,

- a legislação permite que a combinação de espécies e classes de ações origine uma variedade inconvenientemente grande de ações, prejudicando a comparação;
- essa variedade, particularmente no que diz respeito às classes de ações, pode e freqüentemente é particular à instituição, o que poderia levar a desprezar instituições importantes durante a análise;
- diferenças específicas entre as ações, como o direito a veto para certos atos societários visando à preservação das atividades, ou ainda direitos específicos de remuneração mínima, são importantes para os acionistas individuais, mas de pouca relevância para o estudo agregado da relação entre a distribuição de poder de voto nas operações correntes e a distribuição da propriedade do capital.

A definição operacional usual é a de apenas dois tipos ou espécies de ações: ação ordinária, com direito a voto, e ação preferencial, sem direito a voto, sem considerar outras espécies (como ações de fruição) ou mesmo classes específicas de ações preferenciais. Tal simplificação, embora em um caso geral não deva provocar maiores transtornos, superestima o poder dos acionistas ordinários em duas situações:

- Ações preferenciais conversíveis em ordinárias ou ainda títulos de dívida conversíveis em ações ordinárias⁴¹. A possibilidade de conversão de tais títulos, particularmente quando a conversão pode ocorrer a qualquer momento ou no caso de má performance ou ainda no caso de restrições a certos atos da administração, faz com que seus detentores disponham de poder mesmo antes de formalmente dispor de direito a voto.
- Ações de classe especial, originárias dos processos de desestatização. Os poderes atribuídos a tais ações, particularmente o veto sobre certos atos societários levam seus detentores a possuir um poder desproporcional à participação de capital que possuem.

sem a distinção legal entre espécie e classe.

⁴¹ Usualmente chamados de *mezzanine financing*, [Copeland & Weston (1992: 662)] em alusão figurada à posição intermediária que ocupam nas obrigações da firma, acima das ações ordinárias (piso térreo) e abaixo dos títulos de dívida (primeiro andar).

Nos dois casos acima essas ações tendem a ser detidas por acionistas que não são controladores e/ou não fazem parte de um grupo controlador. Assim, desconsiderá-las significa, na prática, superestimar o poder do acionista controlador por desconsiderar restrições a ele impostas. Esse é um desvio com o qual os estudos em geral convivem e que também será admitido na definição operacional aqui utilizada, embora reconhecendo sua existência.

Definidas as duas espécies de ações suponhamos que a firma tenha uma parcela α do seu capital acionário na forma de ações preferenciais, sendo portanto $1 - \alpha$ a parcela na forma de ações ordinárias. Para deter o controle absoluto, o acionista controlador precisa de 50% mais uma ação ordinária. Para uma empresa com muitas ações no mercado, o valor desta última ação, em termos de percentual do capital acionário, é desprezível. Então, sendo CA o capital acionário da firma e C o capital do controlador, temos:

$$C \geq CA \times (1 - \alpha) \times 50\% \Rightarrow \frac{C}{CA} \geq \frac{1 - \alpha}{2} \quad (3.1)$$

Quanto mais próximo de 1 se torna α , ou seja, quanto mais próxima da totalidade das ações é representada pelas preferenciais, menor o capital necessário para se controlar a empresa e maior a disparidade controle-propriedade. De acordo com a Lei 6.404/76, as ações podiam representar até $2/3$ do capital acionário, valor que foi reduzido para $1/2$ com a Lei 10.303/2001, embora com uma regra de ajuste para as empresas que já possuíam no mercado um percentual superior a 50% em ações preferenciais. Com tais percentuais, os valores mínimos para a relação C/CA são:

$$\begin{aligned} \alpha = \frac{2}{3} &\Rightarrow \frac{C}{CA} = \left(1 - \frac{2}{3}\right) \times \frac{1}{2} = \frac{1}{6} \approx 16,7\% \\ \alpha = \frac{1}{2} &\Rightarrow \frac{C}{CA} = \left(1 - \frac{1}{2}\right) \times \frac{1}{2} = \frac{1}{4} = 25\% \end{aligned} \quad (3.2)$$

Considerando dados de 325 empresas listadas na CVM. data-base 31/12/1997, Valadares (1998: 15-16) aponta a grande concentração acionária no Brasil. Segundo seu estudo, 62,5% das empresas possuem um acionista controlador (participação direta) e “82% do capital votante das empresas está nas mãos dos cinco maiores acionistas”. Tomando 225 empresas listadas na CVM e considerando participação direta e indireta, Silva (2002: 89) concluiu que 90% delas possuía um acionista controlando mais que 50% dos votos, sendo que nessas empresas o maior acionista detinha em média 66% dos votos e o três maiores 82%.

(ii) Pirâmide

A estrutura de pirâmide se caracteriza pela existência da figura do **controlador do controlador**, refletindo a presença de dois ou mais níveis de controle:

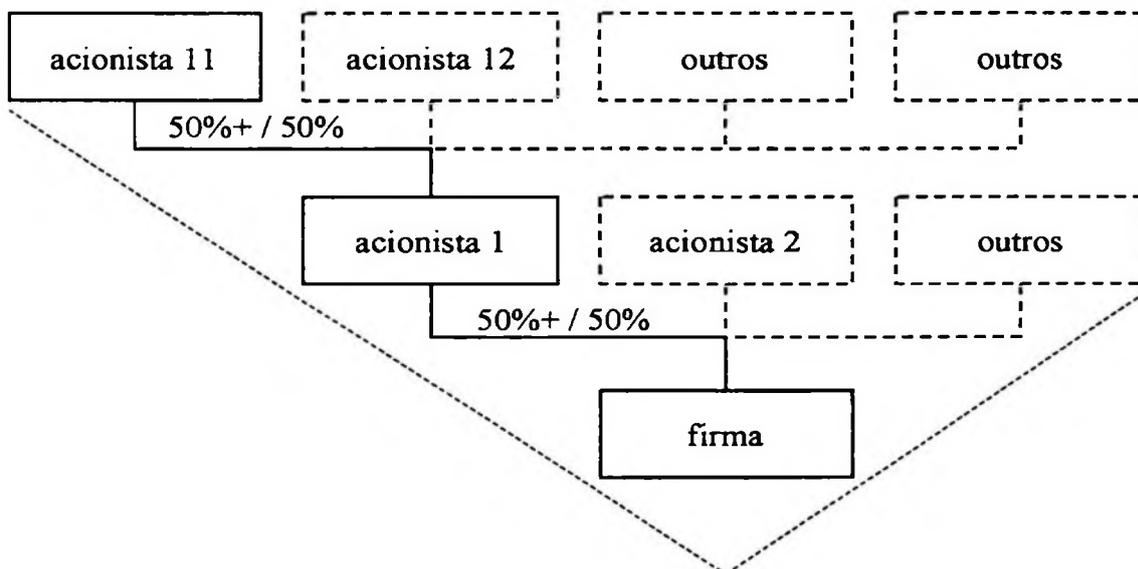


Figura 3.2: estrutura de controle em forma de pirâmide. O nome é atribuído em analogia ao aspecto de uma pirâmide invertida. Os dois percentuais significam, respectivamente, capital votante e capital total. 50%+ significa 50% mais uma ação, cujo valor monetário pode ser desprezível.

Dado que a cada nível da estrutura o controle pode ser exercido com 50% do capital mais uma ação, o acúmulo de níveis promove um decaimento geométrico no capital necessário para que se mantenha o controle. Sendo n o número de níveis e desprezando-se o valor financeiro da ação individual (ou seja: 50% mais uma ação \approx 50%), tem-se:

$$\begin{aligned}
 n = 2 &\Rightarrow \frac{C_n}{CA} = \frac{1}{2} \times \frac{1}{2} = 25\% \\
 n = 3 &\Rightarrow \frac{C_n}{CA} = \frac{1}{2} \times \frac{1}{2} \times \frac{1}{2} = 12,5\% \\
 &\dots
 \end{aligned}
 \tag{3.3}$$

onde C_n representa o capital mínimo necessário ao controlador no n -ésimo nível.

Segundo La Porta *et al.* (1999a), este mecanismo de concentração de capital é mais utilizado que o de classes diferentes de ações:

“The controlling shareholders typically have the power over the firms significantly in excess of their cash flow rights, primarily through the use of pyramids and participation in management.”

Além das restrições legais ao uso de classes diferenciadas de ações, que variam de país a país, em alguns mercados como o norte-americano o uso/aceitação de ações preferenciais é bastante reduzido, a ponto de o termo *equity* usualmente não incluir ações preferenciais.

Segundo Valadares (1998: 34), no caso brasileiro a situação se inverte:

“A grande utilização de emissão de ações sem direito a voto permite um distanciamento da regra uma ação – um voto. Apesar da freqüente presença de pirâmide na estrutura de propriedade, o seu objetivo principal não parece ser a manutenção do controle com um menor custo.”

Essa afirmação será novamente abordada a partir dos dados empíricos do presente estudo, em VIII.1.c.iv.

Combinando-se o uso de ações ordinárias/preferenciais com a estrutura de pirâmide, o resultado é potencialmente muito elevado. Considerando-se uma parcela máxima de 50% de ações preferenciais ($\alpha \leq 1/2$, conforme Lei 10.303/2001) e uma pirâmide com n níveis, tem-se:

$$\frac{C_n}{CA} = \left(\frac{1-\alpha}{2}\right)^n$$

$$n=2, \alpha = \frac{1}{2} \Rightarrow \frac{C_n}{CA} = \left(\frac{1-1/2}{2}\right)^2 = 6,25\% \quad (3.4)$$

$$n=3, \alpha = \frac{1}{2} \Rightarrow \frac{C_n}{CA} = \left(\frac{1-1/2}{2}\right)^3 = 1,56\%$$

Considerando que as empresas brasileiras ainda têm sua base de capital estabelecida antes da vigência da Lei 10.303/2003, quando as ações preferenciais podiam representar até 2/3 do capital, o efeito potencial é ainda mais acentuado: $n=2 \Rightarrow 2,78\%$ e $n=3 \Rightarrow 0,46\%$. Tal concentração, contudo, não se verifica em termos práticos⁴², até porque a intenção explícita de levar ao mínimo legal o comprometimento de capital do controlador tornaria muito difícil encontrar compradores para as ações ordinárias minoritárias e as ações preferenciais não só da empresa operacional mas das diversas empresas de participação que comporiam a pirâmide.

(iii) Participações cruzadas

O uso de participações cruzadas possui um efeito semelhante ao da pirâmide, adicionado à presença de mais de uma empresa operacional controlada. A troca de participações entre as empresas controladas substitui, ao menos parcialmente, os níveis de pirâmide.

Bebchuk *et al.*⁴³ propõem uma fórmula para quantificar a presença da CMS através de participações cruzadas. Para tanto, partem da seguinte estrutura de controle:

⁴² Conforme será demonstrado na parte empírica deste trabalho.

⁴³ Op. cit., pág. 8.

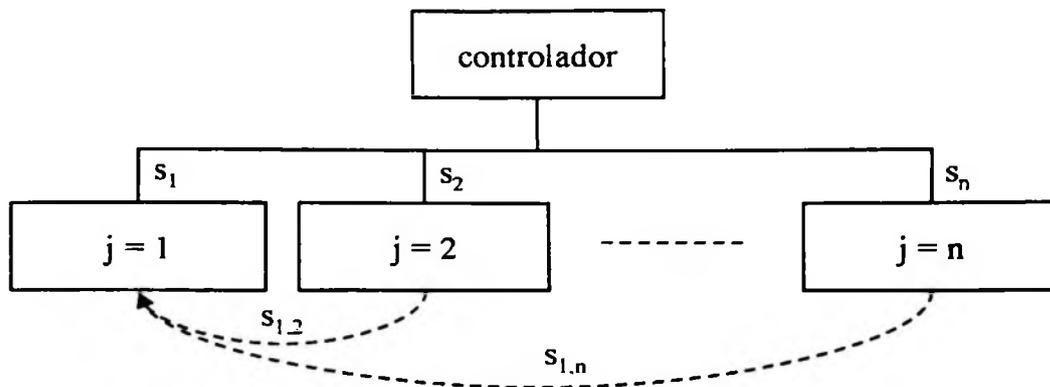


Figura 3.3: estrutura com participações cruzadas. As empresas 1,...,n assumem simultaneamente o papel de controlada operacional e de holding das empresas-irmãs.

Um acionista controlador possui participação em n empresas. Essas empresas, por sua vez,, por sua vez, possuem participações umas nas outras. Sejam:

s_i = participação do controlador no capital da empresa i , considerando que todas as ações têm direito a voto;

$s_{i,j}$ = participação da empresa j no capital da empresa i .

Sem o recurso a pirâmides ou ao uso de ações, o controle absoluto é obtido com:

$$s_i + \sum_{j=1}^n s_{i,j} > \frac{1}{2}. \quad (3.5)$$

Assim, quanto maior a soma das participações das outras empresas na empresa i , menor o capital necessário ao controlador através de s_i . Embora o resultado seja intuitivo, há duas ressalvas a fazer. Em primeiro lugar, ao somar diretamente as participações $s_{i,j}$ os autores estão assumindo, implicitamente, que o controlador possui controle absoluto sobre aquelas empresas. É um mecanismo circular: dadas duas empresas i e j , com $i \neq j$, então o controle em i obtido com a participação através de j permite que o acionista defina os votos de i nas assembleias de j como se tivesse 100% de i . Controlando 100% dos votos de i em j , pode considerar $s_{j,i}$ (a participação de i em j) integralmente. Se isso for suficiente para que tenha o controle absoluto de j , então poderá controlar os votos de j em i , como se tivesse 100% de j , considerando portanto $s_{i,j}$ (a participação de j em i) integralmente.

Em segundo lugar, a obtenção do controle dessa forma pressupõe um mecanismo de natureza dinâmica, em que a partir de um momento inicial o controlador possui controle sobre a administração de i ou j para que possa determinar os votos de uma firma na outra. Isso porque a relação apresentada por Bebchuk *et al.* não garante unicidade, o que pode ser visto através de um exemplo prático. Suponhamos que para um grupo de n empresas valha a relação

$$\sum_{j=1}^n s_{i,j} \geq \frac{1}{2}, \forall i. \quad (3.6)$$

Essa relação não fere nenhum pressuposto de Bebchuk *et al.* e permite que o controlador exerça seu poder com qualquer $s_i > 0$, para $i = 1 \dots n$. Assim, uma participação muito pequena permitiria atender à condição de controle. Contudo, não impede que um outro acionista com $s'_i > 0$, para $i = 1 \dots n$ também seja candidato a controlador, não havendo sequer a condição $s'_i > s_i$, desde que possua $s'_i > 0$ e tenha podido de alguma forma escolher ou influenciar a escolha dos administradores de j . Tudo se resume em saber qual deles possuía o controle na situação inicial, dando início a um processo auto-alimentado de escolha adequada dos administradores de cada firma.

Tais restrições evidenciam, acima de tudo, a dificuldade prática de se medir a influência dos mecanismos de participação cruzada, mesmo em uma situação de transparência, isto é, mesmo em uma situação em que todas as participações estejam claramente identificadas ao pesquisador.

(iv) Acordo de acionistas⁴⁴

O acordo de acionistas, embora possa mudar significativamente a concentração efetiva do controle, é pouco explorado na literatura econômica. Citando Luigi Farenga, Sztajn (2002:

⁴⁴ Todo este item está baseado em Sztajn (2002).

275) aponta a heterogeneidade dos acordos como um motivo aparente dessa pouca atenção.

Essa heterogeneidade ocorre não apenas de um país a outro, dado que o tratamento legal varia significativamente e de forma a alterar não apenas a forma mas o próprio efeito do acordo, mas também devido ao escopo e conteúdo de cada acordo individual. Contudo, desconsiderá-lo significa desprezar informação importante à compreensão de como se estabelece o controle acionário e portanto a própria governança da firma. Assim, por difícil e pouco generalizável que seja a análise, por limitadas que sejam as comparações internacionais e por criticáveis que sejam as simplificações necessárias à consideração do acordo de acionistas no estudo de governança corporativa, ele não pode ser simplesmente desprezado. Como será visto na seção VIII, o acordo é capaz de alterar profundamente a visão sobre quão concentrado é o controle acionário no Brasil.

Até a Lei 6.404/76, o acordo de acionistas era, segundo as palavras de Sztajn, considerado “[...] estranho ao negócio societário.”⁴⁵ Disciplinado pelo art. 118 da Lei 6.404/76, foi classificado em dois tipos: acordo estabelecendo direito de preferência na compra de ações e acordo estabelecendo voto em conjunto. Embora o primeiro possa, em determinadas situações, afetar a governança da firma pelo simples potencial de exercício do direito de preferência, evidentemente o segundo ocupa uma posição central na análise. Quando dois ou mais acionistas se unem sob um acordo, o voto conjunto possui a força da soma dos votos dos participantes desse acordo, o que pode definir a diferença entre uma empresa com o controle pulverizado (ao menos para os padrões brasileiros) e uma empresa com claro controle absoluto (isto é, mais que 50% dos votos).

Em sua redação original e em conjunto com os arts. 115 e 117 da referida lei o acordo de acionistas, embora devidamente reconhecido e regulado, era limitado. O art. 115 dizia que o voto deveria ser exercido no interesse da companhia, suprimindo-o quando havia conflito de interesses e permitindo sua anulação (do voto). Enquanto isso, o art. 117 estabelecia limites ao

⁴⁵ Op. cit., pg. 275.

voto considerado abusivo, dispondo que “[...] deve ser exercido pelo titular em benefício de terceiros, no caso a companhia.”⁴⁶ Em outras palavras, o acordo só era realmente válido enquanto houvesse um relacionamento harmônico entre os participantes, sendo muitas as possibilidades de se contestá-lo quando conveniente para ao menos uma das partes envolvidas. Esta ressalva torna particularmente difícil caracterizar de maneira precisa o acordo, particularmente em dados anteriores à vigência da Lei 10.303/2001 (é o caso da amostra analisada neste trabalho).

A Lei 10.303/2001, na tentativa do legislador de fortalecer o acordo de acionistas, introduziu um parágrafo 8º. no artigo 118, estabelecendo que “[...] o presidente da reunião – assembléia ou conselho – não deve computar o voto que seja declarado em violação do acordo de acionistas devidamente arquivado.”⁴⁷ Este artigo deveria atribuir ao acordo uma força inquestionável. Porém, a mesma lei contradiz esse parágrafo: “O art. 154 impõe ao administrador o dever de exercer suas atribuições para lograr os interesses da companhia.”⁴⁸ Naturalmente, a contraposição dessas duas disposições pode gerar controvérsias potencialmente intermináveis.

Ainda assim, as modificações na lei a partir de 2001 tornaram mais forte o acordo e mais efetiva a concentração do poder acionário que promove. Segundo Sztajn, tais modificações “[...] contrariam o que se convencionou denominar boas práticas da governança corporativa [...]”.⁴⁹

III.1. b) Caracterização da concentração do controle e da disparidade controle-propriedade

Seja através do uso de diferentes classes de ações ou do mecanismo de pirâmide, o

⁴⁶ Op. cit., pg. 285.

⁴⁷ Op. cit., pg. 288.

⁴⁸ Op. cit., pg. 288.

⁴⁹ Op. cit., pg. 289.

efeito buscado é sempre o mesmo: a possibilidade de deter um poder de voto mais que proporcional à parcela de propriedade do capital. Uma forma usual de caracterizar esse poder, ou disparidade, é construir um índice de concentração⁵⁰:

$$CONC = \frac{\text{controle}}{\text{propriedade}} = \frac{\text{parcela detida do capital votante}}{\text{parcela detida do capital total}}, \quad (3.7)$$

Quando a disparidade é obtida apenas com a utilização de espécies diferentes de ações, o cálculo é simples, pois o numerador é dado pela parcela detida das ações com direito a voto e o denominador é dado pela participação acionária total. Se, entretanto, é também utilizado o mecanismo de pirâmide, essa relação é menos evidente. O cálculo utilizado por Valadares consiste em multiplicar as parcelas detidas pelo acionista ao longo da seqüência de pirâmides, de forma a obter as frações finais de capital votante e capital total. Tomemos o exemplo a seguir:

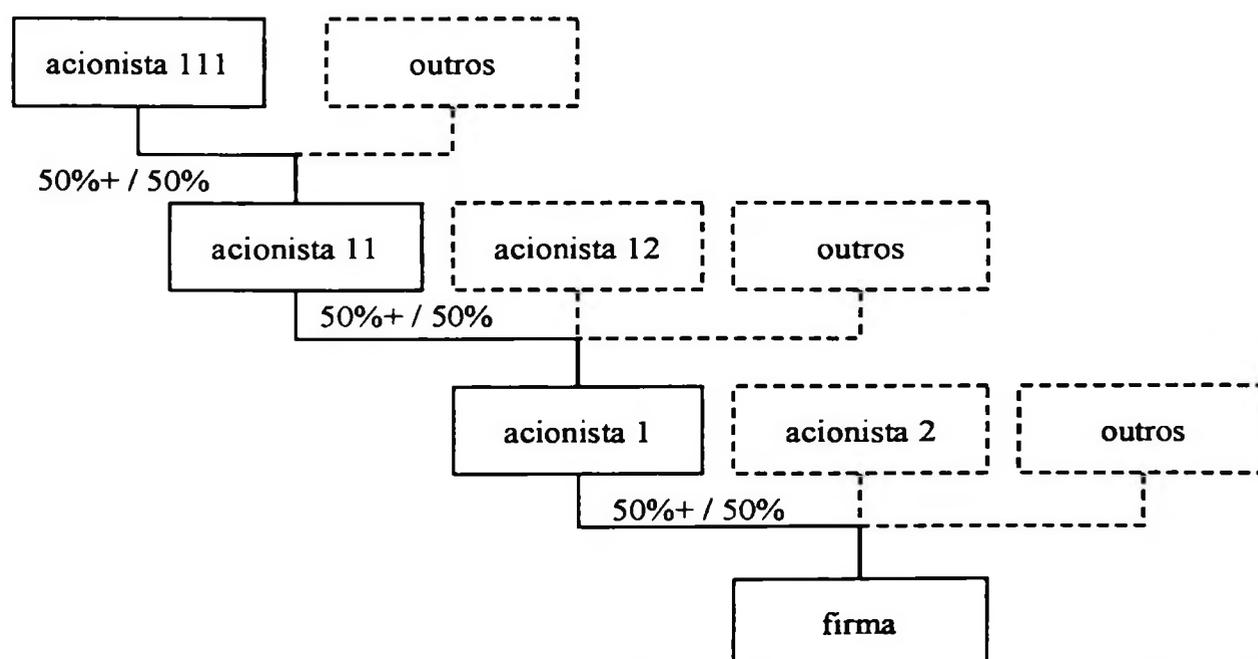


Figura 3.4: concentração do controle acionário através do uso de pirâmide em três níveis. 50%+ significa 50% mais uma ação, cujo valor monetário pode ser desprezível.

⁵⁰ Este índice será posteriormente (segunda parte do trabalho) denominado C3. Por ora, entretanto, a adoção de outro nome é intencional, para diferenciar o escopo da discussão: esta mais genérica, aquela mais voltada à execução de uma aplicação específica.

Na figura acima o controlador faz uso apenas do mecanismo de pirâmide para controlar as ações da firma. De acordo com o cálculo utilizado por Valadares, possui $50\% \times 50\% \times 50\% = 12,5\%$ do capital votante mas tem o controle. Possui ainda 12,5% do capital total. Sua medida possui o mérito de indicar o nível de concentração do poder de uma maneira comparável entre as várias firmas, pois uma firma em que o controle é obtido com 12,5% do capital total é mais concentrada do que uma em que esse controle é obtido, por exemplo, com 25% do capital total. Este cálculo será chamado aqui de **controle composto**, porque compõe, através do produto dos percentuais, os vários níveis de pirâmide.

Essa medida, contudo, não parece totalmente satisfatória, porque não permite distinguir entre as situações ilustradas na figura a seguir:

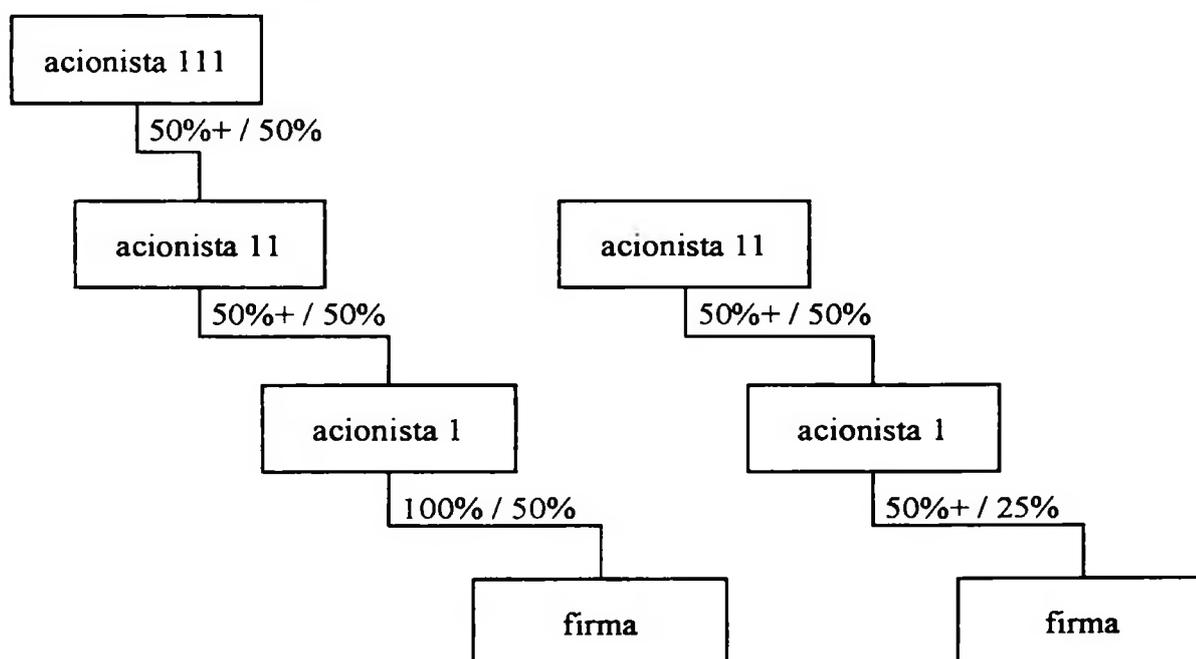


Figura 3.5: duas formas alternativas de utilização do mecanismo de pirâmide.

Nos dois casos o controle é obtido com 25% do capital votante e 12,5% do capital total. No caso da esquerda, contudo, o controlador domina 100% do capital votante, enquanto que no da direita apenas 50% mais uma ação. Essa diferença possui implicações importantes. Em primeiro lugar, na firma da direita qualquer aumento de capital deverá ser feito apenas em ações preferenciais ou então o controlador precisará aportar capital se desejar manter o

controle absoluto. Já no caso da esquerda, detendo 100% do capital votante, o controlador dispõe de muito mais flexibilidade para recorrer ao mercado acionário. É possível supor que essa diferença de flexibilidade possa induzir comportamentos diferentes para os controladores, com diferentes conseqüências para o desempenho das empresas. Uma possível implicação seria a perda de oportunidades de investimento pela empresa da direita, com impacto negativo sobre seu desempenho.

Uma segunda diferença entre as situações ilustradas acima está no fato de que na empresa da direita os minoritários podem vir a controlar uma parcela significativa dos votos, com implicações sobre a composição do conselho e da diretoria e, conseqüentemente, sobre sua administração e seu desempenho. Já na empresa da esquerda o controlador está sozinho, exceto pela proteção que a lei ou as forças de mercado venham a estender aos acionistas não votantes. Mais uma vez é possível supor que tais diferenças induzam diferentes práticas gerenciais nas empresas e, por conseqüência, diferentes desempenhos econômicos, além de influenciar as oportunidades e incentivos à expropriação por parte do controlador.

As duas diferenças descritas acima, contudo, não são captadas pelo controle composto. Para contornar essa dificuldade, apresenta-se em VIII.1.a uma alternativa metodológica específica para este caso, seguida do tratamento do acordo de acionistas.

III.2. Composição de diretoria e conselho

A discussão sobre o conselho de administração (*board of directors*) por vezes se superpõe à discussão do grupo de administradores (diretores executivos, *management*). Quando se fala, por exemplo, do salário excessivo do diretor-presidente (*CEO*), a função do conselho é fundamental, porque cabe ao conselho nomear, avaliar e decidir pela remuneração do *CEO*. Contudo, a figura central não se confunde com o conselho.⁵¹ Do ponto de vista da

⁵¹ Quando uma mesma pessoa ocupa as posições de *chairman* e de *CEO*, nem por isso os cargos se confundem, embora haja distorções de incentivos em seu desempenho.

governança corporativa, o que interessa, em última instância, é a relação entre os extremos da cadeia: o acionista precisa de alguém que administre a firma em seu nome, e essa cadeia envolve tanto o conselho quanto a diretoria executiva. Segue daí que, embora seja fundamental a distinção das funções, a discussão dos dois órgãos em conjunto é inevitável. Assim, é comum encontrarem-se trabalhos que relacionam diretamente o controle acionário com a administração, como Holderness and Sheehan (1998), que mostram que os administradores que controlam as empresas sofrem menores restrições de atuação do que administradores de empresas com controle difuso. Embora essa menor restrição signifique a possibilidade de expropriação, os autores indicam que a concentração do controle não parece desvalorizar as ações. Adicionalmente, indicam que essas empresas tendem a apresentar um endividamento mais baixo, fazendo com que um menor monitoramento dos credores se some ao maior controle sobre o *board*, acentuando a liberdade de ação dos administradores-controladores. Por um conjunto de indicadores, tais como o preço pago aos minoritários quando da venda do bloco de controle, reestruturações e liquidações, que se mostram similares aos de empresas com controle difuso, os autores sugerem que predomina o efeito da proteção legal, que ganharia então especial importância na relação majoritário/minoritário.

Outro ponto específico de atenção, ainda no tratamento específico dos administradores e não do *board*, diz respeito à remuneração dos executivos, um tema constante na literatura. Baker & Hall (1999) discutem os incentivos dos executivos-chefes em empresas grandes e pequenas, comparando suas remunerações e mostrando que, embora o valor total da remuneração do executivo aumente significativamente com o tamanho da firma, seu incentivo em relação à criação de valor decresce ligeiramente. Mesmo que não se considerem fatores não monetários como prestígio e poder, a própria forma de remuneração representa um incentivo à busca de crescimento, mesmo que não criador de valor. A análise aprofundada dessa linha de pesquisa foge ao escopo do presente trabalho, sendo este apenas um exemplo de aplicação ao tema. Boa parte da literatura a esse respeito trata especificamente do incentivo

relacionado ao uso de opções de compra como forma de remuneração.

Com relação ao conselho especificamente, os trabalhos tendem a considerar sua composição, tendo particular importância a representação de grupos específicos, particularmente empregados, acionistas minoritários e eventualmente credores. Outro ponto central é a independência, medida a partir de três categorias de conselheiros⁵²:

- *Inside director* (interno): membro do *board* que é também executivo da firma.
- *Affiliated director* (externo): membro do *board* que, embora não seja executivo da firma, é parente de algum executivo ou possui relações de negócios com a firma.
- *Independent director* (independente): membro que não se enquadra nas definições acima.

Kroszner and Straham (2001) discutem a presença de representantes de bancos no *board*, mais característico de empresas alemãs do que das empresas norte-americanas analisadas. Embora o maior nível de proteção ao acionista nos EUA em comparação com a Alemanha faça diminuir o papel potencial da presença dos bancos no conselho, o exame ao nível individual da firma revela uma associação contrária quando se trata da necessidade de sua presença:

“[...] *bankers tend to be on the boards of large and stable firms with high tangible capital ratios and low reliance of short-term debt financing. [...] Bankers thus are generally less likely to be on the boards of firms that could benefit most from active bank monitoring.*”⁵³

Outra presença relevante no conselho é a dos empregados. Gorton & Schmid (2000) tratam da presença obrigatória dos empregados nos conselhos das empresas alemãs e suas conseqüências. O sistema alemão de co-determinação tem um significado importante, principalmente quando contrastado com o Brasil. Na forma definida na legislação brasileira⁵⁴ e nos manuais de governança já mencionados, o conselho de administração representa os

⁵² Bhagat & Black (2000); Código IBGC (2001), itens 2.06 e 2.16.

⁵³ Kroszner & Straham (2001: Conclusions).

⁵⁴ Lei 6.404/76, artigos 140 a 142, inclusive alterações introduzidas pela Lei 10.303/2003.

acionistas e é por eles eleito. Uma representação dos empregados poderá ser prevista no estatuto social (parágrafo único do art. 140), mas mesmo assim não é uma obrigação legal e o estatuto é, em última instância, aprovado pelos acionistas. A única proteção prevista em lei no Brasil diz respeito aos acionistas minoritários (art. 140, parágrafos 4º. ao 8º.). Certas provisões, como

“Art. 142. Compete ao conselho de administração:

I – fixar a orientação geral dos negócios da companhia;”⁵⁵

podem suscitar a interpretação de que o conselho presta contas a todos os *stakeholders* ou ao menos a um grupo mais amplo do que o dos acionistas. Esta é uma interpretação errônea para o caso brasileiro (vide novamente figura 3.1): no caso brasileiro os acionistas é que atuam como agentes dos demais *stakeholders* e a relação entre estes e o conselho é indireta. A maximização do valor para o conjunto dos *stakeholders* pode ser considerada como um caminho (talvez o melhor) para a maximização do valor para os acionistas, que elegeram o conselho. Além disso, ao considerá-los em conjunto o conselho, como preposto dos acionistas, permite que estes (principais para o conselho mas agentes para os demais *stakeholders*) cumpram seu mandato como agentes. A relação se dá, portanto, através de incentivos econômicos e não de obrigação legal.

A mera recomendação para que os conselheiros atendam a uma gama de interesses mais ampla do que a daqueles que efetivamente os empregam, esteja ela no corpo da lei ou em um manual de melhores práticas, tem chance de sucesso no mínimo questionável. No caso alemão, a representação de outros *stakeholders* (no caso, os empregados) é uma obrigação legal. O trabalho de Gorton & Schmid, como de resto toda a discussão sobre qual o melhor sistema de governança, é inconclusiva. Entendem, por seus resultados, que o valor para o acionista decresce com o aumento do poder dos empregados através da participação no conselho e concluem, embora sem utilizar o termo, que esta é uma escolha política:

⁵⁵ Lei 6.404/76.

“[...] *the return on equity decreases. Employees influence decisions such that the firm's systematic risk increases because of employees resisting restructuring efforts by shareholders. [...] None of this is to say whether codetermination is socially optimal or not.*”

Essa conclusão remete à introdução do presente trabalho, em que se recusou a missão de dizer se a maximização do desempenho da firma seria o objetivo ou apenas uma forma de se avaliar o custo, em termos de eficiência econômica, da política mais desejável.

Hermalin & Weisbach (2003), em revisão específica para os trabalhos a respeito de *boards*, concluíram que a composição do *board* não está associada ao desempenho, mas o tamanho está, e de forma negativa. Concluíram ainda que a composição do *board* e seu tamanho parecem estar associados à qualidade de decisões relativas à mudança do *CEO*, aquisições, *poison pills*⁵⁶ e remuneração dos executivos.

Com relação à própria pesquisa sobre *boards*, notam que a maioria dos trabalhos parte do pressuposto de que a efetividade dos conselheiros (*directors*) é uma função de sua independência em relação aos diretores executivos (*management*). Dado que, segundo eles, o tamanho e a composição dos *boards* estão presumivelmente correlacionados com sua independência, isso poderia sugerir que a independência de fato influenciaria a performance. Contudo, ressaltam que os resultados acumulados não permitem conclusões prescritivas. Uma última ressalva dos autores endossa a observação feita no início desta seção III a respeito do caráter impuro da relação de agência entre o conselho e a diretoria executiva: notam que, ao contrário dos modelos usuais para as relações de agência, neste caso o agente (diretoria executiva, em especial o *CEO*) tem influência sobre quem é o principal, isto é tem influência sobre a própria composição do conselho. Além disso, a renovação do conselho com o tempo

⁵⁶ A *poison pill* é uma defesa contra a aquisição hostil do controle acionário (situação que, por motivos óbvios, é pouco relevante no Brasil). Consiste na criação de títulos (*securities*) que, na ocorrência de um evento específico como a mudança de controle, proporcionam direitos especiais a seus detentores de forma a tornar desinteressante a aquisição [Weston *et al.* (1998: 489)].

provoca uma evolução temporal nas preferências do principal, também alterando as condições em que se estabelece a relação de agência.

Resultados como estes indicam a pertinência de se tomar a estrutura gerencial em paralelo com a estrutura de controle na explicação de desempenho econômico da firma.

IV. GOVERNANÇA CORPORATIVA E O DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA

Na seção anterior, ao serem apresentados os temas básicos de discussão sobre a estrutura de governança, já foi notado o freqüente interesse dos trabalhos na relação entre essa estrutura e o desempenho econômico da firma. Nesta seção alguns trabalhos mais úteis ao presente estudo – embora com diferenças fundamentais de abordagem – serão vistos mais detidamente.

A literatura sobre a relação entre governança corporativa e a performance econômica da firma é dominada por medidas de desempenho da ação e retorno para o acionista, dentro do pressuposto de que a percepção do mercado acionário é a melhor avaliação disponível para o desempenho econômico da firma. Em que pese o fato de essas pesquisas serem freqüentemente desenvolvidas no mercado norte-americano, supostamente de maior eficiência que o brasileiro, é importante ressaltar que o preço das ações reflete expectativas. Se há uma expectativa favorável disseminada entre os participantes do mercado a respeito de certas práticas de governança corporativa, então a performance das ações seria ao menos parcialmente alimentada por essas expectativas, em um processo auto-alimentado: uma expectativa favorável eleva o preço da ação, que então apresenta um retorno superior, o que sanciona a expectativa favorável. Naturalmente, com o passar do tempo a empresa pode confirmar ou não o acerto da expectativa, mas todo esse processo depende da eficiência do mercado. A preocupação sobre quão eficiente o mercado é ultrapassa em muito os limites do estudo de governança e não será tratada aqui. Contudo, tem sido suficientemente forte para motivar alguns trabalhos que utilizam outras informações, senão substituindo o valor da ação ao menos adicionando-se àquele indicador.

Os estudos apresentados a seguir estão entre os poucos que enfatizam o uso de outras medidas de performance, senão em substituição ao menos em conjunto com o retorno de

ações. Eles enfocam três temas de interesse para este trabalho. O primeiro, Bhagat & Black (2000), enfoca a influência da composição do *board of directors* sobre o desempenho econômico da firma. O segundo, Joh (2003), considera os efeitos da composição acionária sobre o desempenho, enfocando especificamente a concentração da estrutura de controle. O estudo destes dois primeiros temas mostra que pressupostos usuais de boa governança corporativa podem trazer armadilhas. Medidas que atendem ao senso comum ainda carecem de verificação empírica, o que justifica o presente trabalho. O terceiro tema trata da natureza dos principais acionistas. Khanna & Palepu (1999) enfocam a presença, no controle acionário de empresas e grupos indianos, de tipos diferentes de investidores. Mostram que a presença de investidores institucionais estrangeiros está associada a um desempenho econômico superior ao associado a investidores institucionais e/ou ao controle familiar. Contrapondo-se a esse resultado, entretanto, Anderson & Reeb (2003) mostram que entre as empresas componentes do índice S&P 500 a presença de grupos e administração familiares é maior do que normalmente se supõe e está associada a um desempenho superior. Dadas as diferenças entre o ambiente institucional indiano e as maiores empresas norte-americanas, os dois resultados não são necessariamente contraditórios e podem sugerir a convivência de mecanismos diferentes cuja importância relativa seja influenciada pela situação específica em que a firma está inserida.

IV.1. A independência dos boards

Bhagat & Black (2000) estudaram a relação entre a independência dos *boards* e a performance econômica de empresas americanas com resultados que permitem, senão contestar, ao menos questionar certos princípios tidos como fundamentais à boa governança corporativa. Sua principal conclusão: “...*low-profitability firm respond by increasing board independence. But this strategy doesn't work. Firms with more independent boards don't*

achieve improved profitability.”⁵⁷

Em primeiro lugar, seu trabalho reflete claramente a preocupação central dos estudos americanos de governança: o conflito entre administradores (agentes) e os acionistas (principais). A partir dessa preocupação, testam uma das mais usuais recomendações dos códigos de melhores práticas, que é a independência dos *boards*, considerando um conjunto de variáveis para caracterizar essa independência⁵⁸.

A classificação quanto à independência não considera a participação acionária do membro do *board*. Isso é pertinente a um estudo americano, pois naquele mercado o controle é tipicamente pulverizado, o que é uma hipótese implícita do modelo de análise. Assim, os autores não consideram que o membro seja controlador ou participe de um bloco de controle. Sua participação acionária é apenas mais uma entre as variáveis testadas posteriormente para caracterizar a estrutura de controle da firma. Nesse caso, a participação que os membros do *board* detenham é mais uma entre as boas práticas de governança⁵⁹, dentro do princípio de que a participação acionária do membro do *board* contribui para alinhar seus interesses com os dos acionistas que representa.

A partir dessa classificação e atribuindo pesos -1, 0 e 1, respectivamente, para *inside*, *affiliated* e *independent*, os autores definiram:

$$INDEP = f_{indep} - f_{inside} \quad (4.1)$$

onde

f_{indep} = razão entre o número de *independent directors* e o número total de membros do *board*;

f_{inside} = razão entre o número de *inside directors* e o número total de membros do *board*.

⁵⁷ Op. cit., página 5.

⁵⁸ Ver item III.2 para a classificação dos membros.

⁵⁹ Esta recomendação não é livre de controvérsia e já foi comentada antes. Quando o *board member* não é acionista seus interesses podem estar desalinhados com os do acionista, seu principal. Quando, entretanto, é acionista, passa a ser um *insider*, com informações privilegiadas em relação a outros acionistas, o que pode ser um freio à sua atuação quando esta implicar uma queda, ao menos de curto prazo, no valor da ação. Uma situação assim seria a de apontar irregularidades contábeis que tenha percebido nos demonstrativos da empresa.

A variável *INDEP* teria, portanto, o valor mínimo -1 , quando todos os membros fossem *inside*, e máximo $+1$, quando todos os membros fossem *independent*.

Como variáveis de desempenho econômico, os autores tomaram:

- q de Tobin, estimado como segue:

$$q = \frac{\text{ações ordinárias}^* + \text{ações preferenciais}^{**} + \text{dívida longo prazo}^{**}}{\text{ações ordinárias}^{**} + \text{ações preferenciais}^{**} + \text{dívida longo prazo}^{**}}, \quad (4.2)$$

onde * e ** representam, respectivamente, valor contábil e valor de mercado;

- retorno sobre ativos, calculado a partir dos valores de final de período;
- rentabilidade da ação, ajustada pelo mercado, onde o ajuste é simplesmente a dedução do retorno médio do mercado medido pelo índice S&P 500, sem considerar uma medida de risco;
- vendas por unidade de ativos.

Os autores encontraram uma forte correlação entre a fraca performance e o subsequente aumento em *INDEP*. Esse resultado coincide com o esperado. Afinal, a crescente independência dos membros do *board* é uma recomendação dos manuais de governança e, pode-se dizer, uma expectativa do mercado. É natural que empresas em dificuldades financeiras tendam a adotá-la como uma boa prática que favoreceria sua recuperação. A parte surpreendente do trabalho está exatamente neste ponto: os autores não apenas não encontraram evidências de que esse aumento na independência promovesse uma melhora na performance da firma como obtiveram uma indicação, embora não estatisticamente significativa, na direção oposta.

Com base nesse resultado e em sua interpretação, defendem uma composição equilibrada do *board*, com o que chamam, de maneira não totalmente precisa, da presença de “*a reasonable number of inside directors*”⁶⁰. As justificativas, resumidas a seguir, incluem uma série de referências a outros autores/trabalhos, que serão aqui omitidas.

⁶⁰ Op. cit., página 26.

Em primeiro lugar, consideram que a presença de *insiders* no *board* pode permitir aos demais membros avaliá-los como *CEOs* potenciais, melhorando a qualidade de processos de sucessão.

Um segundo motivo em favor dos *insiders* seria o fato de que, possuindo melhores informações a respeito da firma, teriam um desempenho superior na atividade de planejamento estratégico.

Um terceiro motivo diz respeito simplesmente à sua presença nas reuniões do *board* ou ainda à qualidade dessa presença. Embora seja possível convidar representantes da administração para participarem de algumas das reuniões do conselho, os autores ponderam que quando convidados participam das reuniões mas sem direito a voto podem ficar em posição inferiorizada quanto à sua participação. Além disso, a presença em si seria influenciada pelo interesse pessoal do *CEO*.

Um quarto motivo, chamado pelos autores de “*tradeoff between independence and other essentials*”⁶¹, é o fato de que os membros externos podem possuir mais disposição para adotar ações corretivas, mas possuem menos informação, seja para identificar problemas, seja para tomar a decisão correta, uma vez que tais problemas sejam identificados.

Finalmente, como um quinto motivo, apresentam o que chamam de “*tradeoff between independence and incentives*”⁶². Enquanto membros externos possuem baixo comprometimento econômico pessoal com a firma⁶³ os *insiders*, sendo os administradores, possuem um alto comprometimento humano e econômico com ela. Este último questionamento é mais profundo que os anteriores, no sentido de que faz referência a um pressuposto de alinhamento de interesses, que ocupa uma posição central em toda a busca de melhores práticas de governança, sugerindo que tal alinhamento pode ser diferente daquilo

⁶¹ Op. cit., página 26.

⁶² Op. cit., página 26.

⁶³ É bom lembrar que, no caso americano, a participação acionária detida pelo membro do *board* é usualmente muito pequena. Não se considera o caso do membro controlador.

que usualmente se supõe.

Resumindo, o trabalho de Bhagat & Black questiona o senso comum, sugerindo que as justificativas atualmente adotadas para recomendações de melhores práticas de governança corporativa ainda precisam de estudos mais atentos.

IV.2. Estrutura de controle (*ownership structure*)

Joh (2003), tomando como base a economia da Coreia do Sul, orientou sua pesquisa para a questão de “... *how ownership structure and conflicts of interest among shareholders under a poor corporate governance system affected firm performance before the crisis.*”⁶⁴ O autor caracteriza o sistema coreano como fraco, tomando por pressuposto implícito a concordância do leitor, dispensando-se do exercício de explicitar o que permitiria classificar um sistema de governança como forte ou fraco. Sua preocupação final é encontrar o que poderia ser considerado como uma fragilidade estrutural nos fundamentos do mercado coreano, devida a essa fraca governança e que tornaria o mercado mais vulnerável, mais sujeito a crises como a de 1997.

Além do enfoque complementar ao de Bhagat & Black (2000), examinando primariamente o controle acionário e não a composição do *board*, o estudo de Joh tem o interesse de tomar por base uma economia com algumas características diferentes do paradigma americano. Parte delas semelhante ao caso brasileiro, como a concentração do controle e a pouca liquidez de certas ações⁶⁵. Algumas características, contudo, são bastante diferentes e por isso a aplicação de seus resultados ao caso brasileiro deve ser vista com cuidado. É o caso, por exemplo, dos *chaebols*, grupos de negócios em que empresas se aglutinam com participações cruzadas e relações comerciais, bastante diferentes de grupos

⁶⁴ Op. cit., abstract.

⁶⁵ Joh toma ainda empresas de capital fechado. Isso é útil ao caso brasileiro, porque muitas das empresas listadas pela CVM são apenas formalmente abertas, comportando-se entretanto como se fossem fechadas, como será discutido adiante.

econômicos brasileiros. Deve-se ainda ressaltar que a concentração típica na Coreia é inferior à brasileira⁶⁶, fazendo com que por vezes, ao mencionar elevada concentração, o autor esteja de fato fazendo referência a uma concentração menor do que o leitor brasileiro poderia ser levado a imaginar. Em particular, tipicamente o controle é exercido com um percentual inferior a 50% das ações. As limitações ao capital são maiores e de liberalização mais recente que as brasileiras, particularmente no que diz respeito à presença de investidores estrangeiros e à utilização de *holdings*. Outro fator importante é a limitação ao voto por parte de instituições financeiras, mesmo que com participação acionária relevante, chamado de *shadow voting*⁶⁷. Finalmente, cabe ressaltar a ausência de uma referência a espécies de ações, atribuindo a concentração a recursos como estruturas de pirâmides, ao contrário do que ocorre no Brasil, onde a utilização de ações preferenciais como forma de concentração de controle é relevante.

Joh justifica o interesse em performance contábil, em particular a rentabilidade, com base em três argumentos⁶⁸:

- a ineficiência do mercado acionário;
- uma relação mais direta, segundo o autor, da capacidade de sobrevivência da empresa com sua rentabilidade do que com seu valor de mercado, aspecto que diz respeito à sua linha de pesquisa e cujo mérito não estamos aqui avaliando;
- a possibilidade de examinar o desempenho de firmas tanto fechadas quanto abertas.

A questão geral da pesquisa é a relação entre a estrutura de controle da firma e seu desempenho antes da crise do mercado asiático, em 1997. Essa questão deu origem a duas questões específicas⁶⁹:

- se acionistas com mais direitos de controle (votos) do que direitos de propriedade (fluxo

⁶⁶ Embora a metodologia utilizada, segundo o próprio autor (página 11), subestime a concentração real.

⁶⁷ Op. cit., página 10.

⁶⁸ Op. cit., página 17.

⁶⁹ Op. cit., páginas 1-2.

de caixa) expropriavam as firmas antes da crise;

- se esses efeitos eram mais fortes em grupos econômicos do que em firmas independentes.

Com base em seus resultados, o autor elabora seis afirmações⁷⁰:

A rentabilidade da firma é menor quando a participação da família controladora é menor. Este resultado pode parecer, à primeira vista, oposto ao esperado quando se considera o debate recente e iniciativas como a reforma na lei das S.A., sempre enfatizando a maior dispersão de ações. Contudo, este resultado é coerente com a teoria de agência. Conforme demonstrado já no trabalho seminal de Jensen & Meckling (1976), quando a participação do controlador é menor, aumenta seu incentivo a expropriar, com danos ao valor da firma. Este efeito se contrapõe à oportunidade de expropriar, conforme apresentado mais adiante, na observação sobre a não linearidade dos efeitos de controle. Este resultado é compatível com Claessens *et al.* (2002), que examinaram valor das empresas asiáticas quanto à concentração do controle e obtiveram (a) valor crescente para concentração e (b) decrescente para disparidade controle-propriedade (vide próximo item).

A rentabilidade é baixa quando a diferença entre os direitos de controle e de propriedade é alta. Um outro sintoma do mesmo efeito apresentado acima, novamente confirmando a previsão a partir da teoria de agência. Quando a diferença entre os efeitos de controle e de propriedade aumenta, também aumenta o incentivo do controlador para expropriar, com efeito negativo sobre o desempenho econômico da firma.

Há tendência de não linearidade nos efeitos do controle sobre a rentabilidade. A não linearidade observada indica inicialmente uma queda na rentabilidade conforme aumenta a concentração do controle, seguida por uma inversão de comportamento, com aumento da rentabilidade conforme a concentração assume valores maiores. Esta não linearidade pode ser interpretada através da superposição de dois efeitos que se contrapõem. De um lado, a

⁷⁰ Op. cit., página 5 e desenvolvimento a partir da página 20.

concentração cria a possibilidade de expropriar. Quanto maior a concentração, maior essa possibilidade. Por outro lado, o benefício da expropriação diminui à medida que a concentração caminha na direção de 100%. O resultado obtido pelo autor é consistente com a hipótese de que em baixas concentrações predomina o primeiro efeito, porque o principal acionista (ainda não controlador absoluto) desenvolve poderes crescentes de expropriar, com um nível ainda alto de incentivo. Em concentrações mais altas seu poder de expropriar já seria suficientemente grande para não ser muito sensível ao aumento da concentração, mas seu incentivo, por outro lado, seria cada vez menor, predominando agora este segundo efeito.

Um fator adicional, menos explorado pelo autor mas que pode estar presente na Coréia e, talvez mais intensamente, no Brasil, é a maior volatilidade do ambiente econômico em mercados emergentes. Neste caso, a possibilidade de expropriação seria compensada pela maior agilidade gerencial proporcionada pelo controle concentrado. Mais uma vez, o balanço dos efeitos opostos seria alterado pela própria concentração, provocando (se não isoladamente, ao menos influenciando) a não linearidade do resultado. Esta interpretação guarda relação com a de Bhagat & Black (2000) quanto à presença de *insiders* no *board*.

Firmas independentes apresentam desempenho superior ao de grandes grupos empresariais. O conceito de que a diversificação por si só não cria valor para o acionista e pode mesmo destruir não é nova. Tendo sua base teórica na hipótese da ineficiência do mercado interno de capitais, que dispõe de comprovação empírica [Lamont & Polk (2002), para citar um exemplo recente] e já estabelecida na literatura de negócios [Porter (1987)]. Contudo, alguns autores contestam a universalidade dessa regra. Em particular Khanna & Palepu (1997), enfocando o ambiente indiano, fornecem um conjunto de motivos institucionais para a formação de conglomerados⁷¹. Joh estendeu a discussão de Khanna &

⁷¹ O contexto institucional, segundo os autores, direciona a estratégia em cinco dimensões: mercado de capitais, mercado de trabalho, mercado de produtos, regulação governamental e força de contratos. A formação de grupos, então, poderia ser justificada para compensar com a massa crítica dos grupos as deficiências locais em algumas dessas dimensões.

Palepu à Coréia, buscando alguma evidência naquele ambiente. O resultado obtido, entretanto, não fornece sustentação empírica para defender a criação de conglomerados. Não chega a negar o raciocínio dos autores indianos mas indica que se o benefício por eles apontado existe, ao menos na Coréia não é suficientemente forte para compensar as distorções da ineficiência do mercado interno de capitais, prejudicando a qualidade da alocação de recursos, bem como as possibilidades de expropriação que tais organizações oferecem ao acionista controlador. Dada a especificidade do caso coreano, a questão fica em aberto para o Brasil.

Recursos transferidos de firmas que pertencem a grupos econômicos para firmas afiliadas reduzem a rentabilidade. A presença de transações entre as empresas do conglomerado, bem como de um controlador com participações diferentes nessas empresas, permite a expropriação através da condução conveniente dessas transações, de forma a concentrar os ganhos nas empresas em que a participação do controlador é maior.

Efeitos negativos provenientes da disparidade controle-propriedade e da influência do mercado interno de capitais foram mais fortes em firmas de capital aberto do que em firmas de capital fechado. O autor identifica duas possíveis causas. A primeira seria a possibilidade, nos grupos com empresas de capital aberto, de transferência de resultados de firmas componentes do grupo com capital aberto para firmas com capital fechado (onde não só a transparência seria menor, mas a parcela controlada seria maior). Uma segunda causa, que engloba a primeira, foi apresentada como uma menção geral a um maior conflito de interesse entre acionistas nas empresas de capital aberto que nas empresas de capital fechado.

IV.3. Natureza do acionista

A importância da concentração do controle acionário leva naturalmente à questão de quem é o controlador e à investigação da importância de sua natureza sobre o desempenho

econômico. Em particular, quando esse grande acionista é uma família, é comum falar-se em profissionalização dos administradores como um processo que de alguma forma melhoraria a qualidade da administração, o que equivale a supor que o controle familiar, por estar associado a uma administração familiar, poderia induzir um efeito negativo sobre o desempenho. De fato, trata-se de comparar uma escolha sob restrição (pertencer à família) a uma escolha irrestrita. Tal restrição será irrelevante, caso o melhor candidato pertença à família, ou nociva, caso não pertença e seja por esta razão excluído. Contudo, Burkart *et al.* (2003) argumentam que em alguns casos o controle familiar pode ser a solução ótima, dependendo do ambiente institucional em que a firma está localizada, associando a opção pelo administrador profissional ao ambiente de maior proteção legal ao acionista e o controle familiar ao ambiente de menor proteção:

“...in legal regimes that successfully limit the expropriation of minority shareholders, the widely held professionally managed corporation emerges as the equilibrium outcome. In legal regimes with intermediate protection, management is delegated to a professional, but the family stays on as large shareholders to monitor the manager. In legal regimes with the weakest protection, the founder designates his heir to manage and ownership remains inside the family”.

Os autores consideram, como pressuposto, que o administrador profissional é superior ao herdeiro. Entretanto, concluem que a contratação de um administrador profissional não é ótima quando a proteção ao acionista não é forte. Como consequência, apresentam três padrões de comportamento:

“In the United States, founders often hire professional managers early on. ... In Western Europe, significant ownership typically stays with the family after the founder retires. ... In emerging markets, both management and ownership tend to stay with the family when the founder retires.”

Dois estudos recentes, contudo, sugerem que tal explicação é no mínimo incompleta.

Khanna & Palepu (1999) examinaram dados da primeira metade dos anos 1990 para um total de 1.004 firmas indianas, sendo 567 ligadas a grupos econômicos e 437 independentes. Para essas empresas, examinaram a presença de três tipos de acionistas concentrando participação: famílias, instituições financeiras domésticas e instituições financeiras estrangeiras. Com base nesses dados, concluíram que o desempenho econômico da firma indiana está positivamente associado à presença do investidor institucional estrangeiro e negativamente associado à presença do investidor institucional doméstico. A conclusão dos autores é de que esse efeito se deve à capacidade de monitoramento de tais investidores:

“We interpret this collective evidence as suggesting that foreign institutional investors are a source of not only financing but also scarce monitoring skills in emerging markets like India.”

Sua interpretação, assim como no caso de Burkart *et al.*, está principalmente centrada na relação administrador-acionista. Os autores tomam como referência a afirmação de Shleifer & Vischny (1986) de que os grandes acionistas têm capacidade de monitorar os administradores, reduzindo os efeitos do conflito de agência dessa relação. Justificam a necessidade da presença do grande acionista como monitor, no mercado indiano e de forma geral nos mercados emergentes, através de três argumentos⁷²:

- ausência de intermediários especializados;
- pouca disponibilidade de informação;
- obstáculos ao exercício do monitoramento, entre eles a pouca proteção ao acionista minoritário.

Aceita a idéia do grande acionista como guardião, interpretam o fato de que as instituições financeiras indianas parecem não ser fortes nessa tarefa, o que justificam com os seguintes argumentos⁷³:

⁷² Op. cit., pág. 3-4.

⁷³ Op. cit., pág. 5-6.

- as instituições financeiras dominantes na Índia não têm o monitoramento como um objetivo primário;
- instituições financeiras indianas não têm incentivo para monitorar;
- é baixa a competição entre intermediários financeiros;
- os próprios intermediários financeiros não são monitorados.

Os autores não exploram muito a aparente deficiência das famílias na tarefa de monitorar, mas fica evidente o fato de que, dos três grupos de grandes acionistas analisados por eles, este é o que possui a posição mais conflitante: a capacidade de monitorar o administrador surge simultaneamente com a capacidade de expropriar. Daí então aparecer naturalmente o investidor institucional estrangeiro como aquele que, não participando diretamente da administração⁷⁴, consegue exercer a fiscalização com melhores resultados.

O conflito entre este resultado e o de Burkart *et al.* parece estar na ausência de maior ênfase aos efeitos do conflito controlador-minoritário, o que parece compreensível: embora o trabalho de Burkart *et al.* tenha buscado confrontar diferentes níveis de proteção ao minoritário, foi escrito a partir de um ambiente acadêmico em que predomina a preocupação com o conflito administrador-acionista.

Se a prescrição do controle familiar como o mais adequado em ambientes de menor proteção foi colocado em dúvida por Khanna & Palepu, também o caso oposto, isto é, a prescrição do controle disperso com administração profissional para mercados de alta proteção ao acionista conta com ao menos uma evidência contrária, desta vez apresentada por Anderson & Reeb (2003).

Na verdade, estes autores não chegam a contestar a predominância do arranjo institucional previsto por Burkart *et al.* Contudo, mostram que a presença de grupos familiares é maior do que usualmente se supõe e, aí mais frontalmente contradizendo os resultados de

⁷⁴ Nos casos analisados, predomina a situação em que a participação do investidor institucional estrangeiro é grande mas não de controle.

Burkat *et al.*, está associada a um desempenho econômico superior.

Os autores partem do interesse em testar a visão estabelecida sobre a administração profissional e a dispersão do controle acionário: *“Overall, anecdotal account and prior literature suggest that founding-family ownership in U.S. corporations is an organizational form that leads to poor firm performance.”*⁷⁵

Examinam então as empresas cujas ações constituem o índice S&P 500, tomando o período de 1992 a 1999. Sendo empresas de grande porte e com ações bastante negociadas no mercado, supostamente são as que melhor refletem o paradigma de Berle & Means que domina a literatura: capital disperso e administração profissional. Para essas empresas, exploram quatro questões:

- se a firma familiar é mais ou menos lucrativa que a firma não familiar;
- se a relação entre estrutura de controle e desempenho é diferente para a firma familiar jovem e a firma não familiar mais antiga;
- se a relação entre a parcela controlada pela família e o desempenho econômico é linear;
- se o nível de envolvimento da família ou a presença de um membro da família na posição de CEO afeta negativamente o desempenho.

O exame da amostra, por si só, já é digno de nota: *“Family firms constitute over 35% of the S&P 500 Industrial and, on average, families own nearly 18 percent of their firms’ outstanding equity.”* Naturalmente, se cerca de 35% das firmas é classificada como familiar então 65%, a maioria, não é. Essa presença, entretanto, é significativa. Comparando as empresas familiares através da medição direta de sua performance (retorno sobre ativos) e do reconhecimento do mercado através de sua avaliação (q de Tobin), os autores concluem que na medida de rentabilidade o desempenho da firma familiar é superior ao da firma não familiar e, tomando todo o conjunto de resultados, o desempenho das firmas familiares não é inferior ao das firmas não-familiares. Mais ainda, a presença de um membro da família na

⁷⁵ Op. cit., pág. 2.

posição de *CEO* também está associada a um desempenho superior medido em termos de rentabilidade dos ativos, embora somente no caso do *CEO* fundador da firma esse resultado seja significativo na medida do *q* de Tobin, que reflete o reconhecimento pelo mercado acionário.

A interpretação proposta pelos autores é a de que o membro da família, por seu envolvimento de mais longo prazo, possui um conhecimento superior do negócio e está mais comprometido com a firma, com interesses mais alinhados aos dos demais acionistas do que o administrador profissional.

Quanto à linearidade do resultado, os autores verificaram que para concentrações acionárias mais baixas o aumento na concentração está associado a um aumento na performance, mas que esse resultado se inverte para concentrações mais altas. Esta não linearidade, associada à concentração tipicamente mais baixa nos EUA em relação aos mercados emergentes, como a Coréia, fornece uma sugestão para reconciliar os resultados de Anderson & Reeb com os de Joh (2003), mencionados na seção precedente. Essa relação é ilustrada na figura 4.1:

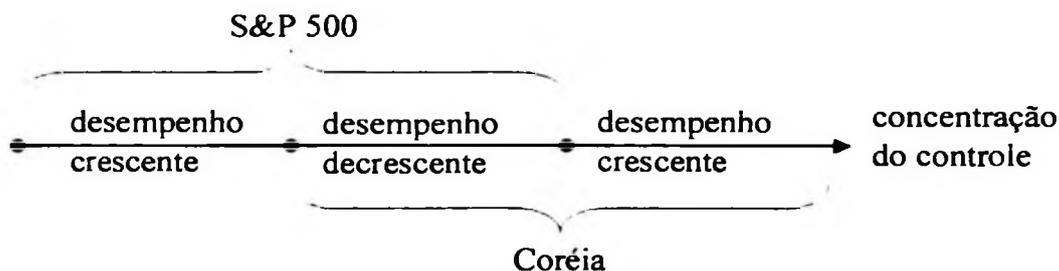


Figura 4.1: diferentes efeitos da concentração acionária sobre o desempenho econômico da firma. A aparente inversão de resultados pode na verdade ser efeito de diferentes percepções sobre o que significa uma concentração alta ou baixa.

Uma possibilidade a ser testada é a de que os casos de EUA e Coréia corresponderiam a estágios diferentes de concentração do controle, onde o que se considera baixa concentração na Coréia seria, na verdade, correspondente à alta concentração nos EUA. Isso devido não apenas ao valor absoluto dessa concentração, mas também ao seu efeito real em função das diferenças entre os dois ambientes institucionais. Com uma forte relação entre as empresas

constituintes dos *chaebol* influenciando o comportamento dos administradores, o poder de grandes acionistas poderia ser superior ao de acionistas norte-americanos para percentuais semelhantes de concentração.

Supondo correta a interpretação da figura, a relação entre a concentração acionária e o desempenho econômico poderia ser classificada não em dois níveis (baixa e alta) mas em três. Inicialmente, a concentração seria benéfica porque estaria associada ao incentivo ao monitoramento e ao próprio incentivo do *CEO*, caso este fosse da família. Uma vez atingido certo nível de concentração, esse benefício seria suplantado pela capacidade também crescente de expropriação. Finalmente, em níveis ainda mais altos de concentração começaria a haver um realinhamento de interesses entre o administrador e o acionista, cujas figuras tenderiam cada vez mais a confundir-se.

A validade do raciocínio da figura 4.1 deve ainda ser investigada, mas a não-linearidade e a influência do país deixam claro que esta é uma análise a ser feita para cada caso, justificando um esforço de pesquisa específico para o Brasil.

V. GOVERNANÇA CORPORATIVA E AS DECISÕES ECONÔMICAS

A relação causal entre governança corporativa e desempenho econômico, embora em alguns aspectos – como os selecionados na segunda parte deste trabalho – possa ser testada diretamente, manifesta-se através de alterações nas decisões e na administração da firma. Analiticamente, seu efeito poderia ocorrer por duas formas:

- alteração na função-objetivo, tal como as mudanças devidas à presença de empregados no conselho, apontada por Gorton & Schmid (2000) e citada ao final da seção III;
- perda (aumento) de eficiência nos processos internos, tais como o processo tomada de decisão⁷⁶, comunicação, documentação etc.

A presente seção enfoca essas alterações. Embora somente os eventuais efeitos sobre a estrutura de capital sejam testados nas seções subseqüentes, por razões metodológicas que serão então apresentadas, uma gama mais ampla de decisões será aqui abordada, não apenas para tornar mais ampla a compreensão do contexto em que serão realizados os testes, mas para servir de subsídio à interpretação posterior dos resultados.

As decisões econômicas, mais especificamente as decisões financeiras da firma compõem um complexo que envolve diversas limitações. Em alguns casos, as decisões envolvem conceitos já estabelecidos mas

- cuja aplicação encontra problemas de ordem prática: qual o beta adequado a um determinado projeto?
- cuja validade está subordinada a hipóteses bastante restritivas que os afastam das situações reais a que serão aplicados, particularmente relativas à eficiência do mercado, custo de transação etc.;
- cujo conhecimento e aceitação, pelos executivos e conselheiros responsáveis por decidir,

⁷⁶ Por exemplo: aguarda-se uma semana para para que um comitê analise ou meia hora para que o acionista majoritário-presidente executivo tome a decisão? Além do prazo, como isso altera a qualidade da decisão em si?

são limitados, como é o caso, apenas para citar um exemplo. do uso de opções reais na avaliação de flexibilidade.

Graham & Harvey (2001), em uma pesquisa com 392 CFOs⁷⁷ sobre práticas e critérios de decisão relativos a orçamento de capital, custo de capital e estrutura de capital chegaram à conclusão de que uma parcela significativa dos executivos adota critérios e procedimentos já abandonados pela Teoria de Finanças ou simplesmente errados:

“[...] a surprising number of firms use their firm risk rather than project risk in evaluating new investments.”;

“[...] practitioners might not apply the CAPM ou NPV rule correctly.”

Para certas decisões, contudo, os resultados são mais otimistas:

“[...] financial executives are much less likely to follow the academically proscribed factors and theories when determining capital structure.”

Embora sujeito a limitações reconhecidas pelos autores – apenas 392 respostas em 4.400 empresas consultadas e admitindo a possível existência de viés nas respostas – o estudo revela ainda que a generalização de resultados obtidos para as empresas maiores e mais expostas ao mercado, como já notado no presente trabalho, é problemática, pois:

“[...] the survey indicates that firm size significantly affects the practice of corporate finance.”

Embora separáveis conceitualmente, a alteração na função-objetivo e a disfunção gerencial freqüentemente se misturam nas mesmas ações. Dessa forma, serão tratadas em conjunto.

V.1. As mudanças nos fundamentos: algumas considerações iniciais

Para dar início a este estudo, é recomendável retornar à figura 3.1 e aos dois pontos

⁷⁷ Chief Financial Officers, ou diretores executivos de Finanças.

focais do sistema de relações de agência:

- o administrador enquanto agente (direto) do conselheiro e (indireto) do acionista;
- o acionista enquanto agente dos demais *stakeholders*, bem como do minoritário quando há controle absoluto.

Dois aspectos caracterizam a posição do administrador:

- Poder de decisão sobre os recursos do acionista. Decidindo sobre recursos de terceiros, tem um incentivo a utilizá-los em seu favor para obter um aumento real de renda, prestígio e poder.
- Concentração de sua riqueza na firma. Como regra geral, o administrador tem uma forte concentração de sua renda na firma. Assim, tende a ser mais conservador do que o acionista, que por hipótese é diversificado⁷⁸.

Esses dois aspectos em paralelo poderiam provocar distorções, na situação em que o administrador pudesse fazer predominar seu interesse sobre o do acionista:

- superinvestimento, com ênfase no crescimento, mais do que em novos mercados/produtos que possam implicar aumento da incerteza;
- estrutura de capital mais conservadora, com menor pagamento de dividendos, reduzindo o risco financeiro;
- remuneração elevada, benefícios extra-salário e mesmo manipulação do programa de opções (*ESOP*⁷⁹), se houver e outros mecanismos a serem mencionados ainda nesta seção.

Com relação ao acionista, supondo-se inicialmente o caso do controle pulverizado, seu interesse é buscar maior rentabilidade, desfrutando dos benefícios da diversificação. Neste caso, em relação ao administrador, o acionista preferiria⁸⁰:

- investimentos mais agressivos em relação à relação risco-retorno;
- estrutura de capital mais agressiva, com endividamento mais elevado e pagamento mais

⁷⁸ Mais uma vez parte-se do referencial de Berle & Means para depois trazer ao caso brasileiro.

⁷⁹ *Employee stock ownership program*.

⁸⁰ Parcialmente baseado em Myers (2001).

agressivo de dividendos;

- preferência por investimentos passíveis de financiamento com dívida, limitando aqueles que demandassem mais capital acionário.⁸¹

A associação desses interesses com a estrutura de governança, em particular no caso do conselho de administração, pode agora ser interpretada em termos de conduzir a administração mais na direção de um ou outro grupo de interesses. Ainda mantendo a discussão sob a hipótese da firma de Berle & Means e do mercado desenvolvido, seja pelo alinhamento aos interesses do acionista, seja pelos sinais positivos que emitiria ao mercado como bem administrada, teria por exemplo mais acesso aos mercados de capitais (dívida e capital acionário) e tenderia a utilizar mais dívida.

Em contraposição, se na estrutura do conselho a influência do administrador for mais forte, o que pode ocorrer na superposição dos cargos de *chairman* e *CEO*, no domínio de conselheiros internos, na renovação muito baixa do conselho (criando dependência em relação à firma) ou muito alta (gerando um conselho desinformado), entre outros fatores, o outro conjunto de objetivos predominaria: menor uso de dívida, investimentos mais orientados para o crescimento etc.

Finalmente, quando se passa ao caso brasileiro há que se pensar na existência de controle absoluto, com o acionista majoritário dominando a administração. Neste caso, alguns objetivos poderiam alinhar-se com os dos administradores do modelo anterior mas outros não. Por um lado, a contrapartida de uma maior parcela das ações nas mãos do majoritário seria também uma maior concentração de sua riqueza na própria firma. Assim, o acionista (ao menos o controlador) seria menos diversificado e mais preocupado com o risco diversificável do negócio, ao contrário do que supõe, por exemplo, o CAPM. Poder-se-ia supor, como questão de pesquisa, que na presença de controle absoluto a firma buscaria um nível mais baixo de endividamento.

⁸¹ Não estão sendo incluídos tópicos mais relacionados a situação de estresse financeiro.

Por outro lado, o administrador estaria agora decidindo sobre o investimento com seus próprios recursos, o que poderia reduzir, exceto em um contexto de muito fácil expropriação de minoritários e credores, investimentos orientados para o mero crescimento, cabendo a questão se pesquisa de que a qualidade da decisão de investimento, em termos de criação de valor, seria incrementada.

Uma parte do que se disse até aqui são conjecturas, baseadas em um conjunto de pressupostos a respeito dos interesses envolvidos e quais predominam em cada situação. É possível, embora não necessário, fazer uma análise exaustiva envolvendo itens como política de capital de giro, política de dividendos etc. O raciocínio aqui adotado será utilizado quando da análise de resultados na seção X.

V.2. A abordagem do tema na literatura

Um esforço na direção de caracterizar a ocorrência e o tratamento dessas disfunções é apresentado em Johnson *et al.* (2000). O objetivo desse trabalho é explorar o conceito de *tunneling*, definido como “...*the transfer of assets and profits out of firms for the benefit of their controlling shareholders.*” Este conceito não abrange todas as possíveis perdas decorrentes do conflito de agência, mas enfoca exatamente o tipo de conflito que mais interessa ao caso brasileiro, em que o agente é o acionista controlador. Delimitar esse caso entretanto oferece alguns problemas. Entre os problemas de agência não cobertos pelo conceito de *tunnelling*, por exemplo, os autores incluem “... *placement of relatives in executive positions ...*”, localizando este item logo após gerência incompetente. É possível defender a idéia, contudo, de que a concessão de postos na administração a parentes de controladores não é um conflito acionista-administrador mas um conflito controlador-minoritário. Ao nomear um parente, o controlador extrai riqueza da firma através de uma remuneração imerecida. Sendo um parente, o recurso é indiretamente transferido ao controlador, seja por reduzir gastos que de outra forma teria com tal parente, seja porque o

bem-estar do parente influencie o bem-estar do controlador.

Os autores agrupam as possíveis formas de *tunnelling* em duas categorias. A primeira, chamada de *self dealing*, inclui transações impostas à firma e que a prejudicam (e aos sócios minoritários) em benefício do controlador. Esta é a forma enfocada pelo artigo. A segunda forma, apenas mencionada, é constituída por transações que permitem ao controlador aumentar sua participação de maneira senão ilegal ao menos injusta, em detrimento dos minoritários.

A partir dessa delimitação do objeto de pesquisa e com base em casos apresentados como exemplos, os autores defendem quatro proposições:

- a ocorrência de *tunnelling* pode ser substancial mesmo em países desenvolvidos, não estando portanto restrita a mercados emergentes;
- uma parcela substancial do *tunnelling* é realizada de forma legal;
- o *tunnelling* pode assumir várias formas;
- a forma como o *tunnelling* é tratado pela justiça é influenciada pelas diferenças entre os sistemas jurídicos de *civil law* (é o caso brasileiro, da Europa continental e do Japão) e de *common law* (caso dos EUA e Reino Unido).

Esta última proposição é de particular interesse no presente trabalho, porque ao longo do artigo os autores defendem a idéia de que o sistema jurídico de *civil law* é mais tolerante com a prática de *tunnelling*, o que potencialmente aumenta a influência da estrutura de governança sobre o desempenho econômico da firma.

Para defender essa idéia, apresentam dois princípios amplos que a justiça usa para avaliar a conduta do controlador:

- *Duty of care*. Por este princípio, a justiça está interessada em saber se a firma foi administrada de forma razoável, prudente ou racional. Em outras palavras, se os administradores fizeram o que se esperava deles para cumprir seu mandato perante a firma.

- *Duty of loyalty*, ou *fiduciary duty*. Por este princípio, a justiça está interessada em saber se os chamados *insiders*, que podem ser os administradores ou o controlador, obtiveram lucro em detrimento dos demais acionistas.

Segundo os autores, o sistema de *civil law* tende a privilegiar o primeiro princípio enquanto o sistema de *common law* considera os dois de forma mais equilibrada. Essa prática permite que certas práticas que prejudiquem os acionistas em relação aos administradores ou os minoritários perante o controlador sejam aceitas pela justiça se puderem ser consideradas boas para a firma ou para o grupo de que faz parte. Um exemplo seria o caso de um grupo em que a empresa controladora utiliza recursos de uma controlada em que há minoritários. Embora os minoritários possam considerar-se lesados pela prática da controladora, tal prática pode eventualmente ser considerada pela justiça como benéfica ou ao menos não inadequada ao grupo.

Para acentuar sua opinião, os autores ressaltam o fato de que o sistema de *civil law* considera mais fortemente a previsão dos atos considerados lesivos pela lei ou sua proibição pelo estatuto social. Essa característica daria margem ao abuso através de mecanismos simplesmente não previstos e portanto não proibidos.

A opinião defendida por Johnson *et al.* não é livre de controvérsia, seja por iniciativas recentes como as alterações na Lei das S.A.⁸², seja pelo próprio desenvolvimento do artigo, que apenas apresenta alguns casos e não chega a desenvolver um modelo analítico exaustivo. Essa controvérsia não cabe ao presente trabalho. Cabe notar, contudo, que a linha de raciocínio defendida pelos autores sugere que o problema da expropriação em geral e do *tunnelling* em particular é mais acentuada em um país como o Brasil. Esta proposição é em si intuitiva, mas a abordagem legal fornece uma justificativa que a fortalece.

Um aspecto importante para a pesquisa das decisões de investimento diz respeito à

⁸² O que constitui um contra-exemplo, dado que o Brasil é um país de *civil law* e as reformas, em que pese a apreciação que se faça a elas, tiveram a intenção de aumentar a proteção a minoritários.

própria intenção envolvida (função-objetivo) e como é influenciada pela estrutura de governança. Contudo, um obstáculo para este tipo de análise está na força de variáveis financeiras para explicar o investimento, o que pede a exploração também da relação entre essas outras variáveis e a estrutura de governança. Isso torna mais complexa a elaboração de um modelo de análise, gerando uma cadeia potencialmente interminável. Para ilustrar o problema, Gilchrist and Himmelberg (1998) relacionam as associações entre variáveis financeiras como geração de caixa e estoque de liquidez com decisões de investimentos. Questionam a interpretação dessas relações como reflexo da imperfeição do mercado de capitais,

“[...] because even in the absence of capital market imperfections, such financial variables may appear as an explanatory variable for investment if they contain information about the expected marginal value of capital.”

Enfatizam que tais respostas são principalmente importantes para empresas menores, com restrição de acesso ao mercado de capitais. Assim, uma exploração de possíveis associações entre a estrutura de governança e a decisão de investimento devem necessariamente controlar para as variáveis financeiras. sob a pena de apresentarem resultados espúrios.

Tratando de problemas mais específicos, há uma grande quantidade de outros trabalhos dignos de menção. Rajan & Zingales (1995), examinando a estrutura de capital dos países do G-7, encontraram menores diferenças entre os países do que o esperado a partir de explicações tradicionais de governança. Notaram ainda que as diferenças percebidas não eram facilmente explicadas pelas diferenças institucionais até então consideradas importantes, sugerindo portanto a busca de um aprofundamento na compreensão das estruturas institucionais, bem como a necessidade de se utilizarem bases de dados mais detalhadas.

Shleifer (1998) analisa a presença do Governo como acionista, confirmando de maneira sistemática o senso comum: ressalta a importância do acionista não governamental

como fonte de incentivos capitalistas para a inovação, bem como para a contenção de custos. Mantém essa posição mesmo para atividades tradicionalmente atribuídas ao Governo:

“[...] many of the concerns that private firms fail to address “social goals” can be addressed through government contracting and regulation, without resort to government ownership.”

La Porta *et al.* (2000) examinam a decisão de pagar dividendos, à luz da Teoria de Agência e utilizando dois modelos: o *outcome model* e o *substitute model*. O primeiro modelo considera que o pagamento de dividendos atende à pressão dos minoritários, enquanto o segundo considera que o pagamento regular de dividendos atende à missão de construir reputação de bom tratamento dos acionistas minoritários, facilitando a emissão de novas ações no futuro. O primeiro modelo associa o pagamento de dividendos maiores a países de maior proteção a minoritários, enquanto o segundo associa aos países de menor proteção, onde a demonstração *ex ante* de bom tratamento seria uma sinalização importante para o sucesso da emissão de ações. Examinando as políticas de dividendos em 4.000 empresas de 33 países, os autores encontraram maior sustentação empírica para o primeiro modelo: recebem mais dividendos os acionistas que dispõem de maior proteção.

Harvey *et al.* (2001) mostram que o uso de dívida cria valor para o acionista em firmas que enfrentam custos de agência, em particular aquelas de mercados emergentes. Contudo, tal efeito está restrito a estruturas de endividamento que permitam aos credores monitorar a administração da firma.

Razin *et al.* (2001) trataram do financiamento do investimento na presença de informação assimétrica entre *insiders* e *outsiders* de firmas em uma economia pequena e aberta, mostrando uma associação entre a produtividade da firma e a forma de financiamento:

“[...] low-productivity firms rely on the equity market to finance investment at a relatively low level;”

“[...] medium-productivity firms do not invest at all;”

Os autores relacionam esse padrão com a eficiência dos mercados, segundo eles alta no mercado de dívida e baixa no mercado acionário, sugerindo políticas corretivas que fogem ao escopo deste trabalho.

Johnson *et al.* (2002) mostram que fracos direitos de propriedade desencorajam firmas a reinvestir seus lucros, mesmo quando empréstimos bancários são disponíveis. Quando os direitos de propriedade são relativamente fortes, as firmas reinvestem seus lucros.

Cada um desses estudos utiliza, de alguma forma, um raciocínio com procedimento semelhante ao utilizado na primeira parte desta seção. Tomando-se o caso de Johnson *et al.*, por exemplo, a relação de agência em um ambiente com assimetria de informação impõe um risco ao acionista, que somente aceitará deixar os recursos na firma se dispuser do conforto de que seu capital estará protegido contra desvios ou má utilização por parte do administrador e/ou majoritário. Contudo, relacionando-se este artigo com o de La Porta *et al.* (2000), no ambiente de baixa proteção o minoritário terá pouca chance de exigir da firma um pagamento de dividendos mais elevado, de forma a racionar a disponibilidade de caixa para o administrador. vistos isoladamente, os dois trabalhos fazem sentido; em conjunto, possuem uma relação que, para ser reconciliada, pede investigação adicional.

VI. REVISÃO DOS OBJETIVOS DA PESQUISA E APRESENTAÇÃO DA ABORDAGEM

Este trabalho apresentou, em seu início, três questões de pesquisa:

- Como se manifesta a governança corporativa no Brasil?
- Como se relacionam os mecanismos de governança?
- Qual o impacto sobre o desempenho econômico da firma?

Para ilustrar como se relacionam essas três questões, apresentou-se na figura 1.1 um modelo da relação governança-desempenho, agora revisto na figura 6.1:

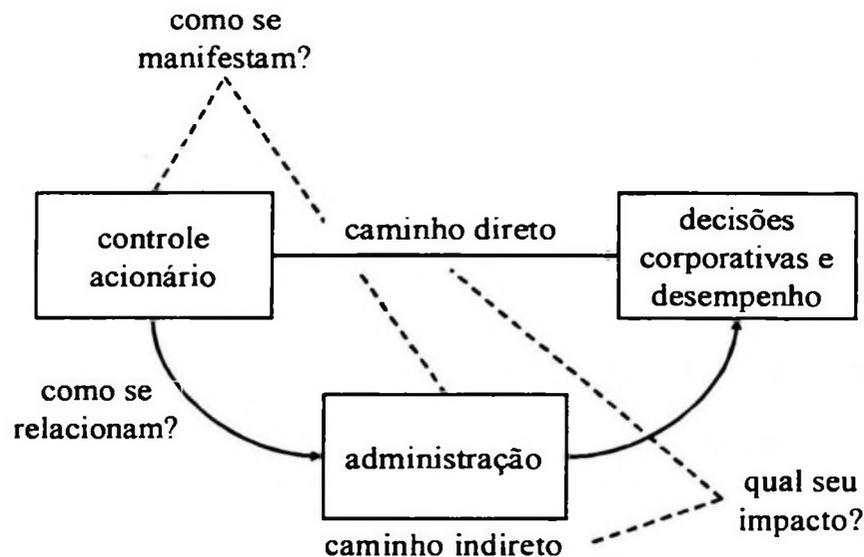


Figura 6.1: modelo básico de relação governança – desempenho. O modelo reflete as três questões de pesquisa, mas impõe relações causais unidirecionais.

Propondo-se este modelo, três considerações se fazem necessárias: a exposição do que traz de novo em relação a modelos anteriores, suas hipóteses e limitações principais e a opção metodológica seguida.⁸³

VI.1. Originalidade

Caracterizar estruturas de governança não é novidade. Associá-la ao desempenho

⁸³ Uma exposição sobre a motivação e objetivo geral já foi apresentada na seção I.

econômico da firma também não. Como já se disse na introdução (seção I) mas será visto mais detalhadamente agora, a motivação deste trabalho e o que se acredita pode diferenciá-lo como uma contribuição ao estudo de governança no Brasil é um conjunto de diferenças que pode ser resumido nos pontos a seguir.⁸⁴

(i) Abrangência da amostra

O viés dos estudos de governança sobre as maiores empresas é notório. Considerando a ênfase que freqüentemente é dada ao uso de preços de mercado para as ações, a restrição adotada em muitos casos poderia ser até considerada pequena, dada a baixa liquidez dos papéis negociados na Bovespa e é no mínimo controverso falar em valores de mercado para centenas de empresas no Brasil. Valadares (1998) se concentra em 325 empresas para o ano de 1997, com base em sua presença na Bovespa, o que se justifica pelo interesse no prêmio de controle, uma medida de mercado. Silva (2002) examina 225 empresas, também com base na Bovespa, novamente motivado pelo uso de cotações. Silveira *et al.* (2003) trabalharam com 218 empresas em 1998 e 1999 e com 215 em 2000, sorteando 120 empresas para cada ano. Neste trabalho específico a restrição utilizada pelos autores não parece necessária, levando à perda de informação, dado que não utilizaram valores de mercado mas apenas contábeis.⁸⁵ Siqueira (1998) utiliza 278 empresas de capital aberto sem explicitar o critério de escolha. Foram citados apenas exemplos nacionais, mais comparáveis ao presente estudo, mas a ênfase nas maiores empresas é igualmente forte nos estudos de outros países.

O problema associado a essa escolha diz respeito ao viés que pode impor sobre os resultados da pesquisa, dependendo dos objetivos do trabalho. Embora o critério de escolha freqüentemente seja a liquidez das ações e não o porte da empresa em si, existe uma evidente

⁸⁴ É sempre problemático dizer que para cada ponto a seguir não há um único trabalho que adote um caminho semelhante, embora não tenha sido encontrado, porque nenhuma pesquisa bibliográfica é realmente completa. Contudo, mesmo que se encontre algum exemplo pontual, a adoção desse conjunto de soluções é original.

⁸⁵ Uma crítica que se poderia fazer ao trabalho, quanto à suposição de que no mercado brasileiro haveria mais de 200 empresas com ações suficientemente líquidas para sua seleção por este critério torna-se, portanto, inócua.

associação entre porte e liquidez e as várias medidas relativas ao estudo, tanto de aspectos da estrutura de governança como concentração acionária e características do conselho quanto medidas financeiras. Se o objetivo é obter medidas relacionadas a valor de mercado a restrição é correta e diz respeito ao próprio estudo, não ao tratamento de dados. Contudo, se o objetivo é compreender como se revela e atua a governança corporativa no país, então a amplitude da validade dos resultados fica evidentemente comprometida.

A preocupação quanto ao aspecto da empresa que não se enquadra ao modelo de Berle & Means, cuja importância vai muito além do caso brasileiro, como mostram os trabalhos já citados de La Porta *et al.*, em particular La Porta *et al.* (1999a). Certos trabalhos, voltados especificamente para a firma com o controle absoluto, isto é com um acionista/grupo de acionistas que detém mais que 50% dos votos, evidenciam que a própria modelagem do problema ganha um contorno diferente, como em Mahoney (1998), que trata a relação controlador-minoritário como jogo:

“[...] as a trust game in which the majority is constrained by the possibility of non-legal sanctions, including family or social disapproval and loss of reputation.”

Esta abordagem é semelhante a um dos casos utilizados por La Porta *et al.* (2000) na definição da política de dividendos.

O presente trabalho, procurando aumentar a representatividade dos resultados, procurou utilizar todos os dados disponíveis na CVM para companhias abertas, independente do tamanho ou liquidez das ações⁸⁶. O simples fato de ter capital aberto, no Brasil, já pode caracterizar uma empresa de porte superior à média, limitando os resultados. Contudo, a restrição é evidentemente menor e permite ao menos caracterizar os resultados como representativos das companhias de capital aberto, sem viés.

⁸⁶ A descrição da amostra será dada na próxima seção. O foco desta seção é apenas a abordagem utilizada.

(ii) Relacionamento simultâneo de estrutura de capital com estrutura gerencial e de ambos com desempenho

A maior parte dos trabalhos considera a estrutura de controle acionário como principal variável ou grupo de variáveis explicativas. É o caso de Anderson & Reeb (2003), Joh (2003), Bianco & Casavola (1999), entre outros estrangeiros, bem como Valadares (1998) e Silva (2002), entre outros brasileiros. Alguns casos tratam da estrutura do conselho, como Bhagat & Black (2000) ou Silveira *et al.* (2003), mas não dos dois ao mesmo tempo.

A abordagem simultânea de controle acionário e controle gerencial impôs a adoção de uma simplificação na ordem causal, o que já foi mencionado na Introdução e será discutido adiante, em VI.b.

(iii) Critérios específicos de caracterização do controle

O controle sobre 50% mais um voto tem um grande significado, independente que quanta proteção o sistema legal específico estenda ao minoritário ou quais restrições de reputação estejam presentes. Mesmo na presença de um estatuto social restritivo a maioria dos votos garante a palavra final sobre uma parcela significativa das decisões, particularmente aquelas de caráter operacional mas mesmo as decisões estratégicas, guardadas restrições quanto à proteção do patrimônio, manutenção do objeto social e outras restrições usuais. Em ambientes de menor proteção aos minoritários, tal poder frequentemente oferece oportunidades para a expropriação.

Assim, é comum os estudos sobre governança apresentarem estatísticas como o percentual das empresas em que há a presença de controle absoluto, e que já foram apresentados especificamente para o caso brasileiro em seções anteriores. Contudo, frequentemente não há menção específica à presença do minoritário, quando e em que condições seus votos foram desconsiderados, mas apenas se foi computada a participação direta ou indireta. É o caso, por exemplo, de Valadares (1998) e Silva (2002).

A seção VIII, especificamente o item VIII.1.a. apresenta um critério específico para o tratamento do controle acionário absoluto através de participações indiretas. Apresenta-se desde já uma ressalva: à primeira leitura, a desconsideração explícita dos votos do acionista minoritário em determinadas condições e níveis da pirâmide de controle acionário pode chocar, por expor a informação perdida. Contudo, um exame mais atento do leitor revelará que o critério não difere em muito dos trabalhos anteriores que tratam da existência de controle acionário na presença de participação indireta, mas torna mais explícito o tratamento.

Adicionalmente, considerou-se a existência do acordo de acionistas. Esta é a principal inovação no estudo de controle acionário no Brasil, o que parece pouco compreensível em função da disponibilidade das informações. Há naturalmente ressalvas a fazer quanto ao conteúdo do acordo, que já foram apresentadas em seu aspecto conceitual no item III.1.a.iv e serão revistas em seu aspecto empírico em VIII.1.a.ii. Ainda assim essas limitações podem ser atenuadas pela contraposição de resultados com e sem a consideração da existência do acordo. Comparadas às medidas de concentração obtidas em trabalhos empíricos anteriores, a concentração é significativamente afetada pela existência do acordo ou grupo de controle, com números que parecem assemelhar-se mais à opinião usual de que empresas no Brasil quase sempre têm acionista controlador.

(iv) Método estatístico – o uso de medianas

Foram considerados quatro anos de dados, 1997, 1998, 1999 e 2000. O único trabalho encontrado utilizando vários anos foi Silveira *et al*, que utilizou três. Contudo, o tratamento foi diverso. A vantagem de se utilizarem alguns anos, como neste trabalho, não é a possibilidade de atribuir um tratamento intertemporal, como será argumentado em X.1, seja pelo período muito curto mesmo para uma análise de dados de painel, seja pelas características das variáveis, com um conjunto de comportamento aproximadamente estático para o período considerado servindo de variável explicativa para um conjunto de variáveis

cujo comportamento é dinâmico. Assim, o benefício auferido pelo tratamento de quatro anos foi a eliminação (ou ao menos redução) de *outliers*, com melhoria na qualidade das informações utilizadas, através do uso de medianas, conforme será explicado em VII.3.e. Adicionalmente, esta abordagem serve para atenuar efeitos que não são devidos a *outliers* mas a aspectos conjunturais específicos de determinados anos, o que foi examinado através de testes com medidas repetidas, que serão explicados na seção X.

O estudo foi ainda exaustivo na exploração de efeitos diretos, quadráticos e de interações, gerando algumas regressões com mais de sessenta regressandos. Os trabalhos que também fizeram alguma exploração neste sentido foram Silveira *et al.*(2003) e Silva (2002), embora de maneira menos ampla. Uma observação específica sobre as regressões será feita ainda nesta seção, em VI.4.

VI.2. A hipótese de relação causal

Já foi dito na seção I.1 que o modelo adotado implica um sentido unidirecional para as implicações causais:

- controle acionário implica controle gerencial;
- estrutura de governança (controle acionário e gerencial) implica desempenho econômico.

As duas simplificações merecem críticas, contudo. No primeiro caso, a estrutura gerencial poderá permitir ou mesmo induzir ações específicas de emissão de ações, recompra ou indução/facilitação de acordos de acionistas que alterem a estrutura de controle. No segundo caso, sabe-se que o desempenho econômico afeta a própria composição conselho, como demonstrado por Bhagat & Black (2000).

A simplificação foi adotada em função da dimensão do estudo, que já se revelou extenso. Contudo, não prejudica os resultados obtidos, pois o resultado reverso seria obtido em outro conjunto de regressões, que forneceria resultados importantes mas complementares, não alterando os resultados das regressões examinadas. Uma alternativa integradora seria a

construção de um modelo intertemporal em que a influência dos resultados sobre as medidas relativas à estrutura de governança seria indiretamente capturada por diferenças ou defasagens nestas medidas, mas a base de dados utilizada, pelo curto período de observação, inviabilizaria tal abordagem.

VI.3. O uso de informações contábeis

A intenção de aumentar a abrangência do estudo conduziu à busca de outras medidas que não as informações de mercado, e a alternativa natural são as informações contábeis, com as críticas naturais a que estão sujeitas, seja em função da natural diferença entre o valor contábil e o valor econômico, seja pela possibilidade de que os valores contábeis sejam propositadamente alterados. uma consideração importante diante dos recentes escândalos contábeis e que, diz o senso comum, deveriam ser ainda mais alterados ao se considerarem empresas menores, menos expostas ao mercado e portanto ao escrutínio de analistas de mercado de capitais. Este é o preço pela maior abrangência, mas há atenuantes importantes a considerar.

Em primeiro lugar, a amostra considerada envolve apenas balanços auditados. Por mais que os eventos recentes possam ter exposto os nomes de algumas empresas de auditoria, pode-se considerar que tais informativos tenham uma qualidade média melhor que a média dos demais, não auditados. Em segundo lugar, a amplitude da amostra tende a diluir casos específicos de distorções. Se em uma indústria o valor do patrimônio líquido subestima o capital acionário, deverá fazê-lo para as empresas daquele setor como um todo, embora mais em umas e menos em outras. Aquelas empresas para as quais o valor diferisse de maneira dissonante seriam justamente as que teriam sua importância estatística reduzida pelo tamanho da amostra. Finalmente, é importante lembrar que os preços registrados em bolsa correspondem às ações de minoritários. Não se comprem controles acionários como operações normais no pregão. Se há desvios específicos em uma empresa que fazem com que

seu lucro diminua, através por exemplo de um mecanismo de *tunneling*, então o ganho potencial para o minoritário também diminuirá. Se o mercado for eficiente, registrará um valor menor para a ação correspondente à redução de lucro já captada pela contabilidade; se não for, então a medida de mercado é que estará comprometida.

VI.4. A abordagem: busca de associações robustas

O estudo da influência da estrutura de governança sobre o desempenho econômico da firma fornece um conjunto de hipóteses sobre relações causais, conforme visto na revisão da literatura efetuada nas seções precedentes, bem como expectativas de resultados que poderiam repetir aqueles já obtidos no exterior ou evidenciar diferenças idiossincráticas do ambiente brasileiro.

Contudo, **não há uma forma funcional a testar**. Tome-se o caso da concentração do poder acionário. Por um lado, a concentração oferece a oportunidade de expropriar, com potencial influência negativa sobre o desempenho; por outro, pode promover um alinhamento dos interesses do acionista controlador com o próprio desempenho da firma. Em qualquer dos dois casos, o máximo que a teoria fornece é uma expectativa quanto ao sinal dessa associação, se negativo (primeiro caso acima) ou positivo (segundo caso acima). Não é possível entretanto saber se essa influência e, por exemplo, linear.

Uma alternativa disponível ao pesquisador seria dada pela tentativa de estilizar as relações montando um modelo que fornecesse relações a serem testadas, validadas ou não. Tal abordagem, contudo, não foi considerada conveniente neste caso em função da quantidade de variáveis envolvida, forçando uma escolha entre uma excessiva complexidade do modelo ou o abandono *a priori* de variáveis cuja influência se procura testar, o que seria ilógico. Optou-se então por uma segunda alternativa, típica da análise multivariada de dados, e que pode ser caracterizada por dois conjuntos de procedimentos:

- Transformação de variáveis buscando-se, através de sua simetrização, obter um efeito de

linearização das relações. Este procedimento será explicado na seção IX.

- Utilização de um modelo linear geral (GLM), que incorpora efeitos principais, quadráticos e de interação das variáveis explicativas. Este procedimento será explicado na seção X.

É de fundamental importância ressaltar que a utilização de um modelo com especificação ampla, isto, é, grande número de variáveis explicativas, mais de uma forma de efeito (principal e quadrático) e com interações das variáveis explicativas, não constitui um mero exercício de regressão. Cada variável escolhida para a análise é discutida nas seções VII e VIII e as relações escolhidas correspondem, com as alterações naturais de um trabalho novo, àquelas usuais no estudo de governança, estando presentes com abordagem semelhante em vários dos trabalhos já apresentados em seções precedentes, não constituindo em si uma inovação ou sofisticação.

Além disso, ao longo da apresentação dos resultados na seção X cada relação obtida é analisada à luz da teoria, confrontando em alguns casos interpretações alternativas ou apontando, em outros, situações de difícil explicação à luz da Teoria de Agência, ao menos com as informações disponíveis.

VII. CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA

VII.1. As primeiras escolhas

A definição de quais empresas examinar possui, no Brasil e em outros países emergentes, um caráter fortemente contingencial. Talvez se possa mesmo incluir nesta restrição algumas nações desenvolvidas, em especial aquelas cuja legislação segue a tradição da Lei Civil. Em que pese o fato de que empresas de capital aberto ou fechado, de grande ou pequeno porte, sociedades anônimas ou limitadas possuem ao menos em princípio diferentes soluções de governança corporativa, com implicações diferentes ou ao menos não generalizáveis, a escolha se faz principalmente pela disponibilidade de informações e não pela livre opção por um ou outro grupo. Com relação a esta regra *ad hoc*, o presente trabalho não constitui exceção. Optou-se pelas empresas de capital aberto em função da obrigatoriedade de apresentação periódica de informações à CVM – Comissão de Valores Mobiliários, bem como pela auditoria contábil a que tais empresas devem submeter-se. Embora certos mecanismos de incentivo aos agentes econômicos envolvidos possam ser os mesmos para as categorias de empresas não incluídas, não há razão para, ao menos *a priori*, julgar que os resultados obtidos aqui sejam de alguma forma generalizáveis às demais empresas que não se enquadram neste perfil.

Em contrapartida à ausência ou deficiência de informações de empresas não listadas na CVM, as informações relativas às empresas listadas estavam facilmente disponíveis em meio eletrônico. Disponíveis em base individual em www.cvm.gov.br, tais informações foram gentilmente cedidas por aquele órgão de forma agregada e em meio eletrônico, permitindo a definição da amostra a partir da disponibilidade dos dados: **todas as empresas cujas informações estivessem disponíveis em base Windows® no período de 1997 a 2000**. Tal escolha levou a uma **total de 1.004 nomes, já excluídas instituições financeiras, seguradoras e empresas cujo balanço anual não fosse encerrado em 31/12**. A utilização de

tal amostra, por si só, elimina questões quanto à sua representatividade e generalização, no que diz respeito às empresas listadas. Adicionalmente elimina, para esse período, um eventual problema com viés de sobrevivência, dado que foram consideradas tanto as empresas que interromperam o fornecimento de informação quanto aquelas que iniciaram tal fornecimento durante o período considerado.

VII.2. Uma nota sobre a obtenção dos dados e sua agregação

As informações contábeis e cadastrais são fornecidas pelas empresas listadas à CVM através de arquivos em formato ASCII, em formato estruturado e compactados. A descompactação e formatação de tais informações é feita através de um programa, fornecido pela CVM, denominado DivExt (de “divulgação externa”), que entretanto realiza tal formatação em base individual, o que representaria um obstáculo à realização de um estudo agregado e por um período de vários anos.

Para viabilizar a agregação dos dados, desenvolveu-se um novo programa, denominado ID (de “importação de dados”), cujo objetivo inicial era o de coletar as informações e construir uma tabela agregada. Em função, contudo, da grande extensão das informações (cerca de 18 mil arquivos, totalizando aproximadamente 1,2 GB compactados e talvez mais de 10 GB expandidos), optou-se no ID por um processo que consiste de um conjunto de consultas. Para cada consulta, em que se define um conjunto de empresas, datas e informações específicas, o programa realiza uma pesquisa na base de dados, expandindo cada arquivo necessário e copiando a informação solicitada, que é depositada em uma tabela Access[®]. As tabelas geradas a partir de tais consultas foram a base da pesquisa. O processo está ilustrado na figura 7.1.

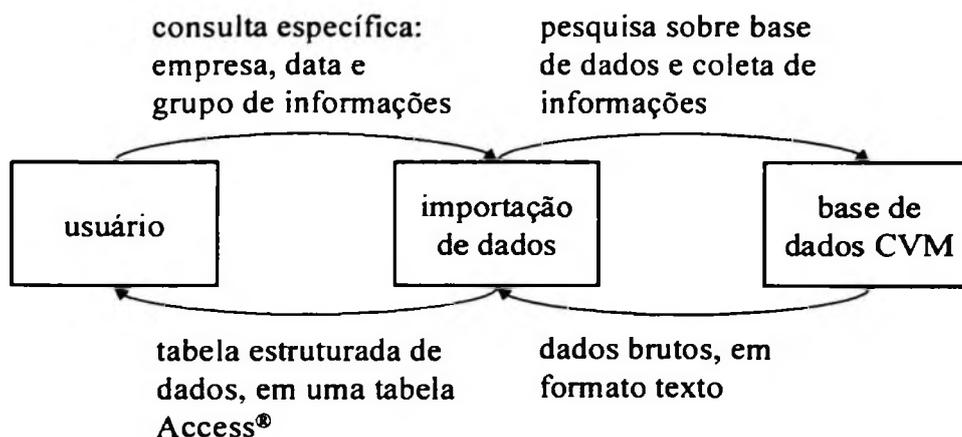


Figura 7.1: funcionamento do sistema ID. O programa Importação de Dados funciona como uma interface de consulta à base de dados da CVM, extraíndo as informações e construindo uma tabela Access®.

As informações coletadas, bem como o processamento inicial necessário à sua utilização, são apresentados nos itens subseqüentes. Cabe entretanto observar que, **embora as informações relativas às empresas tenham sido obtidas através da CVM, a fonte de dados pode ser considerada primária.** Isto porque a CVM é mera depositária dos arquivos gerados pelas próprias empresas, não havendo qualquer manipulação por parte daquele órgão.

VII.3. Pré-processamento dos dados

Embora estruturadas do ponto de vista de sistema, as informações brutas apresentam irregularidades de forma e conteúdo que constituem obstáculos à análise. As principais irregularidades são:

- **Informações parciais de controle acionário.** Particularmente na ocorrência de pirâmides, as participações tendem a ser apresentadas incompletas em alguns ramos da pirâmide. As informações necessárias à correção estão em geral disponíveis, mas a correção precisa ser feita manualmente (vide VII.3.a abaixo).
- **Não uniformidade de nomes, títulos e contas.** Muitas informações são fornecidas em formato de texto e com alterações tais como abreviações ou mesmo grafias diferentes, para o mesmo nome, dificultando uma pesquisa automatizada. No caso da composição de

conselho e diretoria, por exemplo, a separação entre presidente do conselho e presidente da diretoria precisou ser estimada com uma regra heurística (vide VII.3.b abaixo). Além disso, exceto pelas maiores contas dos demonstrativos (tais como receita bruta, total de ativos, total do patrimônio etc.) o próprio código numérico da conta também varia de empresa a empresa, o que restringe a formulação agregada de análises financeiras.

- **Incorreções no preenchimento de dados.** Algumas informações em formato texto apresentam incorreções primárias que sugerem descaso ou despreparo de quem preparou os dados. A nacionalidade do acionista, por exemplo, é uma das informações que precisaram ser desconsideradas, porque em muitos casos era simplesmente omitida e em outros era fornecida em uma forma que inviabilizava o processamento, tal como a empresa 018490, que informou “Piracanjuba” e “Pará de Minas” como nacionalidades em 1999.

Tais obstáculos, além de influenciar a decisão sobre quais testes e verificações poderiam ser feitos (em outras palavras, que perguntas podiam ser respondidas), impuseram também a execução de um conjunto de procedimentos de preparação, predominantemente manuais, que são apresentados a seguir. Finalmente, dadas as restrições enfrentadas optou-se pela simplificação da análise para preservar a abrangência, tanto em termos de número de empresas como de abrangência intertemporal. Os itens a seguir apresentam o processamento mínimo necessário à utilização dos dados e a seção VIII, ao discutir a anatomia da governança no Brasil, apresenta as variáveis que foram extraídas a partir da tabela de dados.

VII.3. a) O controle acionário

A posição de cada acionista da empresa é identificada por um código numérico que identifica em que nível da pirâmide está e de quem é acionista:

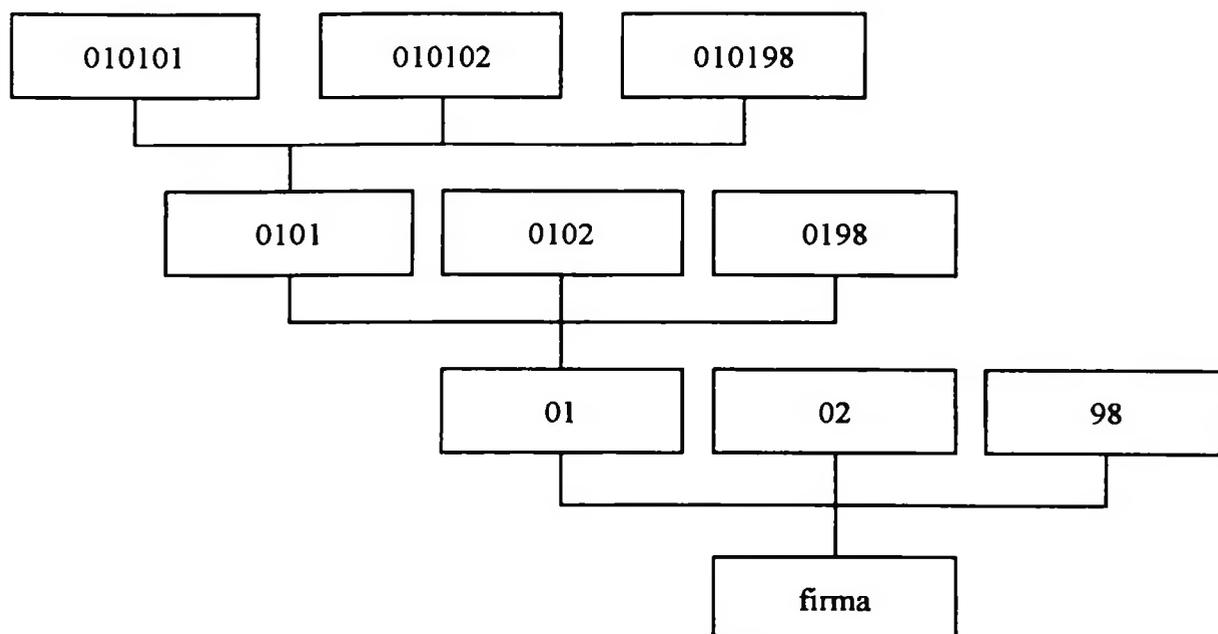


Figura 7.2: o sistema de código numérico dos acionistas. Cada nível da pirâmide acrescenta dois algarismos, que se justapõem ao código do mesmo ramo no nível anterior.

O código, como a figura 7.2 mostra, apresenta $2 \times n$ algarismos, onde n é o nível de pirâmide em que o acionista se encontra. Assim, o acionista 010102 possui ações ou quotas de participação em 0101, que possui participação em 01, que é um dos acionistas da empresa. Os códigos 97, 98 e 99 são reservados, respectivamente, para “ações em tesouraria”, “outros” e “total”. Como o código identifica a posição e não o acionista individualmente, uma mesma pessoa física ou jurídica pode apresentar dois ou mais códigos. Assim, se o analista desejar saber qual é a participação total dessa pessoa na empresa, deverá tomar **dois cuidados**:

- identificar **todas as posições** na pirâmide em que tal acionista aparece;
- estabelecer uma hipótese sobre o **significado e comparabilidade das diversas posições**, pois possuir uma participação direta, como acionista 01, é diferente de possuir uma participação indireta e com vários níveis de distância, como 03020401 (neste caso, está no quarto nível de pirâmide, que começa com o acionista 03).

O procedimento manual necessário para tratar o primeiro item é apresentado nos próximos parágrafos. O segundo tratamento é desenvolvido no item VIII.1.a.

Para exemplificar a preparação dos dados de controle acionário, considere-se o

exemplo abaixo (figura 7.3):

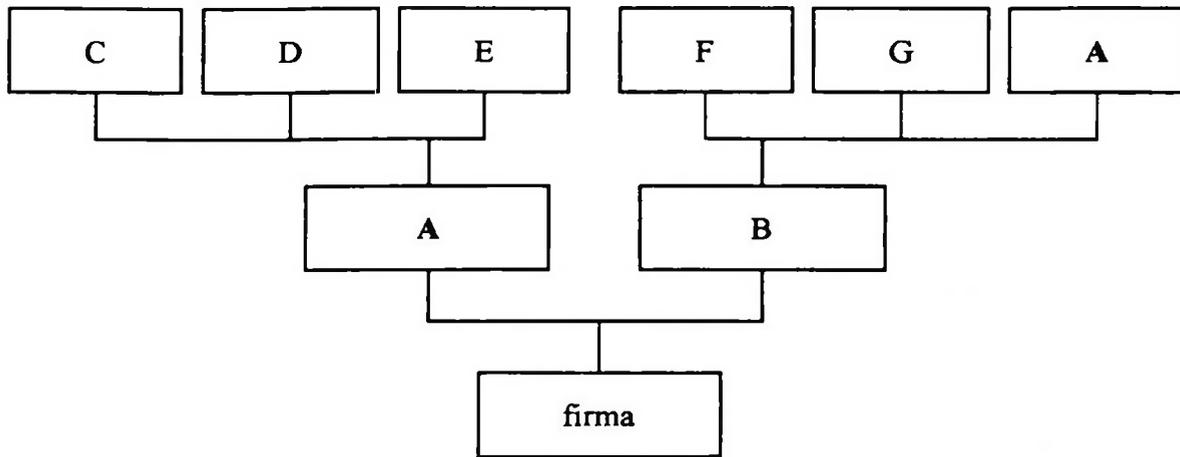


Figura 7.3: exemplo hipotético de informação sobre participações societárias. O acionista A aparece em duas posições, gerando distorções na representação do controle acionário.

Como se vê na figura 7.3, o acionista A aparece em duas posições, que podem ser identificadas por 01 e 0203. Na primeira posição, entretanto, vê-se que não é acionista final, mas uma empresa cujos acionistas (ou quotistas) são C, D e E, que ocupam respectivamente as posições 0101, 0102 e 0103. A utilização direta das informações levaria a uma análise equivocada, porque o acionista A não é acionista final e porque C, D e E teriam suas participações subestimadas. Ficaria ainda subestimado o número de níveis de pirâmide no controle acionário. Então, para que a análise seja executada corretamente, a figura precisa ser completada, com posições adicionais para os acionistas C, D e E, respectivamente em 020301, 020302, 020303.

O problema ilustrado acima pode ser exemplificado com um caso real (Tabela 7.1). As informações geradas pelo sistema ID, extraídas da base de dados da CVM, apresentam o seguinte formato:

Tabela 7.1: participações acionárias informadas em estado bruto

A empresa **Hejoassu Administração Ltda.** aparece duas vezes na tabela, mas em apenas uma delas (010301020101) os nomes de seus sócios são apresentados, sendo a outra representada como se fosse um acionista final. O caso abaixo foi extraído da base de dados de 1998.

| CODCVM | DATAIAN | ITEM | RAZAO_SOC |
|--------|----------|----------------|-----------------------------------|
| ----- | | | |
| 003824 | 19981231 | 0103010201 | CIMENTO RIO BRANCO S/A |
| 003824 | 19981231 | 010301020101 | HEJOASSU ADMINISTRAÇÃO LTDA. |
| 003824 | 19981231 | 01030102010101 | JOSÉ ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010102 | ANTONIO ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010103 | ERMÍRIO PEREIRA DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010104 | MARIA HELENA DE MORAES SRIPILLITI |
| 003824 | 19981231 | 010301020102 | S/A INDUSTRIAS VOTORANTIM |
| 003824 | 19981231 | 01030102010201 | HEJOASSU ADMINISTRAÇÃO LTDA. |
| 003824 | 19981231 | 01030102010202 | OUTROS |

A empresa **Hejoassu Administração Ltda.** aparece duas vezes na tabela, mas em apenas uma delas os seus sócios quotistas estão identificados. Para que a análise seja desenvolvida corretamente, quatro novas linhas devem ser incluídas na tabela. Esta correção é feita pela reprodução das linhas dos acionistas de código **01030102010101** a **01030102010104**, e posterior correção dos códigos para **0103010201020101** a **0103010201020104**. Todo este processo foi realizado manualmente, desde a identificação dos casos em que a correção era necessária até a correção dos códigos⁸⁷. Após a correção, o exemplo escolhido assume o seguinte aspecto:

⁸⁷ Especificamente no caso da identificação o processo foi parcialmente automatizado por uma rotina em VBA que identificava acionistas que, presentes em mais de uma linha, eram acompanhados de seus próprios acionistas/quotistas ou não. Contudo, esta rotina utilizava como chave um campo tipo texto, que demandava verificação manual para eventuais inconsistências de digitação.

Tabela 7.2: participações acionárias corrigidas

Os dados referentes à **Hejoassu Administração Ltda.** foram replicados e corrigidos na parte da tabela em que havia omissão.

| CODCVM | DATAIAN | ITEM | RAZAO_SOC |
|---------------|-----------------|-------------------------|--|
| ----- | | | |
| 003824 | 19981231 | 0103010201 | CIMENTO RIO BRANCO S/A |
| 003824 | 19981231 | 010301020101 | HEJOASSU ADMINISTRAÇÃO LTDA. |
| 003824 | 19981231 | 01030102010101 | JOSÉ ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010102 | ANTONIO ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010103 | ERMÍRIO PEREIRA DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 01030102010104 | MARIA HELENA DE MORAES SRIPILLITI |
| 003824 | 19981231 | 010301020102 | S/A INDUSTRIAS VOTORANTIM |
| 003824 | 19981231 | 01030102010201 | HEJOASSU ADMINISTRAÇÃO LTDA. |
| 003824 | 19981231 | 0103010201020101 | JOSÉ ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 0103010201020102 | ANTONIO ERMÍRIO DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 0103010201020103 | ERMÍRIO PEREIRA DE MORAES |
| 003824 | 19981231 | 0103010201020104 | MARIA HELENA DE MORAES SRIPILLITI |
| 003824 | 19981231 | 01030102010202 | OUTROS |

Este processo, **na medida em que as informações estejam disponíveis**, reduz a deficiência de informação devida a participações cruzadas, pois permite completar as participações societárias até as pessoas físicas.

Finalmente, não foi possível verificar a existência de relações familiares entre os acionistas. Anderson & Reeb (2003) mediram a presença da família pela existência de um sobrenome comum entre os acionistas e ressaltando que tal medida subestimava a presença de relações familiares por razões óbvias e precisaram adicionar exames individuais da história da empresa em alguns casos. Mesmo o critério do sobrenome, contudo, seria prejudicado no presente caso pela pouca uniformidade da formatação e pela abrangência adotada neste trabalho, optando-se por omiti-la. Um atenuante para esta ausência, embora de difícil quantificação, foi a consideração da presença de acordos de acionistas. Assim, parte das relações familiares não diretamente consideradas foi incluída nos acordos de acionistas.

VII.3. b) O controle gerencial

No caso dos dados de controle gerencial, o obstáculo residiu no fato de que a identificação das posições é feita através de títulos não padronizados em formato texto. Também os nomes dos ocupantes são digitados pelas empresas em formulário independente daquele de participações acionárias, fazendo com que muitas vezes as informações não possam ser corretamente identificadas sem um processamento manual que inviabilizaria toda a pesquisa, como no exemplo hipotético abaixo:

- no relatório de participações acionárias: **A. Belmiro da Silva**;
- no relatório de posições gerenciais: **Abelardo B. Sylva**.

Casos como o ilustrado acima impediram a verificação da presença de acionistas na administração ou ainda o percentual de participação acumulado pela direção e/ou conselho da empresa no nível de agregação de que a pesquisa tratou. Contudo, a acentuada concentração do controle acionário efetivo apresentada na seção VIII.1. atenua esta limitação.

A única preparação específica efetuada sobre os dados diz respeito aos cargos de presidente do conselho de administração e de presidente da diretoria executiva. Um dado central ao debate sobre governança corporativa é a separação entre esses cargos, para que a função de supervisão não seja prejudicada. Este dado específico está disponível na base de dados da CVM, mas sua utilização envolve uma estimativa, baseada nos seguintes pontos:

- os títulos referentes a Presidente do Conselho e Diretor Presidente, embora apresentem variações, envolvem o uso da palavra “**presidente**” ou alguma abreviação, especificamente “**pres**”;
- a presença de “**pres**”, relativo a presidente, pode ser acompanhada da palavra “**vice**”, indicando um vice presidente;
- cada nome é acompanhado de um código, que pode ser 1, 2 ou 3, representando respectivamente membro da diretoria executiva, membro do conselho de administração ou de ambos.

Tomando como base os itens acima, a separação entre as presidências do conselho e da diretoria ocorre quando é possível identificar um nome cujo título possui a palavra “pres”, não possui a palavra “vice” e o código é 2, indicando que o presidente do conselho não é membro da diretoria executiva. A ausência da palavra “pres” em todas as posições não ocorreu na amostra. Não se considerou o caso teoricamente possível de que o presidente do conselho de administração apresentasse o código 3 mas não fosse diretor presidente, pois isto seria uma aberração e, na prática, faria com que o presidente do conselho fosse subordinado hierárquico do executivo cuja atuação deve ser supervisionada pelo órgão que preside. Não é possível quantificar a existência deste caso, embora a expectativa é de que simplesmente não ocorra. A impossibilidade de calcular é compensada pelo fato de que este caso seria equivalente, do ponto de vista de incentivo aos atores, ao caso em que uma única pessoa preside os dois órgãos. Isto posto, a estimativa pode ser considerada, do ponto de vista prático, equivalente à própria variável que estima.

Um subproduto desta análise foi a identificação do caso em que o título de presidente era acompanhado pelo código 1, significando que o diretor presidente não era membro do conselho de administração. Embora tal informação não ocupe lugar central no debate, resolveu-se que não seria desprezada. A ausência do diretor presidente no conselho, em que pese o fortalecimento do poder de supervisão desse conselho, pode fazer com que sua capacidade de supervisão diminua, pelo afastamento entre os dois órgãos e um eventual prejuízo à eficácia da supervisão. Enfatizando que não era central à análise, essa informação foi incluída nas análises.

Quanto à presença da família na administração, cabe aqui a mesma observação feita ao final do item anterior. Assim, não foi considerada.

VII.3. c) Os dados financeiros

Os dados financeiros são aqueles em que a ausência de padronização mais chama a

atenção, em virtude do fato de serem informações quantitativas. Contudo, falta uniformidade não apenas aos nomes das contas mas aos próprios códigos adotados, como está exemplificado a seguir:

- passivo circulante foi encontrado com o código 2.01 mas também com 2.02;
- empréstimos e financiamentos de curto prazo foram encontrados com o código 2.01.01, 2.01.06 ou ainda 2.02.03.01, em alguns casos com o título envolvendo a palavra “**outros**”, o que virtualmente destrói o valor do conteúdo dessa conta para fins de análise;
- resultado operacional foi encontrado com o código 3.05, 3.07 e 3.08, sendo que para fins de análise de rentabilidade de ativos seria necessário excluir as despesas financeiras, para as quais foram encontrados os códigos 3.06.03 e 3.07.03.

A maior parte dos exemplos acima não impõe grande dificuldade a um analista que esteja examinando os dados individualmente, mas inviabiliza a construção de um algoritmo automatizado aceitável para o nível de agregação envolvido. Neste caso não havia preparação específica a fazer, mas a verificação de quais informações poderiam ser uniformemente extraídas e que estimativas poderiam ser consideradas aceitáveis. As variáveis financeiras colhidas para a análise são apresentadas na tabela 7.3 abaixo:

Tabela 7.3: as variáveis financeiras

As variáveis desta tabela foram extraídas exclusivamente dos balanços, sendo portanto valores estritamente contábeis. Em alguns casos foi utilizada estimativa e os comentários e explicação das escolhas estão localizados imediatamente após a apresentação da tabela.

L = lucro líquido em doze meses, encerrados em 31/12

Variáveis de controle

| Nome | Símbolo / fórmula | Domínio |
|--|--------------------------|---------------------------------|
| Ativo total | $F1$ | R_+ |
| Patrimônio líquido | $F2$ | R |
| Receita líquida | $F3$ | R_+ |
| Exercício fiscal (somente foram considerados os casos de exercício fiscal encerrando em 31/12) | t | $t \in \{1997,1998,1999,2000\}$ |

Tabela 7.3: as variáveis financeiras

As variáveis desta tabela foram extraídas exclusivamente dos balanços, sendo portanto valores estritamente contábeis. Em alguns casos foi utilizada estimativa e os comentários e explicação das escolhas estão localizados imediatamente após a apresentação da tabela.

L = lucro líquido em doze meses, encerrados em 31/12

Variáveis de desempenho

| Nome | Símbolo / fórmula | Domínio |
|------------------------------------|--|----------------|
| Rentabilidade do capital acionário | $F4 = \frac{L_t}{\sqrt{F2_t \times F2_{t-1}}}$ | R |
| Crescimento da receita líquida | $F7 = \frac{F3_t}{F3_{t-1}} - 1$ | $[-1; \infty]$ |
| Crescimento do ativo total | $F8 = \frac{F1_t}{F1_{t-1}} - 1$ | $[-1; \infty]$ |

Decisão financeira

| Nome | Símbolo / fórmula | Domínio |
|----------------------|--|----------------|
| Estrutura de capital | $F9 = \frac{\sqrt{F1_t \times F1_{t-1}}}{\sqrt{F2_t \times F2_{t-1}}}$ | $[+1; \infty]$ |

Vários ajustes considerados usuais à análise financeira foram desconsiderados na apuração das variáveis. O motivo para essa decisão foi o fato de que tais informações não eram disponíveis de maneira uniforme nem quanto ao nível de abertura, nem quanto ao código e nem mesmo, em alguns casos, de maneira inter-temporal para uma mesma empresa. As decisões e as esperadas conseqüências são apresentadas a seguir. A inclusão dessas informações, do ponto de vista operacional, virtualmente inviabilizaria o procedimento. Do ponto de vista estatístico, espera-se que os efeitos ou se compensem ou, quando introduzindo um viés consistentemente positivo ou negativo (como o passivo subestimado pela ausência de operações de leasing), se estendam de maneira aceitavelmente uniforme ao longo da grande quantidade de empresas. Contudo, este é um ponto a ser levado em consideração quanto à interpretação dos resultados obtidos nas seções VIII e X.

(i) Rentabilidade do capital acionário: F4

Nenhum ajuste foi feito ao patrimônio líquido porque essa informação, além de não ser disponível para todas as empresas, não possuía código uniforme, impedindo um exame agregado na quantidade de dados utilizada. Daí a utilização de um valor médio para o patrimônio, ao invés de um valor inicial ajustado. Também não foram considerados ajustes ao lucro, tais como o diferimento de despesas financeiras permitido pelo Governo Federal para a desvalorização cambial de 1999 e objeto de ressalva por todas as auditorias.

(ii) Ativo (e passivo) total

Não foram incluídos valores extra-balanço, tais como o saldo de operações de leasing e passivos contingentes devidos a garantias estendidas a terceiros ou operações com instrumentos derivativos.

(iii) Estrutura de capital

A segregação de dívida financeira foi considerada e abandonada por duas razões. Em primeiro lugar, pela pouca uniformidade dos códigos das contas. Em segundo, porque certas operações de compra financiada, tais como cartas de crédito e financiamento do fornecedor (*suppliers' credit*) admitem variações quanto à forma e contabilização que poderiam eliminar o ganho da tentativa de classificação mais refinada. Considerou-se assim, que, para o nível de informações uniformemente disponível, a comparação do total de ativos com o patrimônio líquido é o melhor indicador para a escolha do nível de capitalização da atividade.

VII.3. d) Informações de controle

Duas informações foram especificamente adotadas para controle: o setor econômico e o estado da empresa.

No caso do setor econômico, o código foi extraído do campo CODATIV (código da

atividade), de sete algarismos e simplificado para um código de três algarismos. Ex.: o código 1010200 foi transformado em 101, o que foi viabilizado pela própria estrutura do CODATIV, em que os quatro algarismos da direita representam subdivisões dos três primeiros. Tal agregação permitiu a redução dos setores a vinte e cinco categorias, viabilizando sua utilização estatística como variável categorizada.

Tabela 7.4: códigos de setores

Os nomes dos setores não apresentavam uniformidade. Os nomes adotados abaixo foram escolhidos entre os que se mostraram mais representativos ou mais abrangentes entre os encontrados.

| Código | Setor |
|---------------|---------------------------------------|
| 101 | Agropecuária |
| 102 | Agroindústria e alimentos |
| 103 | Bebidas e fumo |
| 104 | Comércio |
| 105 | Construção |
| 106 | Couro e derivados |
| 107 | Editorial e gráfica |
| 108 | Eleto-eletrônicos |
| 109 | Instituição Financeira |
| 110 | Madeira |
| 111 | Máquinas e implementos agrícolas |
| 112 | Veículos e equipamentos de transporte |
| 113 | Autopeças |
| 114 | Indústria metalúrgica e siderúrgica |
| 115 | Mineração |
| 116 | Papel e embalagens |
| 117 | Administração e participações |
| 118 | Química, petroquímica e farmacêutica |
| 120 | Empreendimentos imobiliários |
| 121 | Comercio de máquinas e veículos |
| 122 | Têxtil e confecções |
| 123 | Transporte |
| 124 | Turismo |
| 125 | Indústria |
| 199 | Serviços públicos e concessões |

Utilizou-se ainda como uma segunda variável de controle a situação da empresa, identificada pelos seguintes códigos:

Tabela 7.5: códigos de situação

Neste caso os termos são padronizados e os dados não requerem qualquer preparação.

| Código | Situação |
|--------|--------------------------|
| 1 | pré-operacional |
| 2 | operacional |
| 3 | concordatária |
| 4 | falida |
| 5 | liquidação extrajudicial |
| 6 | paralisada |
| 7 | em liquidação |

VII.3. e) A opção pela mediana e pela moda

Conforme será explicado adiante, na seção X, apesar de os dados cobrirem um período de quatro anos optou-se pelo seu tratamento como um corte transversal (*cross section*), com os valores relativos aos quatro anos substituídos por sua mediana intertemporal. O motivo da opção pela mediana em lugar da média é a robustez dessa medida de tendência central, particularmente importante porque no presente caso a pequena quantidade de informações para cada empresa torna os dados sensíveis à presença de *outliers*. O fato de que nem todas as empresas possuem dados relativos aos quatro anos reforça este aspecto. Embora o conceito de mediana não seja complexo, o procedimento de cálculo será aqui revisto para deixar claro qual seu benefício e quando ocorre.

Suponha-se que para uma variável qualquer x foi coletada a amostra $A = \{x_1; x_2; x_3; x_4\}$, onde os índices 1, 2, 3 e 4 representam, respectivamente, os anos de 1997, 1998, 1999 e 2000. Para uma empresa particular, um ou mais dados podem não estar presentes, gerando amostras como $A' = \{x_1; x_2; x_4\}$, $A'' = \{x_3; x_4\}$ ou $A''' = \{x_2; x_3; x_4\}$, entre outras. A cada amostra corresponde um ordenamento $[A] = [x_{(1)}; x_{(2)}; x_{(3)}; x_{(4)}]$, tal que

$x_{(1)} \leq x_{(2)} \leq x_{(3)} \leq x_{(4)}$, onde os índices entre parêntesis correspondem à posição relativa do valor e não ao ano a que se refere. Assim, enquanto x_i é o valor correspondente a 1997, $x_{(1)} = \min\{A\}$. Amostras com três, dois e um único elemento geram, respectivamente, $[x_{(1)}; x_{(2)}; x_{(3)}]$, $[x_{(1)}; x_{(2)}]$ e $[x_{(1)}]$.⁸⁸ O cálculo da mediana e seu efeito sobre potenciais *outliers* são apresentados na tabela 7.6:

Tabela 7.6: o uso da mediana e seu efeito sobre a presença de *outliers*

| Ordenamento da amostrada empresa i | Mediana | Tratamento de <i>outliers</i> |
|--|---------------------------------|---|
| $[x'_{(1)}; x'_{(2)}; x'_{(3)}; x'_{(4)}]$ | $\frac{x'_{(2)} + x'_{(3)}}{2}$ | A presença de até dois <i>outliers</i> faria com que fosse(m) alocado(s) à(s) posição(ões) $x'_{(1)}$ e/ou $x'_{(3)}$. |
| $[x'_{(1)}; x'_{(2)}; x'_{(3)}]$ | $x'_{(2)}$ | Idem anterior. agora com $x'_{(1)}$ e/ou $x'_{(3)}$. |
| $[x'_{(1)}; x'_{(2)}]$ | $\frac{x'_{(1)} + x'_{(2)}}{2}$ | Resultado equivalente ao que se obteria com o uso da média. |
| $[x'_{(1)}]$ | $x'_{(1)}$ | Resultado equivalente ao que se obteria com o uso da média. |

Duas variáveis de controle mereceram um tratamento diferente: o código do setor e o código de situação já apresentados no item precedente. Sendo variáveis categorizadas, sua média ou mediana é desprovida de significado. Entretanto, assim como as demais elas também apresentam variações ao longo do período de quatro anos, embora predominantemente permaneçam constantes. Para tratar os casos de empresas optou-se por adotar a categoria de maior frequência, ou seja, a moda. A adoção da moda significa que para as empresas em que houve mudança na classificação setorial ou de situação e, portanto, há dados relativos à classificação que não foi escolhida. As opções óbvias eram o descarte dessas informações ou seu uso apesar de a classificação não ser a mesma. Adotou-se a segunda opção, a manutenção das informações, com base no pressuposto de que embora a mudança de

⁸⁸ Os índices de $[A]$ independem de qual o ano relativo ao dado que falta.

classificação tenha um caráter de descontinuidade na base de dados. não corresponde a uma descontinuidade igual em termos reais. Considerou-se mais adequado supor que uma empresa não abandona bruscamente uma indústria ao final de um ano e se torna repentinamente operacional em outra no ano seguinte. Embora esta situação possa ocorrer em situações específicas, considerou-se que se houve mudança na classificação setorial foi porque ocorreu uma inversão na importância relativa de atividades que coexistiam antes e continuam coexistindo depois da mudança na classificação, sendo portanto relevantes as informações que de outra forma seriam descartadas. O mesmo raciocínio foi aplicado à mudança no código de situação. Considerou-se que uma empresa que entra em concordata já apresentada problemas financeiros, uma empresa que muda o código de pré-operacional para operacional ainda não é uma empresa madura e assim para os demais casos.

Do ponto de vista computacional, utilizou-se o fato de que nos dois casos a categorização foi feita através de um código numérico. Assim, o *software* estatístico simplesmente atribuiu à moda o valor numérico de maior frequência, e tudo se passa como se essa variável categorizada possuísse sempre o mesmo valor. Esse procedimento fica mais claro com um exemplo. Uma empresa que era pré-operacional em 1997 e operacional nos anos seguintes apresenta os seguintes valores para o código de situação: {1;2;2;2}. O valor 2 corresponde à moda e o código de situação é tomado como 2 para efeito de análise estatística.

VIII. ANATOMIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

VIII.1. O controle acionário

Segundo o modelo de análise aqui adotado, as variáveis explicativas estão agregadas em dois grupos: variáveis de controle acionário e variáveis de controle gerencial. Nesta seção tais variáveis são examinadas de forma descritiva, permitindo responder à primeira questão de pesquisa: como a governança corporativa se manifesta no Brasil.

As variáveis são aqui definidas e justificadas. Algumas regressões utilizando o modelo linear geral são apresentadas mas sua finalidade é exclusivamente descritiva: trata-se de verificar se o comportamento dessas variáveis é de alguma forma afetado pelo tamanho da firma, setor econômico e situação em que a firma se encontra.

VIII.1. a) O tratamento do controle acionário

O uso de pirâmides, como já foi mencionado em VII.3.a, insere um complicador na análise do controle acionário. Os desafios desta análise podem ser apresentados pelo exame da figura 8.1. Suponha-se que a mesma pessoa física esteja presente no controle acionário da empresa ilustrada na figura ocupando as posições 03 e 0201.

Como acionista da **firma**, possui diretamente 20% do capital votante na posição 03. Contudo, é controlador da holding 02, que possui 20% dos votos. Adicionalmente, a holding 02 possui um acordo de acionistas com o acionista 01, que detém outros 20% dos votos. Ao menos duas questões precisam ser consideradas:

- Ser controlador de uma holding que possui votos na assembléia não é o mesmo que possuir as ações individualmente. É possível somar essas participações?
- Em que medida os acionistas unidos por um acordo podem ser considerados um único acionista? É possível somar essas participações?

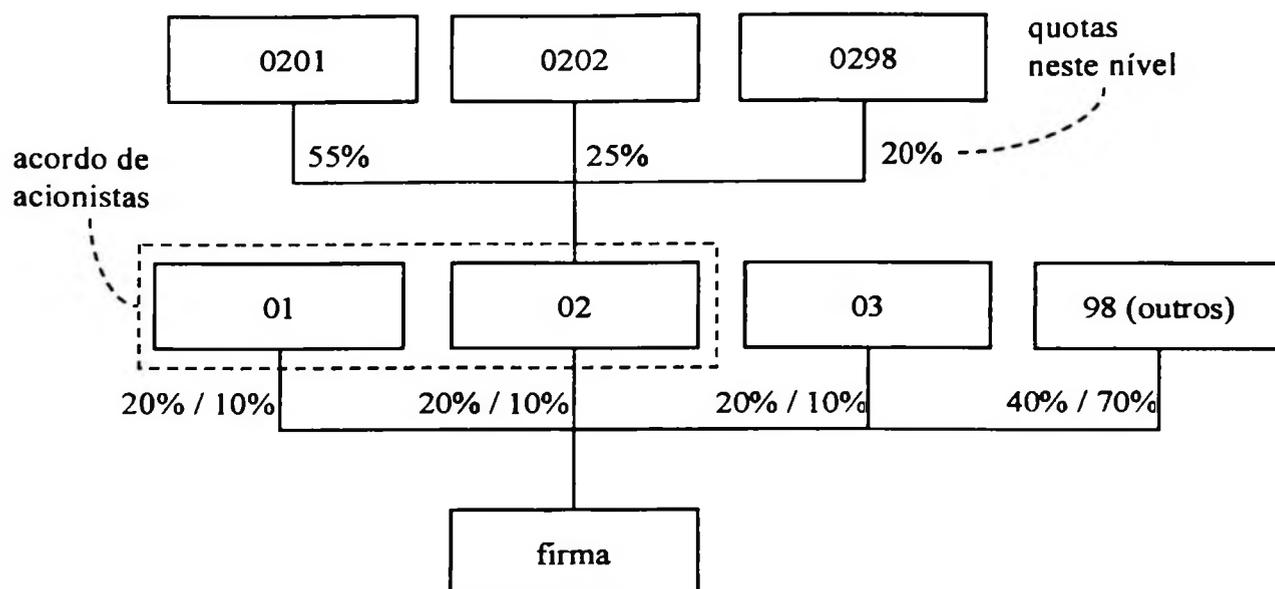


Figura 8.1: avaliação da concentração acionária. O acionista 0201 concentra o poder acionário pelo uso simultâneo de classes de ações, pirâmide e acordo de acionistas. Ocupa também a posição 03. Os percentuais significam, respectivamente, percentual dos votos e percentual do total de ações.

Do ponto de vista de um estudo de caso, a melhor solução possivelmente seria levar todas as informações em consideração, analisando o efeito da convivência do acionista com seus sócios minoritários na holding e com seu parceiro de acordo. Contudo, tal alternativa é insatisfatória para um estudo agregado do controle, o que pede a formulação de hipóteses simplificadoras para o tratamento de cada um desses dois temas. Suponha-se inicialmente que se considerasse apenas a proporção do capital e/ou dos votos que o acionista possui em cada posição. Neste caso, ter-se-ia:

- $55\% \times 20\% = 11\%$ de votos através de holding e $55\% \times 10\% = 5,5\%$ do capital total;
- 20% dos votos diretamente e 10% do capital.

Desta forma, estaria contribuindo com 15,5% do capital total em troca de 31% dos votos, parte deles de maneira indireta. A questão agora é definir (i) como considerar o fato de que é controlador da holding 02 e (ii) como considerar o fato de que pertence a um acordo de acionistas.

(i) O controle da holding

A presença significativa de acionistas minoritários, por pequena que seja a sua proteção em um país de lei civil como é o caso brasileiro, pode vir a alterar em alguma medida a atuação do controlador. Por mais ditatorial que seja a atuação desse controlador, a necessidade de submeter-se a uma assembléia e registrar decisões em que o acionista minoritário manifesta discordância, abrindo a possibilidade não só de ações judiciais mas inclusive podendo levar a público sua posição, criando dificuldades variadas com relação ao mercado de capitais e mesmo a relações privadas comerciais e de crédito, de alguma forma pode fazer com que o controlador altere sua atuação caso entenda que o custo *ex ante* dessa atuação alterada seja inferior ao custo *ex post* de um conflito. Ceder para evitar conflitos não é o mesmo que compartilhar decisões. Um acionista que detenha 50% dos votos mais um, caracterizando o controle absoluto, dará a palavra final enquanto sentir que pode fazê-lo com vantagens que superem o custo do conflito. Esta análise supera em abrangência a questão específica do conflito de agência, pois envolve também diferenças de opinião, com o minoritário, a respeito da estratégia e da operação do negócio, mesmo que não haja desalinhamento de interesses. É necessário, portanto, encontrar um critério que seja capaz de reconhecer o poder desproporcional do controle ao mesmo tempo em que se reconhece a presença do minoritário.

A formulação deste critério está baseada em dois pressupostos simplificadores:

- A partir do segundo nível da pirâmide, os acionistas passam a ter dois focos de interesse, um na própria empresa em que têm participação e outro na **firma**. No exemplo da figura 8.1, os indivíduos 0201 e 0202 tomam decisões relativas às próprias atividades de 02 e também relativas à atuação de 02 como acionista da **firma**.
- À medida em que se caminha em direção ascendente na pirâmide, as decisões dos acionistas ou quotistas em relação à **firma** tendem a afastar-se dos temas quotidianos e se tornam mais binárias: votar a favor ou contra em decisões que atingem o nível de

assembléia.

Com base nesses dois pressupostos, adotou-se o seguinte procedimento de ajuste para as participações a partir do segundo nível da pirâmide:

- Percentual de votos: na presença de controle absoluto, o acionista controlador passa a deter 100% dos votos e os demais (minoritários) não votam.
- Participação no capital total: não há ajuste.

A aplicação deste critério é exemplificada na tabela 8.1:

Tabela 8.1: critério de ajuste de participações acionárias

Os acionistas A e B estão em algum lugar da pirâmide, a partir do segundo nível. Cada um deles, por sua vez, possui seus próprios acionistas, respectivamente A1, A2, B1 e B2. No caso da firma A existe o controle absoluto por parte de A1, o que origina o ajuste. Já no caso da firma B, a ausência de controle absoluto justifica a manutenção dos percentuais originais. Nos dois casos o ajuste é restrito aos percentuais de votos, não incluindo o capital.

| Antes do ajuste | | | | |
|-----------------|---------|-----|---------|-----|
| | firma A | | firma B | |
| acionista | A1 | A2 | B1 | B2 |
| % votos | 51% | 49% | 50% | 50% |
| % capital | 51% | 49% | 50% | 50% |
| Após o ajuste | | | | |
| | firma A | | firma B | |
| acionista | A1 | A2 | B1 | B2 |
| % votos | 100% | 0% | 50% | 50% |
| % capital | 51% | 49% | 50% | 50% |

Retomando o exemplo da figura 8.1, isto equivale a dizer que 0202 teria voz ativa proporcional a seus votos nas decisões relativas a 02 (está no primeiro nível em relação a 02) mas não nas decisões de 02 enquanto acionista da **firma**, pois encontra-se no segundo nível em relação a ela. Adotando-se este critério a composição acionária da **firma** assumiria a configuração apresentada na figura 8.2:

comprometimento de capital, implicitamente está sendo assumido um critério como o que foi aqui apresentado.

Finalmente, dado que o uso da pirâmide tem o objetivo explícito de concentrar poder, é possível supor, embora não sem controvérsia, que existe um contrato implícito entre 0201 e os demais acionistas ou quotistas de 02. Neste contrato implícito os minoritários 0202 e 0298 estão **dispostos a ceder-lhe a oportunidade de concentrar poder em troca de um benefício que antecipam no exercício dessa concentração**. Tal benefício pode ser a simples viabilização do uso da capacidade gerencial de 0201 ou, no caso de se considerar a possibilidade de expropriação, uma combinação de *free riding* com monitoramento. Por um lado, a extração de riqueza da **firma** para 02 beneficiaria seus acionistas ou quotistas em detrimento dos minoritários no controle da **firma**. Por outro, a maior simplicidade nas operações da holding facilitaria o monitoramento, do qual 0202 e 0298 não abriram mão: a transferência de poder considerada neste critério diz respeito ao exercício de poder de 02 sobre a **firma**, mas não sobre os atos relativos à própria 02. Uma coisa é o acionista 02 votar sobre um ato da **firma** e discutir-se como se formou a decisão dessa entidade. É neste caso que se adota o pressuposto de que 0201 predomina. Isto é diferente de tomar decisões operacionais relativas à própria entidade 02, como por exemplo a remuneração de seus administradores ou o pagamento de dividendos a 0201, 0202 e 0298. Para estas últimas decisões não está sendo adotada nenhuma hipótese simplificadora: apenas é reconhecido que tais decisões não dizem respeito à **firma**.

(ii) O acordo de acionistas

A segunda questão na análise do controle acionário é o tratamento a ser dado ao acordo de acionistas. Conforme já exposto em III.1.a.iv, não há uma forma única para tratar a presença de acordo porque sua abrangência e duração podem variar significativamente de uma empresa a outra. Além disso, nada impede que dois ou mais acordos coexistam, embora

haja interesse maior no caso específico em que tal acordo defina um grupo controlador. A base de dados da CVM somente prevê a existência de um acordo, mas esse registro pode ser encontrado através de dois caminhos, pois para cada acionista existem dois códigos: um identificando se é membro do acordo de acionistas e outro se é membro do grupo de controle. Há uma redundância ao menos parcial entre esses dois códigos, porque para que dois ou mais acionistas formem um grupo controlador deverá ser estabelecido um acordo, embora a recíproca não seja verdadeira, pois um acordo pode reunir uma quantidade de votos inferior a 50%, embora fortalecendo seus membros como um grupo. Essa redundância pode também ser considerada um indutor ao erro de informação pela empresa, pois o indivíduo que preenche o formulário eletrônico e informa a presença no grupo controlador pode supor que a outra informação já está implícita (e *vice-versa*). Dados os problemas já encontrados nos dados brutos, este seria um erro bastante plausível. Assim, tomou-se como indicador de acordo de acionistas a presença de ao menos um dos dois indicadores.

Uma vez decidido o procedimento para a identificação dos casos, o passo seguinte é a decisão sobre como tratá-los. Não há como prever, para cada caso individual, a intensidade do efeito sobre o comportamento dos acionistas, sendo apenas possível afirmar que se encontra entre dois limites:

- **Inferior: nenhum efeito.** Neste caso, considerar ou não a presença do acordo de acionistas seria irrelevante.
- **Superior: os acionistas participantes do acordo atuam como se fossem um único acionista.** Neste caso, o efeito seria equivalente ao de uma concentração acionária maior.

Aplicando ao exemplo da **firma** da figura 8.1, a análise pelo limite inferior corresponde ao resultado apresentado na figura 8.2. A análise pelo limite superior produz o resultado indicado na figura 8.3 abaixo:

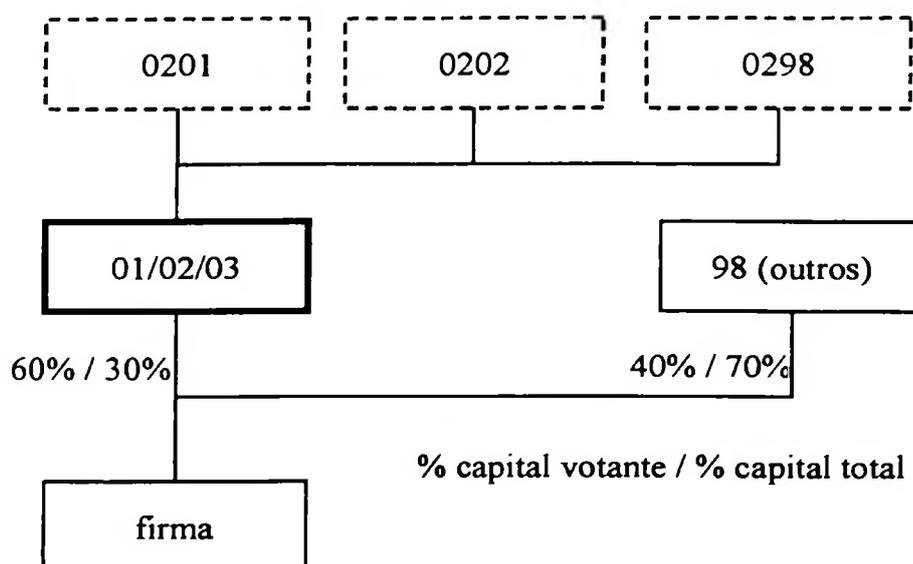


Figura 8.3: efeito do acordo de acionistas sobre a concentração do controle. Os acionistas 01, 02 e 03 tornam-se um só. O terceiro foi incluído porque corresponde ao mesmo acionista que controla 02. Os acionistas do segundo nível foram conservados apenas do ponto de vista da quantidade de níveis de pirâmide utilizados.

Embora formalmente o acordo envolva os acionistas 01 e 02, a hipótese de atuação conjunta envolve também o acionista 03, porque é o mesmo que se encontra na posição 0201, controlando 02. A partir desta fusão, perde o sentido a distinção entre os acionistas 0201, 0202 e 0203 para efeito de cálculo de uma relação entre percentual de votos e percentual do capital. Contudo, sua presença foi formalmente considerada para que não se perdesse a informação sobre o número de níveis de pirâmide utilizado para concentrar o poder de controle.

Não é possível determinar, *a priori*, qual desses dois extremos está mais próximo da realidade ou que posição intermediária seria a mais correta. Mais sentido faz considerar os dois casos extremos e comparar os resultados, conferindo a importância ou não do acordo de acionistas.

(iii) Definição dos casos de análise

Com base nas considerações acima foram definidos três casos de análise, dependendo de se considerar ou não a transferência de votos para os sócios majoritários a partir do segundo nível de pirâmide e do acordo de acionistas. Para facilitar a referência ao longo do

texto foram atribuídos nomes pelos quais os casos serão identificados deste ponto em diante:

- **SEM SEM:** distribuição das participações acionárias considerando a simples soma das participações diretas. O nome SEM SEM indica que as informações estão **sem** a transferência de votos e **sem** considerar o efeito de acordo de acionistas.
- **COM SEM:** distribuição das participações acionárias **com** o efeito de transferência de votos e **sem** o efeito do acordo de acionistas.
- **COM COM:** analogamente aos casos anteriores, este é o caso **com** os dois efeitos.

Não foi incluído um caso SEM COM porque não faria sentido considerar uma perfeita coesão no acordo de acionistas e a ausência total de coesão na relação contratual da holding.

VIII.1. b) A escolha das variáveis de controle acionário

As variáveis definidas para caracterizar a concentração acionária buscam fornecer informações específicas, apresentadas a seguir. Cada uma dessas variáveis apresenta limitações inevitáveis quanto à sua capacidade de efetivamente precisar tais informações. Essa limitação é contudo atenuada não apenas pelo tamanho da amostra mas também pela adoção simultânea de várias variáveis, assumindo-se que eventuais perdas de informação serão distribuídas através das firmas da amostra e das variáveis, não se concentrando de maneira sistemática. Os itens (i) a (iv) a seguir apresentam sumariamente os conceitos, as informações contidas e as limitações identificadas.

Tabela 8.2 variáveis de controle acionário

| Variável | Símbolo/ Expressão | Domínio |
|--|---|-------------|
| Disparidade controle-propriedade da firma. | $C1 = \frac{\text{número total de ações ordinárias}}{\text{número total de ações}}$ | [1/3;1] |
| Concentração de votos detida pelo maior acionista (em termos de ações ordinárias). | $C2 = PO_1 = \text{percentual (direto e indireto) ordinárias maior acionista}$ | (0;1] |
| Disparidade controle-propriedade para o maior acionista. | $C3 = \frac{\text{percentual ordinárias}}{\text{percentual total}} = \frac{PO_1}{PT_1}$ | R_+^{*89} |
| Uso de pirâmide na firma. | $C4 = \text{nível mais alto de pirâmide identificado na firma}$ | N^* |
| Uso de pirâmide pelo maior acionista (em termos de ações ordinárias). | $C5 = \text{nível mais alto de pirâmide utilizado pelo principal acionista.}$ | N^* |

(i) **A disparidade controle-propriedade**

$$C1 = \frac{\text{número total de ações ordinárias}}{\text{número total de ações}}, \quad (8.1)$$

O uso de classes de ações é um indicador amplamente utilizado para a medida da disparidade controle-propriedade, com resultados empíricos anteriores [Valadares (1998), Silva (2002)] apresentando-o como o principal no caso brasileiro. A razão das quantidades de ações é assumida como uma *proxy* da parcela de contribuição dada em capital pelos acionistas com direito a voto, a partir de duas aproximações simplificadoras:

- **Ação ordinária = direito a voto.** O numerador despreza a existência de ações preferenciais com direito a voto, acordos de acionistas que possibilitem o exercício de veto a matérias específicas e quaisquer outros instrumentos que distorçam a relação assumida de igualdade entre ação ordinária e direito de voto.
- **Contribuições homogêneas de capital.** A razão utilizada em $C1$ considera que ações

⁸⁹ A variável $C3$ é um quociente e seria mais preciso definir o domínio como o conjunto dos números racionais estritamente positivos. Contudo, adotou-se o conjunto dos reais porque é mais conveniente ao tratamento de distribuições contínuas e a inclusão dos números irracionais é inócua neste trabalho. Este critério será também adotado quando do tratamento das variáveis de controle gerencial.

ordinárias e preferenciais correspondem à mesma contribuição em capital para a empresa, o que somente seria verdade se tais ações fossem emitidas no momento da constituição da firma. A partir desse momento, apenas contabilmente as ações ordinárias terão o mesmo valor que as ações preferenciais. Além disso, novas emissões farão com que mesmo dentro de cada espécie convivam acionistas cujas contribuições foram diferentes. Essa aproximação, tem uso amplo e se presta à avaliação que será apresentada a seguir. Não há como calcular a distorção exata que provoca, mas a preferência das empresas pela emissão de ações preferenciais para aumentos de capital sugere que a disparidade pode ficar ligeiramente subestimada, porque a parcela de capital aportada coma empresa mais madura (supostamente, a um preço mais alto e com maior contribuição de capital por ação) tenderia a assumir a forma de ações preferenciais, fazendo com que a contribuição em capital por parte dos compradores dessas ações fosse maior. Esta hipótese, contudo, é de difícil comprovação.

Conforme já apresentado no item III.1.a.(i), os detentores das ações ordinárias são agentes dos detentores das ações preferenciais e o custo de agência se manifesta através da possibilidade de expropriação, direta ou indireta, exatamente na forma como tal conflito também se estabelece entre acionistas majoritários e minoritários⁹⁰. O incentivo à expropriação pode fazer com que o acionista controlador modifique suas decisões, seja transferindo recursos para outras entidades através de um mecanismo de *tunnelling*, seja modificando suas decisões a respeito da condução dos negócios. Quanto maior a disparidade, maior o incentivo.

Refletindo os limites estabelecidos pela lei 6.404/76, vigente no período considerado, a variável $C1$ apresenta valores entre $1/3$ e 1 .

⁹⁰ O acionista que só possui ações preferenciais, exceto no caso de ações específicas, como *golden shares*, é um minoritário, embora a recíproca não seja verdadeira.

(ii) Concentração de votos detida pelo maior acionista

$$C2 = PO_1, \quad (8.2)$$

onde PO_1 já foi definido na tabela 8.1.

Esta já não é uma medida de disparidade, mas de simples concentração. O interesse aqui está em medir a influência direta da concentração acionária. Exibe o poder absoluto do maior acionista, independente de haver ou não alguma disparidade entre o número de ações e a quantidade de votos. O exame conjunto desta variável com $C1$ fornece a chance de separar o incentivo provocado pela disparidade controle-propriedade do poder de imposição e/ou influência sobre decisões. O acionista refletido nesta variável não é necessariamente controlador, embora muitas vezes seja.

Do ponto de vista do incentivo, a concentração é freqüentemente vista como negativa, pela oportunidade que cria para a expropriação, embora resultados mais recentes [Anderson & Reeb (2003)] em alguns casos contestem esse pressuposto. Por um lado, a concentração pode gerar uma administração menos democrática e menor consideração do controlador (agente) pelos interesses do minoritário (principal), bem como o entrincheiramento de administradores quando o acionista controlador administra ele próprio a empresa⁹¹. Por outro lado, a concentração de poder pode oferecer maior rapidez de decisão em um ambiente volátil, o que poderia refletir-se em uma associação positiva entre concentração e performance econômica. Adicionalmente, e em particular nos casos em que $C1$ (a disparidade controle-propriedade) sejam suficientemente baixa, a concentração de poder nas mãos de um acionista individual pode ter como contrapartida a concentração da própria riqueza desse acionista na firma ou grupo econômico, com um efeito de induzir o conservadorismo (um endividamento mais baixo, por exemplo). Entretanto, se associado a uma forte disparidade, poderia somar

⁹¹ Não foi possível medir especificamente este ponto no presente trabalho, embora a hipótese de associação entre a presença de um controlador e a auto-nomeação para as posições administrativas pareça plausível.

distorções, com o incentivo à expropriação (disparidade) unido ao poder de expropriação (concentração).

Isso confere ao exame do produto $C1 \times C2$ como variável explicativa, associado ao exame do nível (mais alto ou mais baixo) das variáveis $C1$ e $C2$ individualmente, um particular interesse neste trabalho.

Sendo um percentual de participação, a variável $C2$ apresenta valores tais que $0 < C2 \leq 1$.

(iii) Disparidade controle-propriedade para o maior acionista

$$C3 = \frac{PO_1}{PT_1}, \quad (8.3)$$

onde PO_1 e PT_1 representam, respectivamente, os percentuais de ações ordinárias e do total de ações detidos pelo acionista que possui a maior participação em termos de ações ordinárias.

Esta variável particulariza o cálculo de $C1$ para o principal acionista (ou grupo de acionistas, no caso de acordo), dado que a disparidade para este acionista pode ser significativamente diferente da disparidade para a empresa como um todo. Embora caibam aqui as mesmas considerações feitas para o caso de $C1$, essas duas variáveis possuem comportamentos diferentes. $C1$ é sempre uma fração cujo valor se encontra entre $1/3$ e 1 ⁹². Já $C3$ pode assumir um valor superior. Se um acionista, por exemplo, possuir apenas ações ordinárias em uma empresa com $C1 = 1/3$, o valor de $C3$ será 3. Do ponto de vista meramente matemático, a disparidade para a empresa será maior para valores menores de $C1$ (relação decrescente), enquanto que a disparidade individual será maior para valores maiores de $C3$ (relação decrescente). Do ponto de vista econômico, o uso simultâneo de duas variáveis permite investigar o efeito de incentivos de natureza geral e particular.

⁹² Todo o presente estudo envolve dados anteriores à vigência da Lei 10.303/2001.

Finalmente, deverá ser dada atenção ao produto $C1 \times C3$, com motivação semelhante à apresentada no item (ii).

A ampla capacidade de alavancagem dos votos refletida em $C3$, aliada à possibilidade, no extremo oposto, de que o controle seja extremamente pulverizado, faz com que a variável assumira virtualmente qualquer valor positivo não nulo. Então: $C3 \in R_+^*$.

(iv) Uso de pirâmide na firma e pelo principal acionista

$$C4 = \text{nível mais alto de pirâmide identificado na firma.} \quad (8.4)$$

$$C5 = \text{nível mais alto de pirâmide utilizado pelo principal acionista.} \quad (8.5)$$

Estas duas variáveis são auto-explicativas quanto à sua apuração, pois basta contar os níveis em que se encontram os acionistas. A diferença entre elas, do ponto de vista da particularização da medida (mas não do comportamento matemático), é semelhante àquela entre $C1$ e $C3$. Do ponto de vista da interpretação econômica, o uso de pirâmide pode tornar a atuação dos acionistas menos transparente, bem como facilitar a concentração. Este segundo efeito já é capturado por $C2$, mas não o primeiro (transparência). Assim, é de se esperar que o incremento em $C4$ e/ou $C5$ provoque distorções no desempenho (incentivo, por exemplo, ao *tunnelling*), bem como nas decisões sobre a atuação da empresa. Um maior distanciamento e menor comprometimento de capital poderiam gerar incentivo ao uso de maior endividamento. Em contrapartida, as participações mais distantes (do ponto de vista da pirâmide) freqüentemente se dão a partir de estruturas privadas, com menor liquidez, o que poderia originar um efeito contrário, de maior conservadorismo financeiro.

Na figura 8.4, a estrutura da **firma** possui três níveis de pirâmide mas o controlador (identificado pela linha dupla) ocupa o segundo. Neste caso, ter-se-ia $C4 = 3$ e $C5 = 2$.

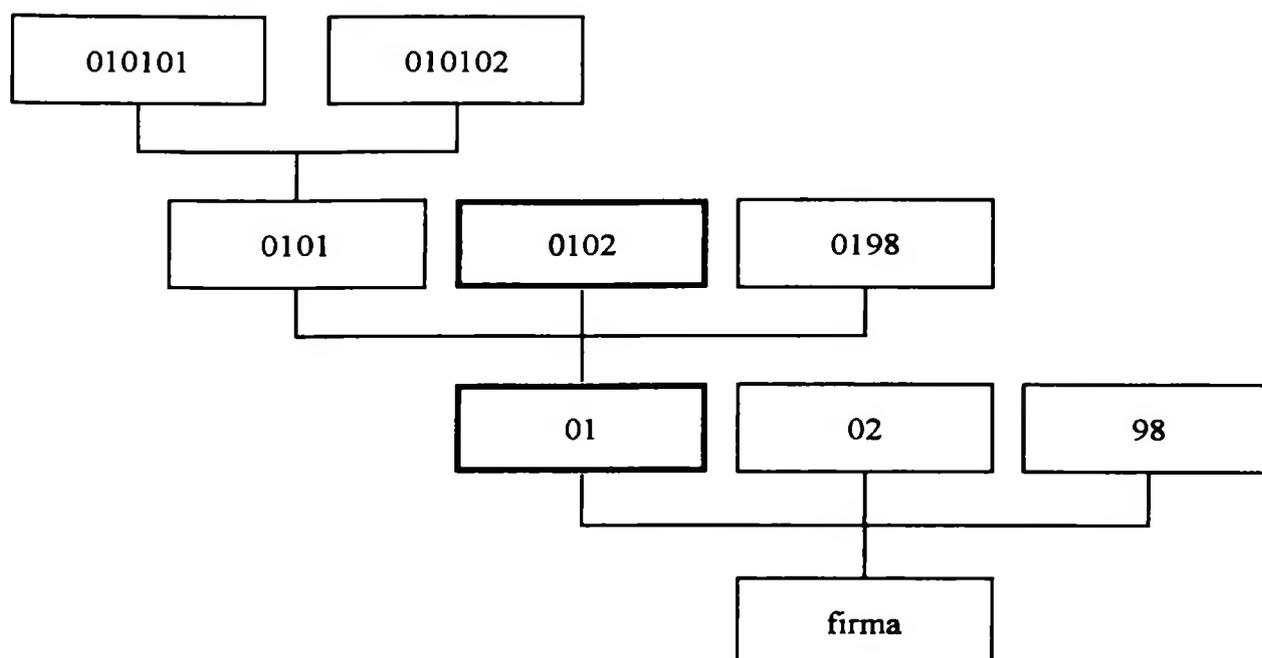


Figura 8.4: a apuração do uso de pirâmide. As linhas duplas indicam a estrutura de controle. A firma possui três níveis de pirâmide, mas o controlador está localizado no segundo.

Pela natureza das variáveis, tem-se $C4, C5 \in \mathbb{N}^*$.

VIII.1. c) A anatomia do controle acionário

(i) A concentração do controle acionário

O controle acionário é tido como concentrado no Brasil. Estudos anteriores [Valadares (1998), Siqueira (1998), Silva (2002), Silveira (2003)] indicam uma concentração elevada para os padrões mundiais, com cerca de 60% dos votos sob o controle do principal acionista. Contudo, os números usualmente indicados deveriam ter como consequência uma quantidade significativa de casos – os outros 40% – em que não há um controlador, com um consequente exercício da democracia corporativa cuja ausência é um dos motivadores de iniciativas como as leis 10.303/2001 e 14.411/2002 ou ainda o Novo Mercado da Bovespa.

Além disso, o uso de espécies de ações tem sido considerado o maior responsável pela concentração acionária, sendo o uso de pirâmides menos significativo. Os resultados do presente estudo, entretanto, mostraram que uma concentração adicional e relevante do poder acionário no Brasil é proporcionada pelo acordo de acionistas, como indicado na figura 8.5.

Quando se considera a presença de acordo o perfil de concentração se altera completamente. É necessário lembrar que o caso COM COM pode estar superestimando a coesão dos membros dos acordos, o que será testado posteriormente, mas esta é uma questão de efetividade da concentração, que não muda o fato de que as partes envolvidas nos acordos são capazes de caracterizar o controle das empresas nacionais como extremamente concentrado. Mesmo nos casos em que tal coesão na prática não se confirme, a simples existência de um acordo confere ao relacionamento desses acionistas um caráter privado, alienando os minoritários.

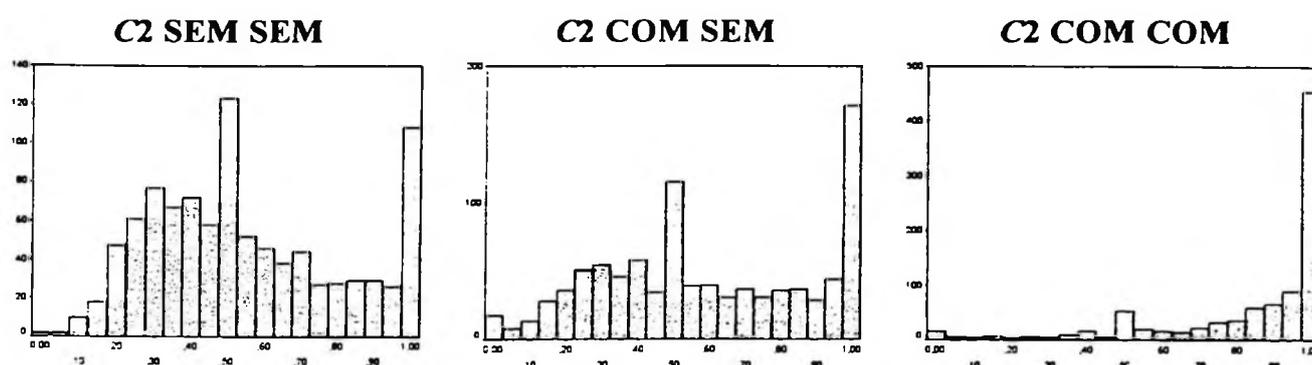


Figura 8.5: distribuição do controle acionário. O eixo horizontal indica o valor de C2 e o eixo vertical a frequência, medida em números de empresas. A escala vertical não é a mesma para os três gráficos, podendo-se comparar apenas as formas, mas não as dimensões dos gráficos. Todas as figuras consideram tanto o efeito do uso de duas espécies de ações como o efeito de pirâmide. O caso SEM SEM considera a soma simples de participações diretas e indiretas; o caso COM SEM considera a transferência de votos dos minoritários aos majoritários a partir do segundo nível de pirâmide; o caso COM COM considera, adicionalmente, a presença de acordos de acionistas com coesão absoluta entre os membros do acordo. A introdução do efeito de acordos de acionistas transforma profundamente a distribuição.

Quantificando as frequências acumuladas dos nomes com o maior acionista / grupo de acionistas reunindo, respectivamente, 90%, 80% e 50% dos votos, a informação gráfica fica mais evidente. Embora em todos os casos o controle absoluto atinja mais que a metade das empresas, um percentual elevado para os padrões mundiais, este número salta para 90% quando se considera a presença de acordo de acionistas.

Tabela 8.3: concentração do controle acionário

A tabela mostra a frequência percentual acumulada para os casos válidos em uma amostra total de 1.004 empresas. Em todos os casos o controle absoluto atinge mais que a metade das empresas.

| | SEM SEM | COM SEM | COM COM |
|-----------------------------|---------|---------|---------|
| Quantidade de dados válidos | 963 | 958 | 958 |
| % nomes com $C2 \geq 90\%$ | 15,4 | 23,7 | 61,0 |
| % nomes com $C2 \geq 80\%$ | 21,7 | 31,5 | 73,0 |
| % nomes com $C2 \geq 50\%$ | 53,3 | 60,8 | 90,1 |

A concentração é sensível ao setor econômico nos casos SEM SEM e COM SEM. Para o caso COM COM, porém, esta sensibilidade não é significativa, um resultado previsível em função da concentração muito acentuada. Em outras palavras, o efeito concentrador da presença do acordo de acionistas é tal que as diferenças de padrões setoriais se diluem. A obtenção de tal resultado é feita a partir de um modelo GLM⁹³, para a concentração $C2$ observada para uma firma i :

$$\begin{aligned}
 mdC2_i &= \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i + \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i + \varepsilon_i; \\
 i &= 1, \dots, n; \\
 E(\varepsilon_i) &= 0, \forall i; \\
 Cov(\varepsilon_i, \varepsilon_j) &= 0, \forall i \neq j
 \end{aligned}
 \tag{8.6}$$

onde

$\text{mod } D1_i$ = moda da variável categorizada que indica a situação da firma i ,⁹⁴

$\text{mod } D2_i$ = moda da variável categorizada que indica o setor econômico da firma i .⁹⁵

Aplicando o modelo 8.6 aos três casos, obtém-se o seguinte resultado:

⁹³ A variável $C2$, na seção XI, será objeto de transformação, com o objetivo principal de simetrização, para que seja mais adequadamente utilizada nas regressões. O uso de regressão neste ponto sem que a variável seja simetrizada está sendo adotado em função do caráter meramente descritivo da seção e porque se entende que uma eventual redução na qualidade da regressão é compensado pela interpretação mais adequada nesta etapa do trabalho. Quanto ao modelo GLM (*general linear model*), está sendo utilizada a implementação do software SPSS® 9.0. O modelo é apresentado mais detidamente na seção X.

⁹⁴ Já definida na seção VII.3.d. Para o uso da moda, ver VII.3.e. Para as categorias, consultar tabela 7.4.

⁹⁵ Idem anterior. Para os setores, consultar tabela 7.3.

Tabela 8.4: efeito setorial sobre a concentração acionária

Os valores das probabilidades foram obtidos através de uma regressão em que se utilizou apenas a constante e a categorização setorial e por situação das empresas. p_k , $k = 0, \dots, 3$ representa a probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$.

| Caso | p_0 | p_1 | p_2 | p_3 |
|---------|-------|-------|--------------|-------|
| SEM SEM | 0,064 | 0,962 | 0,000 | 0,083 |
| COM SEM | 0,019 | 0,644 | 0,003 | 0,185 |
| COM COM | 0,027 | 0,376 | 0,128 | 0,360 |

Quando se considera o efeito do porte da firma i , tomado a partir da mediana do logaritmo natural do patrimônio líquido ($md \ln F2_i$), fica evidente que este não é um fator determinante⁹⁶:

Tabela 8.5: estimativa do efeito do porte sobre a concentração de controle.

As duas regressões estão apresentadas para os três casos sob estudo: SEM SEM, COM SEM, e COM COM. Em cada caso, o valor da primeira linha é a estimativa do valor do parâmetro β_k , enquanto o da segunda linha corresponde a p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. Sendo $D1$ e $D2$ variáveis categorizadas, as estimativas de parâmetros apresentam um valor para cada categoria e não foram reproduzidos por não serem centrais à discussão. O valor de p neste caso corresponde à variável categorizada como um todo e não às categorias individuais (cada uma correspondendo a uma *dummie* gerada automaticamente pelo GLM).

| Caso | (8.7) | | (8.8) | | | | |
|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | β_0, p_0 | β_1, p_1 | β_0, p_0 | β_1, p_1 | β_2, p_2 | β_3, p_3 | β_4, p_4 |
| SEM SEM | 0,534 | -0,0004 | 1,027 | — | — | — | -0,003 |
| | 0,000 | 0,833 | 0,041 | 0,834 | 0,295 | 0,107 | 0,219 |
| COM SEM | 0,582 | -0,0009 | 1,449 | — | — | — | -0,005 |
| | 0,000 | 0,695 | 0,013 | 0,540 | 0,430 | 0,165 | 0,084 |
| COM COM | 0,879 | -0,005 | 1,047 | — | — | — | -0,004 |
| | 0,000 | 0,017 | 0,037 | 0,387 | 0,396 | 0,432 | 0,163 |

Como regra geral, seria de se esperar que a concentração diminuísse para as grandes empresas, em virtude da simples dificuldade em se concentrar um valor maior. Contudo, embora os modelos lineares univariados representados por 8.7 apresentem estimativas negativas para o parâmetro β_1 (relativo ao porte), somente no caso COM COM a estimativa

⁹⁶ O cálculo de $\ln F2$ está apresentado na seção IX.1.

foi significativa. Quando se consideraram o setor econômico e a situação de cada empresa, nem mesmo este último caso se sustentou. As estimativas também sugerem a possível existência de interação do porte com as categorias de situação e setor mas o estudo dessa interação não é central ao presente estudo.

Para este exame introdutório da concentração do controle acionário, os resultados relevantes podem ser assim resumidos:

- O controle acionário é realmente concentrado no Brasil, mas a consideração da presença de acordos de acionistas acentua significativamente essa concentração.
- O setor econômico influencia a concentração, mas o efeito potencial dos acordos de acionistas é tão grande que em sua presença o setor econômico se torna pouco significativo.
- A concentração do controle não é significativamente afetada pelo porte da empresa, embora haja uma previsível interação do porte com o setor econômico.

Tais resultados recomendam que a presença do acordo de acionistas deve ser considerada quando, na seqüência deste trabalho, a relação entre controle, decisões econômicas e performance for considerada.

(ii) O uso de duas espécies de ações: a disparidade controle-propriedade

O uso de ações sem direito a voto já foi indicado como o principal mecanismo de concentração de poder acionário no Brasil por Valadares (1998). Quando se verifica a distribuição do uso desse mecanismo (figura 8.6), dois atributos chamam a atenção: a forte presença de empresas que praticamente só possuem ações ordinárias e a polarização entre o uso mínimo e o uso máximo da alavancagem, caracterizando uma distribuição em forma de U.

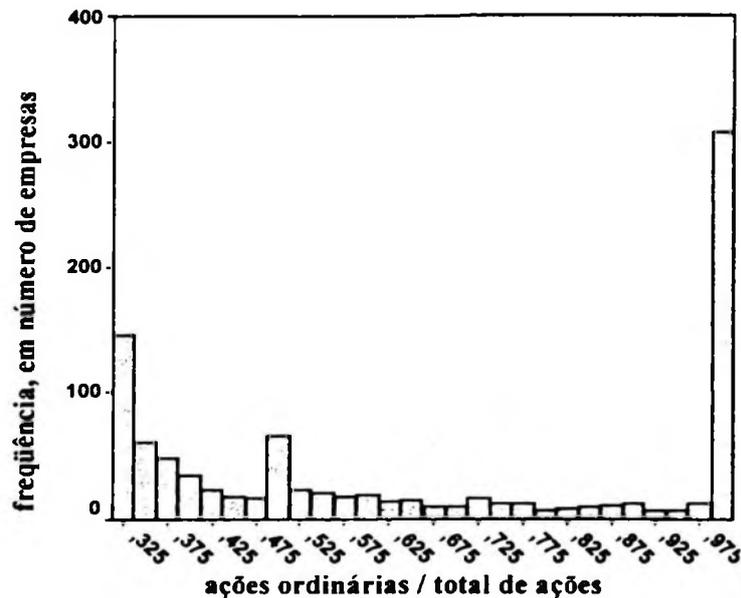


Figura 8.6: frequência do uso de ações sem direito a voto. O eixo horizontal indica a proporção das ações representada pelas ações ordinárias. Quanto menor a proporção, mais intenso o uso de ações preferenciais e maior a disparidade controle-propriedade.

Para um total de 964 empresas, a agregação em três categorias (extremo inferior, proporção intermediária e extremo superior) fornece:

Tabela 8.6: uso de ações preferenciais para concentração do controle

Aproximadamente metade das empresas se encontra nos extremos, com o uso máximo ou mínimo desse recurso.

| Categoria | Ocorrências |
|---------------------------------|--------------------|
| $C1 > 0,99$ (o "último" 1%) | 30,9% |
| $0,3433 \leq C1 \leq 0,99$ | 52,2% |
| $C1 < 0,3433$ (o "primeiro" 1%) | 16,9% |

As empresas que se encontram no extremo inferior (máxima disparidade) ou superior (mínima disparidade) representam 47,8% da amostra. Essa distribuição faz com que o resultado de uma pesquisa com menor abrangência da amostra seja sensível ao processo de amostragem, o que mais uma vez pede um estudo da influência setorial e de porte da empresa sobre essa distribuição.

Adaptando os modelos 8.6, 8.7 e 8.8 a $C1$, tem-se:

Tabela 8.7: efeito setorial e de porte sobre a disparidade controle-propriedade

Regressões do uso de ações ordinárias em relação ao total em função do setor econômico, da situação da empresa e do tamanho do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

| | (8.9) $mdC1_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i$ $+ \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \varepsilon_i$ | | (8.10) $mdC1_i = \beta_0$ $+ \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | (8.10) $mdC1_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i$ $+ \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
|-----------|---|-------|---|-------|--|-------|
| β_0 | -0,158 | 0,740 | 0,846 | 0,000 | -0,082 | 0,876 |
| β_1 | — | 0,438 | -0,020 | 0,000 | — | 0,452 |
| β_2 | — | 0,000 | — | — | — | 0,277 |
| β_3 | — | 0,891 | — | — | — | 0,590 |
| β_4 | — | — | — | — | -0,015 | 0,000 |

Há um evidente efeito interação do setor econômico com o porte da firma, o que faz com que, de um lado, as duas regressões em separado apresentem forte significância e, de outro, o porte provoque uma diluição na importância da classificação setorial. O efeito do porte sobre C1, negativo, está relacionado ao fato de que são as empresas maiores que efetivamente recorrem ao mercado de capitais para captar e o fazem com ações preferenciais. Isto reconcilia a forte presença, por um lado, de empresas (medindo em número de empresas) com praticamente apenas ações ordinárias enquanto a percepção informal é a de que a disparidade controle-propriedade é fortemente utilizada. Dado o baixo número de aberturas de capital nos últimos anos, somente as empresas de maior porte vem sendo ativas no mercado. Estudos que enfoquem preços de ações e selecionem nomes cujas cotações no mercado sejam econometricamente válidas deverão restringir-se a um nível aceitável de liquidez, o que dirige o estudo à empresas maiores e introduz um viés no resultado, subestimando o valor de C1 para a população. Assim, do ponto de vista da relevância do uso deste instrumento o resultado obtido é reconciliável com os anteriores. Por inspeção visual percebe-se que a distribuição da

disparidade, em forma de U, é fortemente sensível à definição da amostra, o que é comprovado pelas regressões. Em outras palavras, um estudo que privilegie empresas maiores – aquelas pertencentes ao índice Bovespa, por exemplo – indicará uma disparidade média superior àquela obtida neste estudo.

(iii) O uso de duas espécies de ações pelo maior acionista (em termos de votos)

Ao contrário do que ocorre com a proporção entre ações ordinárias e o total de ações para a empresa como um todo, no caso do acionista individual a relação pode assumir praticamente qualquer valor positivo. No extremo inferior, existe a evidente possibilidade de que só se possuam ações preferenciais, fazendo com que a proporção seja nula. No extremo superior, o uso dos mecanismos descritos em III.1 pode fazer com que o acionista tenha controle efetivo sobre um percentual elevado dos votos com um comprometimento pequeno de capital, fazendo com que em tese não haja um limite superior para esta proporção. Em termos práticos, o foco de interesse no principal acionista elimina valores muito próximos de zero e as próprias condições de mercado fazem com que valores muito altos se tornem improváveis. Graficamente, C3 possui o aspecto apresentado na figura 8.7:

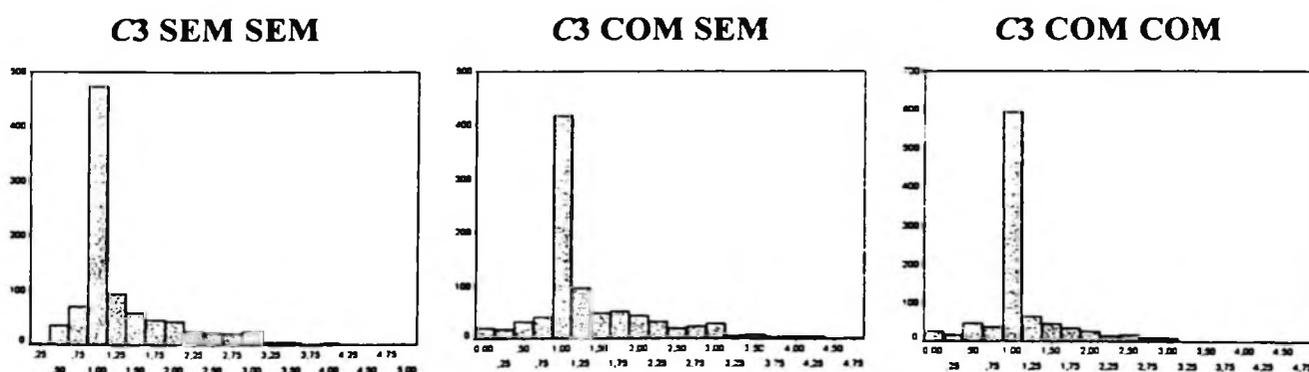


Figura 8.7: disparidade controle-propriedade para o maior acionista. O eixo horizontal indica o valor de C2 e o eixo vertical a freqüência, medida em números de empresas. A escala vertical não é a mesma para os três gráficos, podendo-se comparar apenas as formas, mas não as dimensões dos gráficos. Os gráficos acima foram construídos a partir das medianas da variável C3 em seu estado bruto, apenas desprezando os valores superiores a 5, o que levou a uma perda inferior a 2% dos dados para facilitar a visualização. Em todos os casos o valor é fortemente concentrado em torno de 1.

Nos três casos o valor é fortemente concentrado e não muito distante de 1, senão contradizendo ao menos atenuando a idéia de que o maior acionista utilizaria a disparidade controle-propriedade para concentrar poder acionário. Tomando a amostra toda (sem desprezar os valores superiores a 5), tem-se:

Tabela 8.8: proporção ações ordinárias / total de ações para o maior acionista

| | C3 sem sem | C3 com sem | C3 com com |
|---|-------------------|-------------------|-------------------|
| média ⁹⁷ | 1,44 | 1,76 | 1,14 |
| desvio-padrão | 1,42 | 2,95 | 0,63 |
| quantidade | 963 | 958 | 958 |
| intervalo de 95% para a média populacional ⁹⁸ | 1,35 a 1,53 | 1,58 a 1,95 | 1,10 a 1,18 |

Para se interpretar os números da tabela 8.8, é conveniente introduzir aqui um breve exemplo numérico. Suponha-se que uma empresa possua ações preferenciais no limite da Lei 6.404/76, de duas ações preferenciais para cada ação ordinária, havendo 100 ações ordinárias e 200 preferenciais. Um acionista que possua 50 ações ordinárias, o mínimo de capital necessário para controle absoluto sem o uso de pirâmide⁹⁹ terá 50% dos votos e $50 \div 300 = 16,67\%$ do total de ações. Para esta empresa, ter-se-á $C3 = \frac{50\%}{16,67\%} = 3$. Se tivesse

50 ações ordinárias e 50 preferenciais, o valor seria dado por $C3 = \frac{1}{2} \times \frac{3}{1} = 1,5$. Finalmente, se

possuísse 50 ações ordinárias e 100 preferenciais, $C3 = \frac{1}{2} \times \frac{2}{1} = 1$.

⁹⁷ As medidas utilizadas são medianas, conforme se argumentou em VII.3.e., em função do potencial efeito de *outliers* em amostras de 4 elementos. Agora, contudo, estão sendo agregadas mais de novecentas empresas em cada caso, o que torna o uso da média mais adequado.

⁹⁸ Embora as variáveis neste trabalho tenham distribuições variadas e forte assimetria, a comparação de médias e o estabelecimento de intervalos de confiança é viabilizada pelo Teorema do Limite Central, pois em todos os casos estão sendo utilizadas amostras com mais de 900 elementos. Este recurso será utilizado várias vezes no presente trabalho.

⁹⁹ Não foi utilizado o número 51 porque o objetivo é representar a situação em que o número de ações é grande e o valor da ação adicional é desprezível.

Voltando à tabela 8.8, como os intervalos de confiança mostram, os três critérios utilizados para se estimar a disparidade controle-propriedade para o maior acionista alteram a média de maneira significativa, pois os intervalos de confiança a 95% sequer se tocam. Em particular, os extremos opostos são ocupados exatamente pelos casos entre os quais a única diferença é o acordo de acionistas, mais uma vez confirmando o interesse em verificar o efeito de se considerar ou não o acordo. É digno de nota o fato de que a presença do acordo de acionistas, se por um lado concentra fortemente o controle (medido em termos de $C2$), por outro faz diminuir a disparidade controle-propriedade para o principal acionista. Esta é uma compensação importante do ponto de vista econômico, porque o poder de expropriação está associado ao aumento da concentração, enquanto o incentivo à expropriação está ao menos parcialmente associado à disparidade.

Quando se consideram os setores econômicos, a situação e o porte das empresas, este último mais uma vez medido através do patrimônio líquido, o comportamento de $C1$ não se repete. Apenas o setor econômico apresenta uma influência significativa e, ainda assim, apenas no caso SEM SEM, de menor interesse, como pode ser visto na tabela 8.9.

Então, enquanto a disparidade controle-propriedade é **potencialmente** associada ao setor econômico e ao porte da empresa, seu valor efetivo, medido para o principal acionista, não é. Uma possível explicação para esse resultado, embora deva-se salientar que não se pode apresentá-la de forma conclusiva mas apenas como uma possibilidade, pode vir do custo de transação. As emissões de ações são caras e, em particular no caso brasileiro, escassas. Quando há uma nova emissão de ações, a preferência por não estender o direito de voto a novos acionistas aliada à necessidade de simplificação do processo, faz com que mesmo o controlador (ou os membros do bloco controlador) participe da emissão adquirindo ações preferenciais. Este é um processo que, se verdadeiro, independe do porte da empresa e do setor econômico, explicando o motivo porque a disparidade resultante para o principal acionista não reflete esses fatores.

Tabela 8.9: efeito setorial e de porte sobre a disparidade para o principal acionista

Regressões do uso de ações ordinárias em relação ao total em função do setor econômico, da situação da empresa e do tamanho do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

C3 SEM SEM

| | (8.11) $mdC3_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i + \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i + \varepsilon_i$ | | (8.12) $mdC3_i = \beta_0 + \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | (8.13) $mdC3_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i + \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i + \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
|-----------|---|-------|--|-------|---|-------|
| β_0 | 0,911 | 0,722 | 1,642 | 0,000 | 0,994 | 0,741 |
| β_1 | — | 0,943 | -0,018 | 0,165 | — | 0,983 |
| β_2 | — | 0,000 | — | — | — | 0,001 |
| β_3 | — | 0,839 | — | — | — | 0,867 |
| β_4 | — | — | — | — | -0,016 | 0,919 |

C3 COM SEM

| | | | | | | |
|-----------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
| β_0 | 1,531 | 0,782 | 1,877 | 0,000 | 1,729 | 0,792 |
| β_1 | — | 0,990 | -0,006 | 0,818 | — | 0,992 |
| β_2 | — | 0,999 | — | — | — | 1,000 |
| β_3 | — | 0,999 | — | — | — | 1,000 |
| β_4 | — | — | — | — | -0,011 | 0,766 |

C3 COM COM

| | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| β_0 | 0,874 | 0,456 | 1,045 | 0,000 | 0,923 | 0,415 |
| β_1 | — | 0,976 | 0,009 | 0,075 | — | 0,975 |
| β_2 | — | 0,844 | — | — | — | 0,715 |
| β_3 | — | 0,963 | — | — | — | 0,741 |
| β_4 | — | — | — | — | 0,003 | 0,662 |

(iv) O uso de pirâmide na empresa e pelo principal acionista

O uso do mecanismo de pirâmide no Brasil não é elevado, seja para a firma como um todo (medido através de C4) ou para o principal acionista (medido através de C5). Embora

alguns grupos econômicos apresentem até quatorze ou quinze níveis, a média não se afasta de dois, como evidenciado pela tabela 8.10:

Tabela 8.10: a presença de pirâmide na firma e para o principal acionista

Em todos os casos as amostras contêm 963 elementos. Para os intervalos de confiança, a 95%, foram utilizados 962 elementos.

| Caso | C4 | | | C5 | | |
|---------|-------|---------------|-------------------------|-------|---------------|-------------------------|
| | Média | Desvio-padrão | Intervalo confiança 95% | Média | Desvio-padrão | Intervalo confiança 95% |
| Sem sem | 2,56 | 1,66 | 2,45 a 2,66 | 2,01 | 1,25 | 1,93 a 2,09 |
| Com sem | 2,46 | 1,64 | 2,35 a 2,56 | 1,99 | 1,24 | 1,91 a 2,06 |
| Com com | 2,46 | 1,64 | 2,35 a 2,56 | 2,40 | 1,61 | 2,30 a 2,50 |

O exame da tabela mostra que entre C4 e C5 há sempre uma diferença significativa. Tanto no caso SEM SEM como no caso COM SEM os intervalos de confiança a 95% nem sequer se tocam. Somente no caso COM COM os intervalos se superpõem, mas ainda assim sua diferença é significativamente não-nula, situando-se a 95% no intervalo de 0,033 a 0,075. Por construção tem-se $C4 \geq C5$, mas a diferença significativa sugere que, embora o mecanismo de pirâmide permita concentrar poder, este pode não ser o único motivo de seu uso e talvez nem mesmo o mais relevante no processo de decisão, refletindo outros fatores tais como arranjos sucessórios.

Uma inspeção visual sobre os gráficos das variáveis indica distribuições que se assemelham a distribuições de Poisson. Embora não se trate do caso típico, com a medição de uma frequência por intervalo fixo de tempo, outros atributos justificam esta distribuição: valores inteiros e sempre positivos, crescimento inicial para a moda e lento declínio para valores maiores. Esta semelhança será útil na seção IX, quanto da transformação das variáveis para as regressões da seção X.

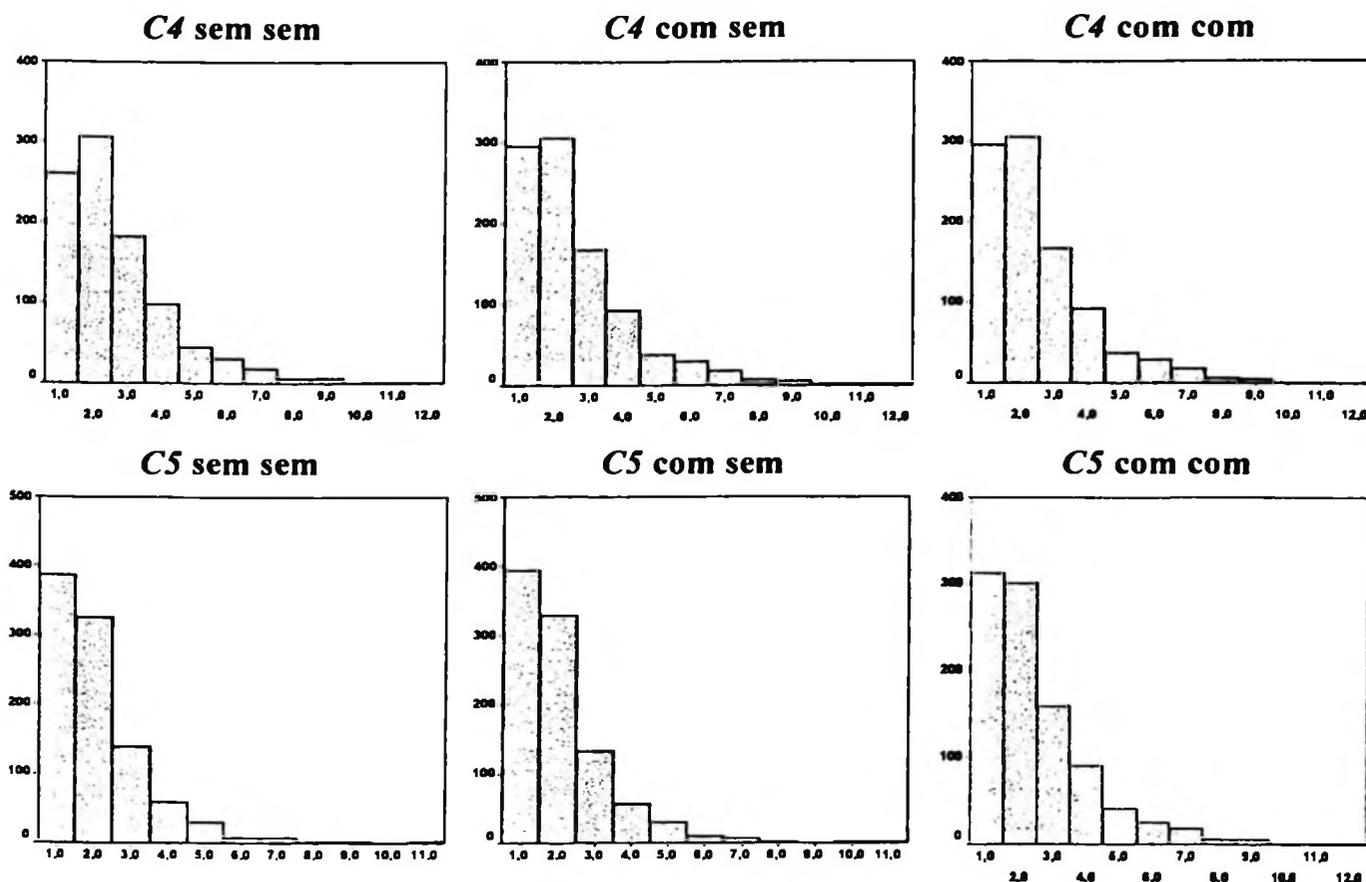


Figura 8.8: níveis máximos de pirâmide utilizados na firma e pelo maior acionista em 1999. O eixo vertical de cada gráfico indica a frequência em número de empresas. O eixo horizontal indica o número de membros no conselho (C4) ou na diretoria executiva (C5). Todos os gráficos têm a mesma escala, tanto vertical como horizontal. Os gráficos acima foram construídos a partir das medianas das variáveis C4 e C5 em seu estado bruto, embora sejam transformadas para as regressões posteriores.

VIII.2. A estrutura gerencial

É importante ressaltar que o exame das variáveis relativas à estrutura gerencial nesta seção possuem uma pretensão meramente descritiva, com testes estatísticos relacionados exclusivamente a setor econômico, situação e tamanho da empresa. Algumas observações sobre a possível relação com a concentração acionária ou mesmo sobre a relação de causalidade com o tamanho serão introduzidas apenas para orientar os testes posteriores (na seção X). Contudo, ressalva-se que mesmo as relações mais evidentes deverão ser confirmadas nas seções subseqüentes.

VIII.2. a) A escolha das variáveis de controle gerencial

Em comparação com a seção anterior, de análise do controle acionário, esta é mais

simples em função das limitações à base de dados já apresentadas em VII.3.b. Assim, as variáveis enfocam o tamanho e superposição do conselho de administração e da diretoria executiva, bem como a independência dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente. A tabela 8.11 abaixo resume as variáveis adotadas, com algumas observações adicionais nos itens (i) e (ii).

Tabela 8.11 variáveis de controle gerencial

| Variável | Símbolo/ Expressão | Domínio |
|---|---|-------------------------|
| Tamanho do conselho de administração | $A1$ | $\{3;4;5;\dots\}$ |
| Tamanho da diretoria executiva | $A2$ | $\{3;4;5;\dots\}$ |
| Superposição entre conselho e diretoria | $A3$ | N |
| Superposição relativa entre conselho e diretoria | $A3R = \frac{A3}{A1 + A2 - A3}$ | R_+^{100} |
| Separação dos cargos de presidente do conselho e diretor presidente | $A4$, com $A4 = 1$ se há separação e $A4 = 0$ se não há | $\{0; \frac{1}{2}; 1\}$ |
| Diretor presidente não conselheiro | $A5$, com $A5 = 1$ se há superposição e $A5 = 0$ se não há | $\{0; \frac{1}{2}; 1\}$ |

A simplicidade das variáveis apresentadas na tabela 8.11 as torna praticamente auto-explicativas, mas algumas observações são consideradas importantes e desenvolvidas nos itens a seguir.

(i) Superposição relativa de conselho e diretoria

A variável $A3$, isolada, diz pouco sobre a superposição de conselho e diretoria. Daí a adoção de $A3R$, que permite a comparação entre a superposição e o tamanho do conselho e da diretoria.

¹⁰⁰ Cabe aqui a mesma observação já feita na tabela 8.1 sobre o uso do conjunto dos reais e não dos racionais.

(ii) Domínio das variáveis A4 e A5

Embora essas variáveis possam admitir, individualmente, apenas os valores 0 e 1, sua mediana pode assumir o valor 1/2 quando cada valor é mantido por dois anos. O cálculo da mediana faz com que a alteração por apenas um ano seja considerada um *outlier* e este comportamento foi considerado conveniente à pesquisa em função do pressuposto de que as mudanças de composição em conselho e diretoria precisam de tempo para surtir efeito. O fato de que também as variáveis financeiras serão tratadas a partir de suas medianas reforça a opção por este critério.

VIII.2. b) A anatomia da estrutura gerencial

(i) O tamanho do conselho de administração

O conselho de administração típico no Brasil não é grande, quando comparado à recomendação do IBGC. Embora o gráfico da figura 8.9 mostre, para o ano de 1999, alguns casos com até vinte ou mais elementos, não apenas a média é pouco inferior a seis mas, como uma inspeção visual demonstra, há uma moda fortemente pronunciada na categoria de três e quatro membros.

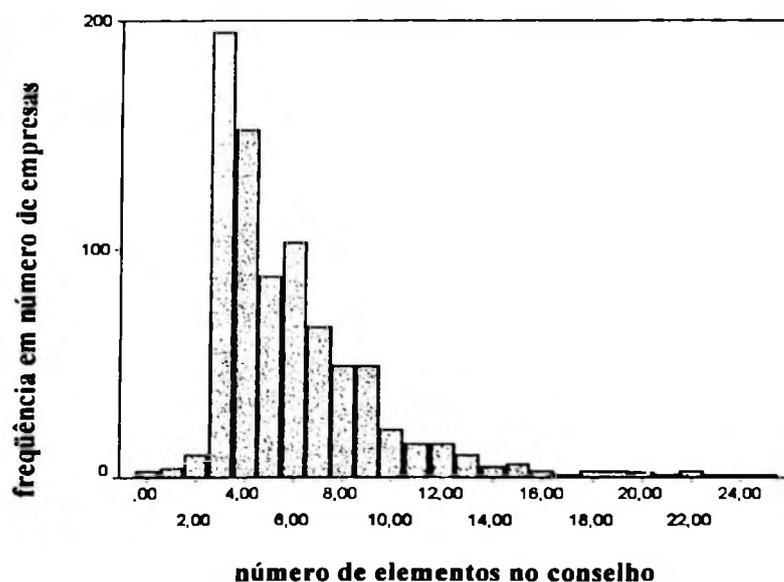


Figura 8.9: distribuição do número de elementos do conselho de administração para o ano de 1999.

Uma possível explicação para conselhos deste porte é a concentração do controle acionário, que coloca a própria administração nas mãos do controlador e reduz a necessidade de um órgão de supervisão¹⁰¹. Esta suposição sugere a possibilidade de se testar a capacidade explicativa da concentração na formação do conselho, o que será feito na seção X. Para o exame da associação entre tamanho do conselho e variáveis de controle como a indústria, a situação da firma e seu porte, apresentada na tabela 8.12, utilizou-se a variável *mdAlm*, calculada como a mediana intertemporal da raiz quadrada do número de membros do conselho. O uso dessa variável será, em conjunto com as demais transformações, detalhadamente apresentado e justificado na seção IX, bastando neste ponto indicar que somente se busca o sinal da associação e este não é afetado pela transformação.

Tabela 8.12: efeito setorial e de tamanho da firma sobre o tamanho do conselho

Regressões do tamanho do conselho em função do setor econômico, da situação da empresa e do tamanho do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

| | (8.14) | | (8.15) | | (8.16) | |
|-----------|--|-------|--|-------|--|-------|
| | $mdAlm_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i + \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i + \varepsilon_i$ | | $mdAlm_i = \beta_0 + \beta_1 \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | $mdAlm_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i + \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i + \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
| β_0 | 1,889 | 0,094 | 1,870 | 0,000 | 1,281 | 0,280 |
| β_1 | — | 0,003 | 0,052 | 0,000 | — | 0,008 |
| β_2 | — | 0,000 | — | — | — | 0,000 |
| β_3 | — | 0,993 | — | — | — | 0,995 |
| β_4 | — | — | — | — | 0,051 | 0,000 |

O tamanho do conselho está associado a situação da empresa, ao setor econômico e também ao tamanho, medido pelo patrimônio líquido. A relação positiva com o tamanho da

¹⁰¹ Do ponto de vista do controlador, embora não dos demais *stakeholders*.

empresa, cujo parâmetro pouco varia na presença do controle setorial e por situação, parece relacionada ao baixo valor da própria média. Ironicamente, enquanto o debate internacional tanto enfatiza a necessidade de conselhos enxutos, o tamanho médio inferior a seis membros, concentrado em três e quatro, pode mostrar-se insuficiente às necessidades de estruturas maiores e mais complexas. Associado à concentração do controle já vista, que decresce com o porte da firma, surge uma primeira possível relação a ser confirmada na seção X. Sujeita a um controle acionário absoluto, a firma tenderia a formar um conselho de administração minimalista, por se considerar o debate e supervisão desnecessários ou mesmo inconvenientes¹⁰². Quando entretanto a firma se torna maior, duas variáveis (ou conjuntos de variáveis) se modificam: por um lado sua estrutura e operações se tornam mais complexas e por outro já se verificou em VIII.1.c.(i) uma influência negativa, embora muito pouco significativa, do porte sobre concentração do controle acionário.

Embora uma análise para cada setor individual fuja ao interesse do presente estudo, a influência significativa do controle para o setor econômico pode ter a mesma origem, dado que tais variáveis não são independentes: tanto o porte como a concentração acionária estão relacionados ao setor.¹⁰³

(ii) O tamanho da diretoria executiva

Cabem ao tamanho da diretoria executiva aproximadamente os mesmos comentários feitos ao tamanho do conselho de administração, que não serão aqui repetidos. Com 973 empresas, obteve-se uma média de 4,4 membros e um desvio-padrão de 4,14. As diretorias são menores e de tamanho mais disperso do que os conselhos, o que parece acentuar o processo descrito anteriormente. Um controle concentrado, com o acionista controlador

¹⁰² Mais uma vez, do ponto de vista do controlador.

¹⁰³ Embora um exame estatístico da influência das variáveis $D1$ e $D2$ sobre $\ln F2$ não seja apresentado aqui por não ser central ao estudo, esse teste foi conduzido e a influência é inequívoca, com níveis descritivos para os parâmetros $\hat{\alpha}(D1) = 0,002$ e $\hat{\alpha}(D2) < 0,001$.

ditando as principais decisões da empresa, tende a dispensar a presença de administradores eleitos, que podem ser substituídos por gerentes contratados sem mandato formal. A figura 8.10 e a tabela 8.13 exibem, respectivamente, a distribuição e sua relação com as variáveis de controle. É evidente e robusta a relação positiva entre o tamanho da diretoria executiva e o valor do patrimônio líquido. Contudo, o reflexo dos controles por indústria e situação da empresa parecem menos evidentes. Os resultados sugerem que o efeito da indústria somente é relevante quando o porte da empresa aparece apenas indiretamente, através dessa variável, refletindo um efeito de interação das variáveis explicativas, cuja análise não é central neste ponto. A figura 8.10 apresenta a distribuição do tamanho da diretoria executiva para o ano de 1999, sendo as distribuições dos outros anos suficientemente próximas para que esta seja tomada como representativa do conjunto.

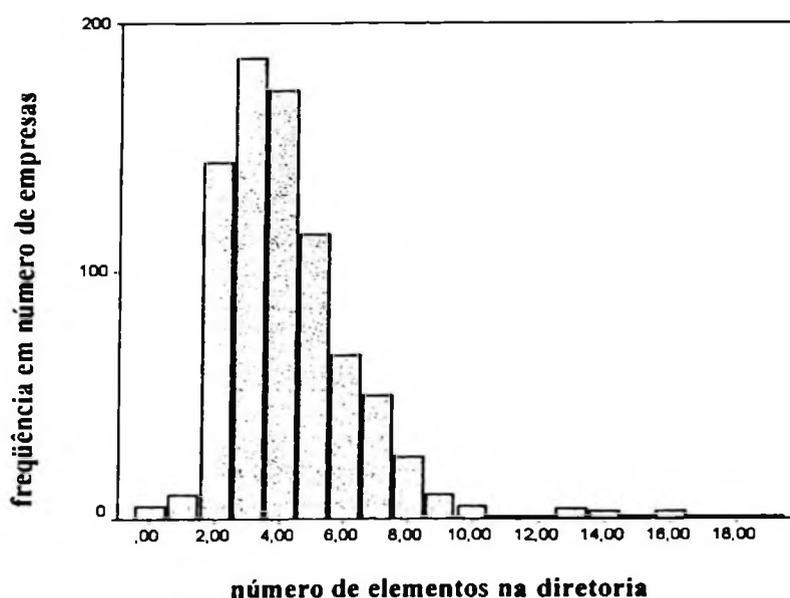


Figura 8.10: distribuição do número de elementos da diretoria executiva para o ano de 1999. Foram eliminados os casos de diretoria com mais de 16 membros apenas para melhorar a visualização, mas tais casos possuem uma frequência desprezível.

Assim como no caso anterior, pelas mesmas razões e com a mesma justificativa, o exame da associação entre tamanho da diretoria e variáveis de controle como a indústria, a situação da firma e o tamanho da firma, apresentada na tabela 8.13, utiliza a variável transformada $mdA2m$, calculada como a mediana intertemporal da raiz quadrada do número

de membros da diretoria executiva.

Tabela 8.13: efeito setorial e de tamanho da firma sobre o tamanho da diretoria executiva

Regressões do tamanho da diretoria executiva em função do setor econômico, da situação da empresa e do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

| | (8.14) | | (8.15) | | (8.16) | |
|-----------|---|-------|--|-------|---|-------|
| | $mdA2m_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \varepsilon_i$ | | $mdA2m_i = \beta_0$ $+ \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | $mdA2m_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
| β_0 | 1,801 | 0,106 | 1,720 | 0,000 | 1,196 | 0,207 |
| β_1 | — | 0,000 | 0,028 | 0,000 | — | 0,000 |
| β_2 | — | 0,000 | — | — | — | 0,007 |
| β_3 | — | 0,778 | — | — | — | 0,828 |
| β_4 | — | — | — | — | 0,030 | 0,000 |

(iii) A superposição entre a diretoria e o conselho

A superposição média entre o conselho de administração e a diretoria executiva, não é elevada como pode ser compreendido com um exemplo. Suponha-se que uma empresa tivesse seis membros no conselho e seis na diretoria executiva, com dois membros em comum (o diretor presidente e o diretor financeiro), uma configuração que pode ser considerada normal e totalmente de acordo com o que os códigos de boas práticas recomendam. O valor de $A3R$ para essa empresa seria $2 \div (6 + 6 - 2) = 0,20$. Tomando a amostra inteira, tem-se 0,18, como indicado na figura 8.11 abaixo. Chama entretanto a atenção a frequência dos casos em que a superposição é nula, pois a separação total tende a dificultar o fluxo de informações. O valor nulo corresponde a 17,9% dos casos. Considerando-se valores até 0,1, que sugerem a separação total em ao menos parte do período analisado, tem-se 27,9% da amostra.

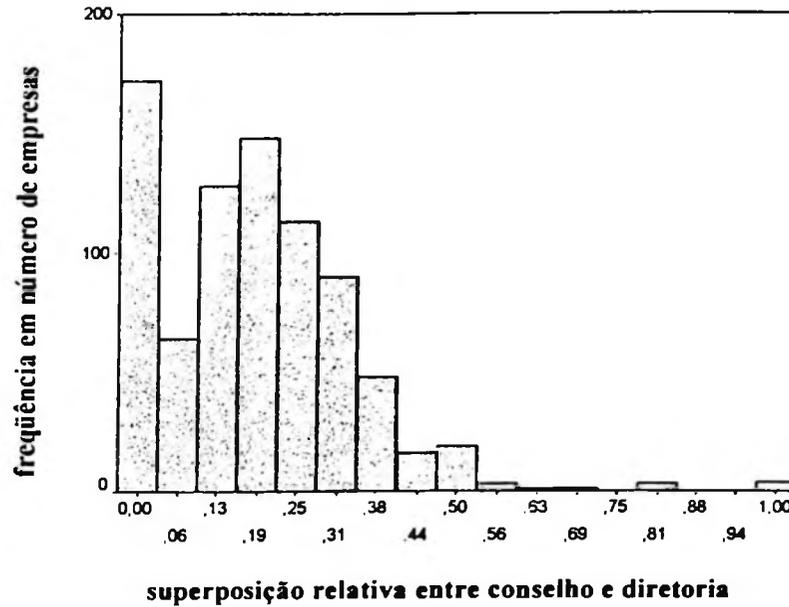


Figura 8.11: distribuição da superposição entre conselho e diretoria executiva.

Quando se controla para situação, indústria e tamanho medido pelo patrimônio líquido, todas as variáveis apresentam influência considerável em todos os casos, o que torna problemática uma análise baseada em valores médios. Em particular, a influência do porte da firma é negativa. Considerando que as empresas maiores tendem a apresentar diretorias e conselhos maiores, o parâmetro sugere que a superposição tende a restringir-se a posições fixas (em termos de números absolutos), tais como a de diretor presidente e diretor financeiro, mais uma vez acompanhando as recomendações usuais dos códigos de governança. Os parâmetros estão indicados na tabela 8.14, onde mais uma vez se utilizou uma transformação, $mdA3rm$, significando a mediana intertemporal da raiz quadrada da superposição relativa entre ao diretoria e o conselho.

Tabela 8.14: efeito setorial e de porte da firma sobre a superposição de conselho e diretoria

Regressões da superposição relativa do conselho de administração com a diretoria executiva em função do setor econômico, da situação da empresa e do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

| | (8.17) | | (8.18) | | (8.19) | |
|-----------|--|-------|---|-------|--|-------|
| | $mdA3Rm_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \varepsilon_i$ | | $mdA3Rm_i = \beta_0$ $+ \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | $mdA3Rm_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
| β_0 | 1,048 | 0,005 | 0,485 | 0,000 | 1,190 | 0,003 |
| β_1 | — | 0,008 | -0,012 | 0,000 | — | 0,016 |
| β_2 | — | 0,000 | — | — | — | 0,005 |
| β_3 | — | 0,177 | — | — | — | 0,861 |
| β_4 | — | — | — | — | -0,007 | 0,001 |

(iv) A independência do conselho e o isolamento do diretor-presidente

Estas duas variáveis têm praticamente o papel de *dummies*, dado que com o valor 1 ou 0 define categorias em que há ou não a separação entre as posições de presidente do conselho e diretor presidente, bem como o isolamento ou não da posição de diretor presidente. Com o uso da mediana este comportamento se modifica pela presença do valor 0,5, mas ainda assim podem ser consideradas como variáveis categorizadas.

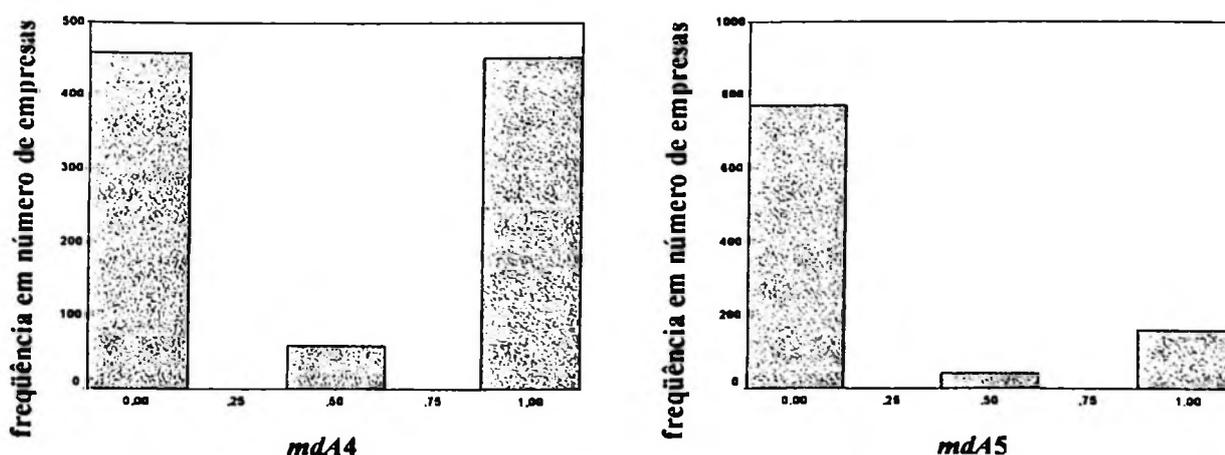


Figura 8.12: distribuição da separação entre os cargos de *chairman* e CEO, à esquerda e isolamento do CEO, à direita.

A divisão da amostra em aproximadamente metade com as posições de *chairman* e *CEO* separadas e outro tanto com superposição, sendo poucos os casos em que houve mudança ao longo do período. Quando se considera o tamanho (tabela 8.15), fica claro que a separação está mais presente entre as empresas maiores, o que reflete favoravelmente o estado atual do debate. As empresas maiores, como regra geral, são as mais expostas ao mercado e justamente estas é que tendem a apresentar a separação. A influência do setor econômico, embora significativa quando considerada sem controle para o tamanho, tem sua influência diluída por este, refletindo uma já comentada interação dessas duas variáveis.

Quando se analisa o chamado isolamento do *CEO*, o resultado é menos evidente. A barra correspondente a $A5 = 0$ simplesmente reflete a primeira barra da figura 8.11, quando não havia superposição entre conselho e diretoria. Não sendo o *CEO* membro do conselho, é improvável e mesmo indesejável que outro membro da diretoria o seja, pois haveria uma hierarquia circular na estrutura, com o subordinado pertencendo ao conselho que supervisiona seu superior hierárquico.

A influência do porte da empresa sobre esse isolamento é diluída pelo controle por indústria, o que sugere que a divisão poderia estar simplesmente refletindo idiosincrasias setoriais que não poderiam aqui ser adequadamente analisadas.

Tabela 8.15: efeito setorial e de tamanho da firma sobre a separação dos cargos de *chairman* e *CEO*

Regressões da separação dos cargos de *chairman* e *CEO*. Bem como do isolamento da posição de *CEO*, em função do setor econômico, da situação da empresa e do patrimônio líquido. Em cada caso, a coluna da esquerda corresponde ao valor do parâmetro β_k e a da direita p_k , probabilidade de erro ao rejeitar a hipótese $H_0: \beta_k = 0$. No caso das variáveis categorizadas, há uma estimativa de parâmetro para cada categoria e esses valores estão omitidos por não serem centrais à discussão.

A4

| | (8.20) $mdA4_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \varepsilon_i$ | | (8.21) $mdA4_i = \beta_0$ $+ \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | (8.22) $mdA4_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
|-----------|--|-------|---|-------|--|-------|
| β_0 | 0,790 | 0,373 | 0,265 | 0,000 | -0,008 | 0,993 |
| β_1 | — | 0,417 | 0,023 | 0,000 | — | 0,277 |
| β_2 | — | 0,041 | — | — | — | 0,270 |
| β_3 | — | 0,699 | — | — | — | 0,604 |
| β_4 | — | — | — | — | 0,020 | 0,000 |

A5

| | (8.23) $mdA5_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \varepsilon_i$ | | (8.24) $mdA5_i = \beta_0$ $+ \beta_1 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | | (8.25) $mdA5_i = \beta_0$ $+ \beta_1 \text{ mod } D1_i + \beta_2 \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_3 \text{ mod } D1_i \times \text{ mod } D2_i$ $+ \beta_4 md \ln F2_i + \varepsilon_i$ | |
|-----------|--|-------|---|-------|--|-------|
| β_0 | 1,714 | 0,012 | 0,070 | 0,043 | 1,648 | 0,026 |
| β_1 | — | 0,938 | 0,012 | 0,000 | — | 0,998 |
| β_2 | — | 0,070 | — | — | — | 0,030 |
| β_3 | — | 0,455 | — | — | — | 0,266 |
| β_4 | — | — | — | — | 0,004 | 0,305 |

IX. PREPARAÇÃO PARA A ANÁLISE: TRANSFORMAÇÕES DE VARIÁVEIS

A presente seção cuida de um conjunto de transformações aplicado a parte das variáveis antes de iniciar propriamente o estudo de suas relações. Emerson *et al.* (1992: 104) relacionam um conjunto de motivos para se transformar um conjunto de dados:

“Facilitar interpretações naturais.

Simetrizar a coleção de dados.

Estabilizar a dispersão de várias coleções de dados.

Linearizar a relação entre duas variáveis.

Simplificar a estrutura de uma tabela de dupla entrada por forma a que um modelo aditivo simples revele eficientemente as características dos dados.”

Entre esses motivos, há um interesse particular na simetria e na linearização, pelo benefício que a primeira traz à compreensão das medidas de localização e pela identificação entre a segunda e a própria modelagem utilizada: o modelo linear geral, que será discutido na seção X. Entre esses dois, enfocou-se a simetria tirando proveito do que Emerson *et al.*¹⁰⁴ denominam “Efeitos coincidentes das transformações”:

“De fato, é experiência comum que uma re-expressão utilizada para um dado objetivo, freqüentemente melhora a coleção de dados sob outra(s) perspectiva(s).”

As variáveis utilizadas neste estudo apresentam distribuições com acentuada assimetria. Em alguns casos esta assimetria é inevitável, mas em outros não. Nas páginas a seguir são apresentados três grupos de variáveis, dois que representam duas famílias de transformações e um terceiro com as variáveis em que não se utilizou transformação, ou porque não fosse necessária, ou porque se mostrasse inócua.¹⁰⁵ Na medida em que a

¹⁰⁴ Op. cit., página 121.

¹⁰⁵ Não há transformação adequada, por exemplo, para uma distribuição em forma de U.

transformação deveria ser aplicada a dados de quatro anos com resultados ligeiramente diferentes, tomou-se o ano de 1999 como base e o critério de procurar uma perda não muito superior a 5% dos dados. As variáveis transformadas são identificadas pela letra *m* ao final.¹⁰⁶

Foram considerados apenas os casos COM SEM e COM COM. O caso SEM SEM foi originalmente estabelecido apenas para que servisse de base aos demais. Contudo, sua incapacidade de identificar uma situação em que um acionista ou grupo de acionistas exerça o poder de controle por outra forma que não seja o controle direto faz com que este caso não apresente interesse prático.

É importante ressaltar que as transformações aqui utilizadas não introduzem qualquer distorção nas conclusões. São funções estritamente monotônicas e suaves que se limitam a compactar uma região dos dados, sem alterar em qualquer sentido a associação, apenas linearizando a relação em geral. Quanto à eventual dificuldade na interpretação dos valores específicos estimados para os parâmetros, é bom ressaltar que, embora tal dificuldade possa ser contornada por uma interpretação zelosa dos valores, o interesse maior reside na identificação de variáveis de influência estatisticamente significantes e seus sinais, resposta que de forma alguma é prejudicada pela transformação. Pelo contrário, beneficia-se da transformação. Não há a intenção de se especificar modelos de caráter preditivo.

IX.1. Transformação logarítmica

Esta é uma transformação usual para ativos e variáveis com crescimento geométrico ou exponencial e dispensa maiores comentários. Foi adotada já na seção VIII para o patrimônio líquido e agora o critério é estendido ao total de ativos e à receita líquida.

¹⁰⁶ *m*, representando modificado. Evitou-se a indicação *t* (de transformado) para evitar a confusão com a variável tempo.

Tabela 9.1: transformações logarítmicas

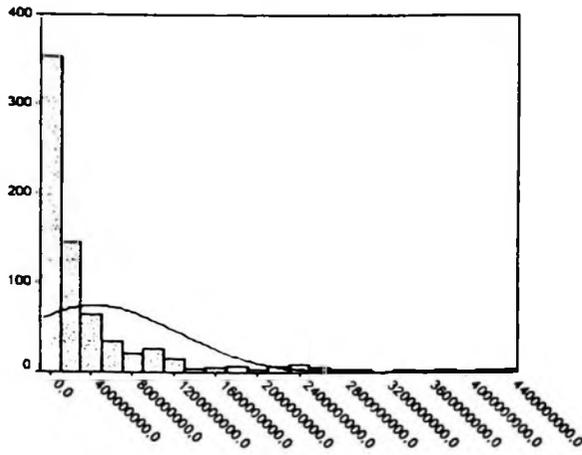
Em cada caso está sendo representada a transformação para o ano de 1999 a título de exemplo, após verificar-se que o padrão se mantém para os outros anos. Em alguns casos, parte da distribuição foi suprimida do gráfico com o objetivo de facilitar a visualização. Cada gráfico é acompanhado pela curva normal baseada na média e variância estimadas, bem como pelo coeficiente de assimetria para ilustrar (dado reflete apenas um dos quatro anos) o efeito da transformação.

Variável original

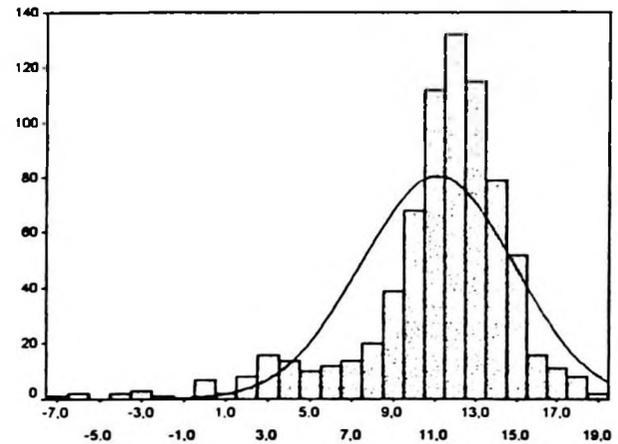
Variável modificada

F1 - ativo total

ln F1



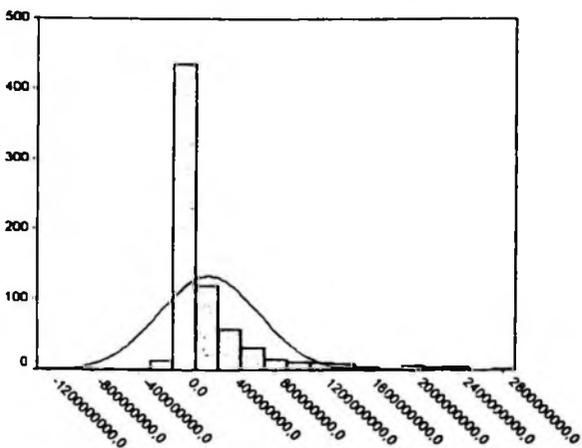
coeficiente de assimetria = 9,14



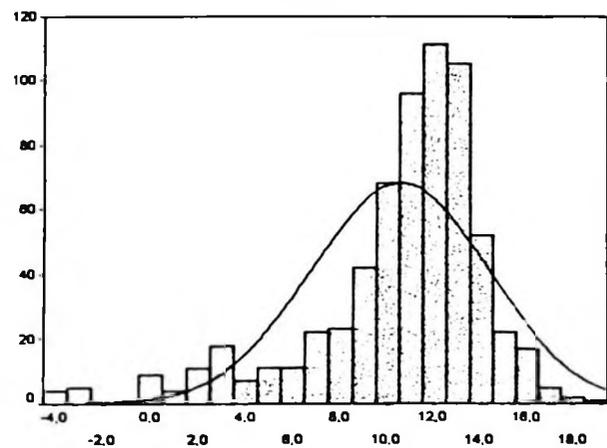
coeficiente de assimetria = -1,55

F2 - patrimônio líquido

ln F2



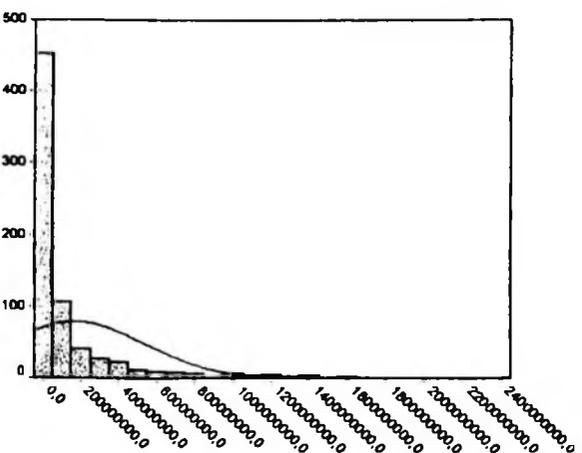
coeficiente de assimetria = 10,19



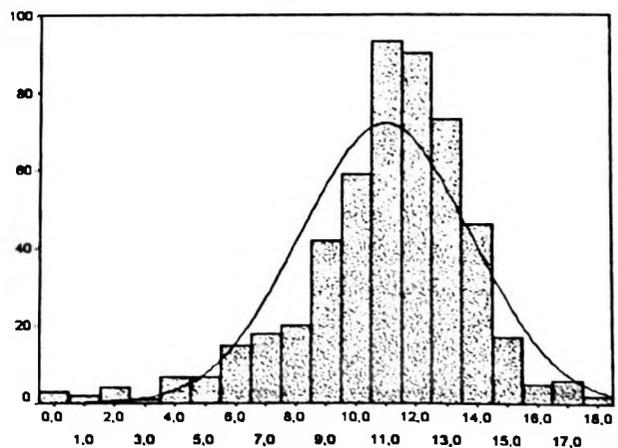
coeficiente de assimetria = -1,42

F3 - receita líquida

ln F3



coeficiente de assimetria = 10,70



coeficiente de assimetria = -1,26

IX.2. Transformação potência – raiz quadrada

Neste caso particular, potência $\frac{1}{2}$ ou raiz quadrada. Boa parte das variáveis de contagem (como o número de membros no conselho) possui uma distribuição com a cauda alongada à direita, mas já com moda única e bem definida, lembrando uma distribuição de Poisson. A transformação recomendada por Johnson & Wichern (2002: 194) tem a função exclusiva de encurtar essa cauda através de uma função monotônica (mérito já comentado em IX.2).

Tabela 9.2: transformação por raiz quadrada

Em cada caso está sendo representada a transformação para o ano de 1999 como exemplo, após verificar-se que o padrão se mantém para os outros anos. Em alguns casos, parte da distribuição foi suprimida com o objetivo de facilitar a visualização. Cada gráfico é acompanhado pela curva normal baseada na média e variância estimadas, bem como pelo coeficiente de assimetria para ilustrar (dado reflete apenas um dos quatro anos) o efeito da transformação.

Variável original

Variável modificada

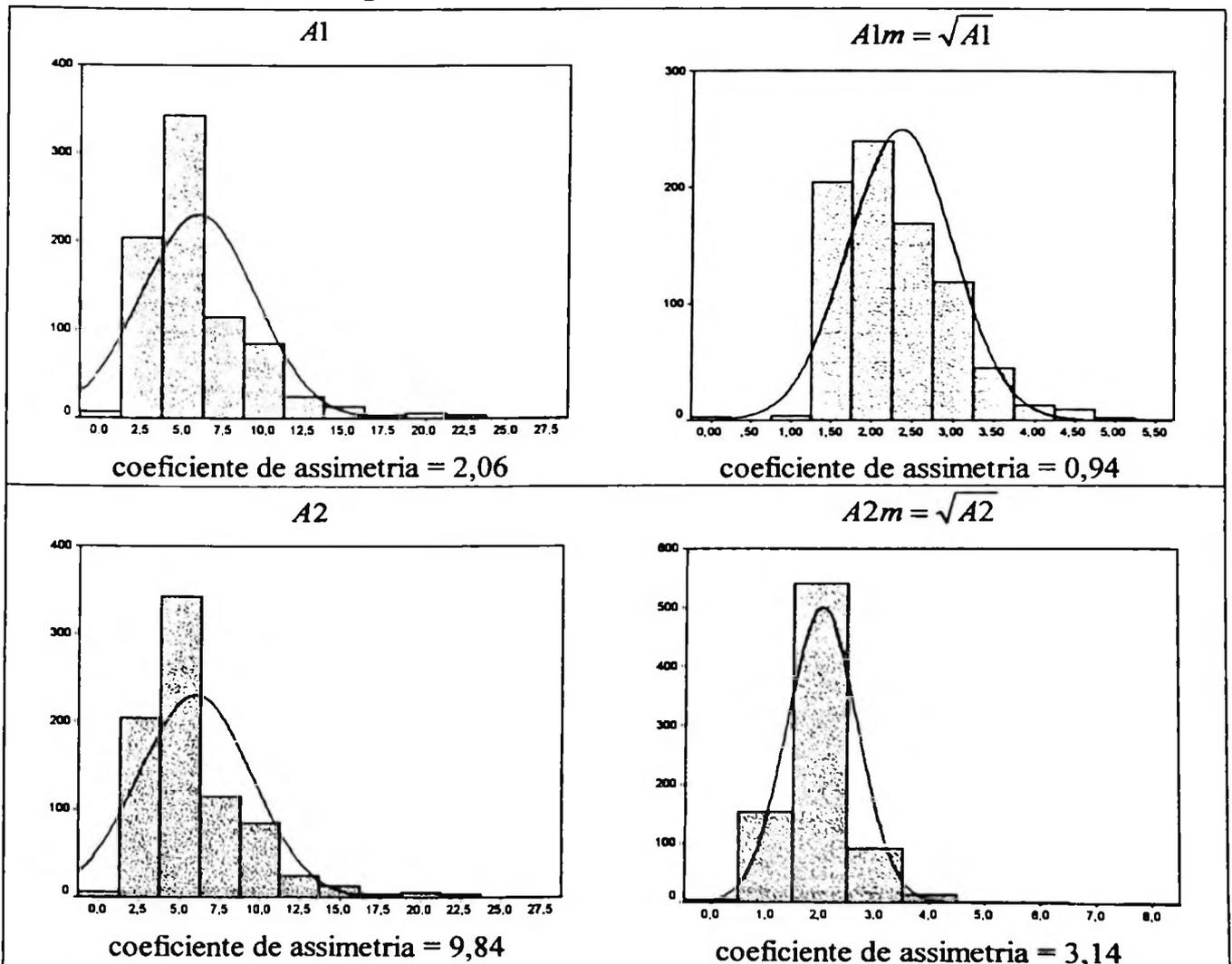
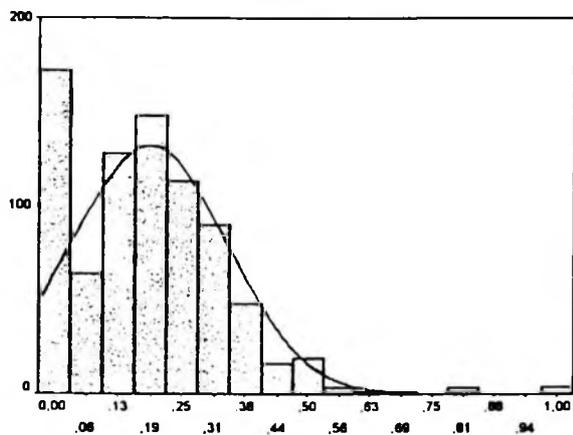


Tabela 9.2: transformação por raiz quadrada

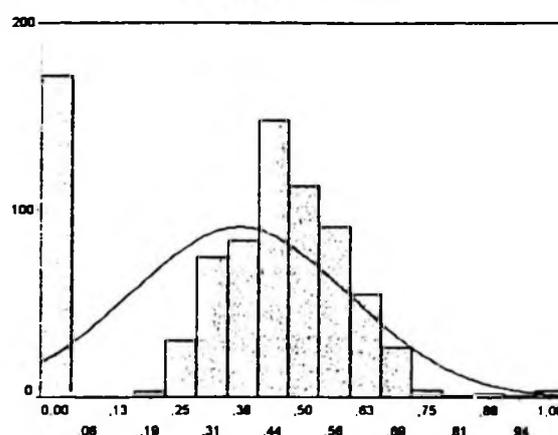
Em cada caso está sendo representada a transformação para o ano de 1999 como exemplo, após verificar-se que o padrão se mantém para os outros anos. Em alguns casos, parte da distribuição foi suprimida com o objetivo de facilitar a visualização. Cada gráfico é acompanhado pela curva normal baseada na média e variância estimadas, bem como pelo coeficiente de assimetria para ilustrar (dado reflete apenas um dos quatro anos) o efeito da transformação.

Variável original

A3R

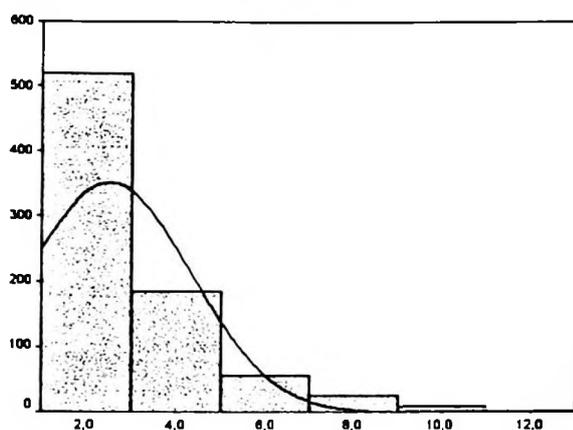
coeficiente de assimetria = 1,26

Variável modificada

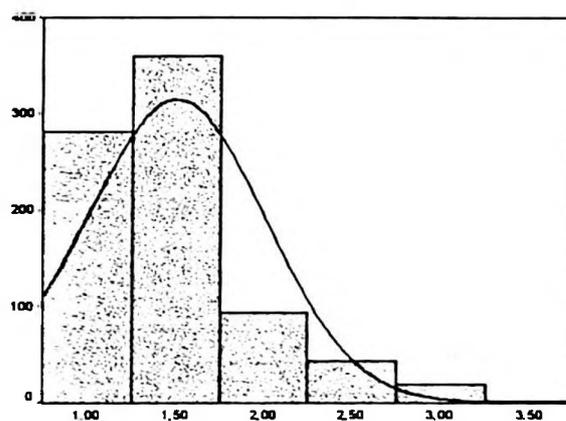
 $A3Rm = \sqrt{A3R}$ 

coeficiente de assimetria = -0,44

No caso específico da variável *A3Rm*, a significativa frequência do valor zero é capturada pela variável *A5*, pois corresponde ao isolamento do CEO, quando *A5* = 1. Assim, este caso é capturado por *A5* e pode ser desprezado. Sem ele, a variável *A3Rm* apresenta simetria muito boa.

C4

coeficiente de assimetria = 1,77

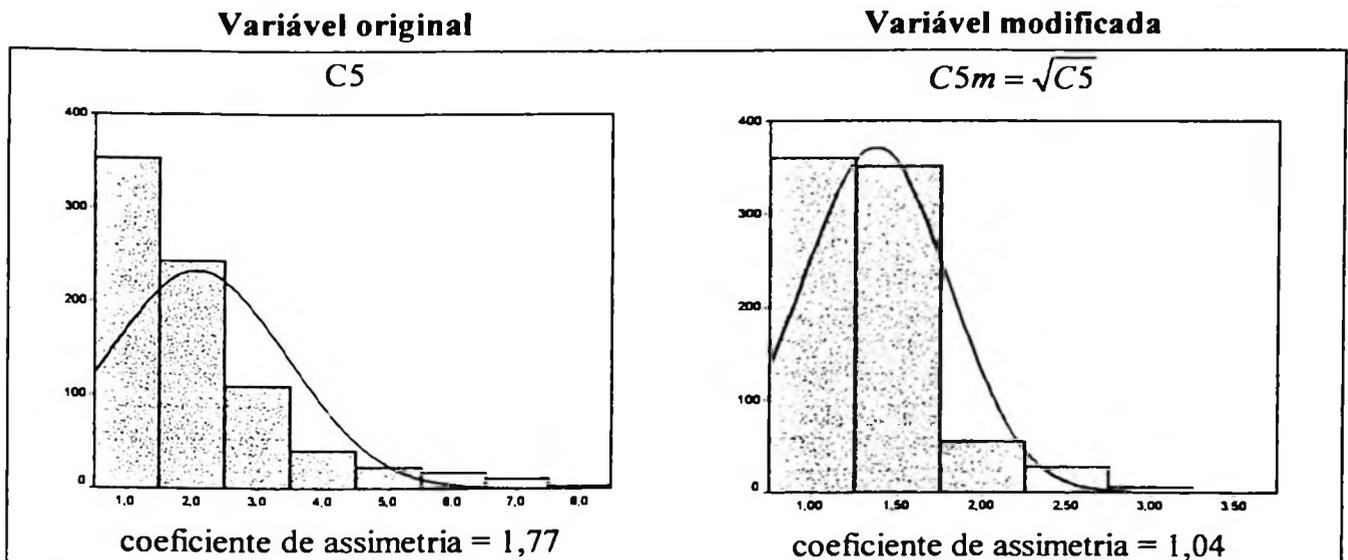
 $C4m = \sqrt{C4}$ 

coeficiente de assimetria = 1,04

As variáveis *C4* e *C5* apresentam o mesmo comportamento nos casos COM SEM e COM COM.

Tabela 9.2: transformação por raiz quadrada

Em cada caso está sendo representada a transformação para o ano de 1999 como exemplo, após verificar-se que o padrão se mantém para os outros anos. Em alguns casos, parte da distribuição foi suprimida com o objetivo de facilitar a visualização. Cada gráfico é acompanhado pela curva normal baseada na média e variância estimadas, bem como pelo coeficiente de assimetria para ilustrar (dado reflete apenas um dos quatro anos) o efeito da transformação.



IX.3. Variáveis não transformadas

A variável C1, com duas fortes modas nos extremos, fica muito próxima de uma variável categorizada. Na especificação dos testes durante a elaboração da seção X, apresentada a seguir, tentou-se utilizar a variável com três categorias: uso máximo de ações preferenciais (extremo inferior), uso intermediário e nenhum uso (extremo superior), sem que se obtivessem resultados satisfatórios. Naturalmente, não há transformação monotônica satisfatória e a variável foi mantida em seu estado original. Caso semelhante se deu com C2: com a concentração no extremo, em particular no caso COM COM, uma transformação não mitigaria o problema. No caso das variáveis A4 e A5, para cada ano comportam-se como variáveis indicadoras de categorias e quando se utiliza a mediana passa a comportar-se como variáveis de três categorias.

Tabela 9.3: variáveis não transformadas.

Nos casos das variáveis C1 e C2 não há como simetrizar as distribuições porque os dados se concentram em valores inteiros e extremos. No caso das variáveis C3, F4, F5, F6, F7, F8, e F9, já havia uma certa simetria, exceto no caso de F9, mas as tentativas de adaptar uma transformação geraram benefícios insatisfatórios. Decidiu-se então manter as variáveis não transformadas.

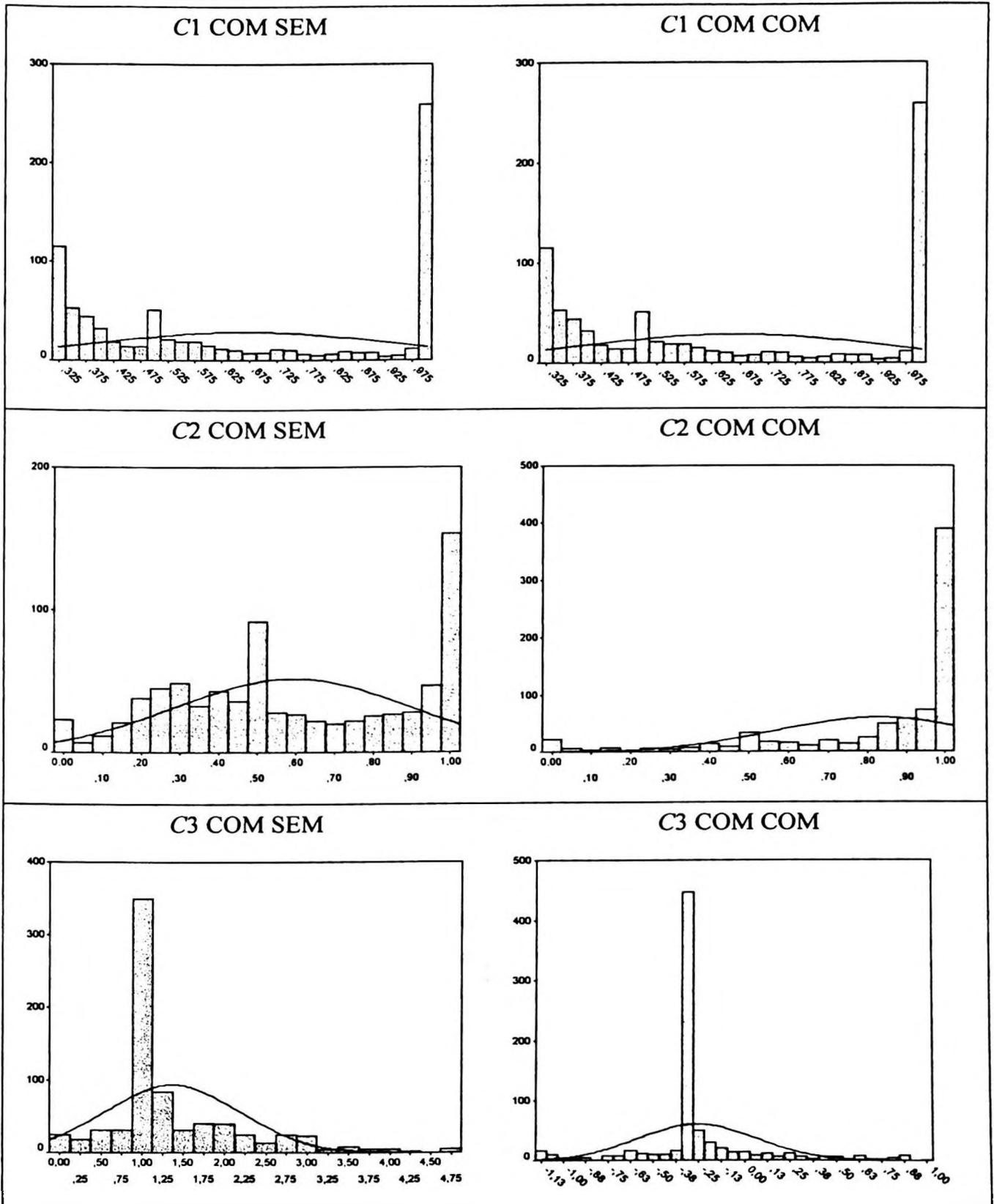


Tabela 9.3: variáveis não transformadas.

Nos casos das variáveis *C1* e *C2* não há como simetrizar as distribuições porque os dados se concentram em valores inteiros e extremos. No caso das variáveis *C3*, *F4*, *F5*, *F6*, *F7*, *F8*, e *F9*, já havia uma certa simetria, exceto no caso de *F9*, mas as tentativas de adaptar uma transformação geraram benefícios insatisfatórios. Decidiu-se então manter as variáveis não transformadas.

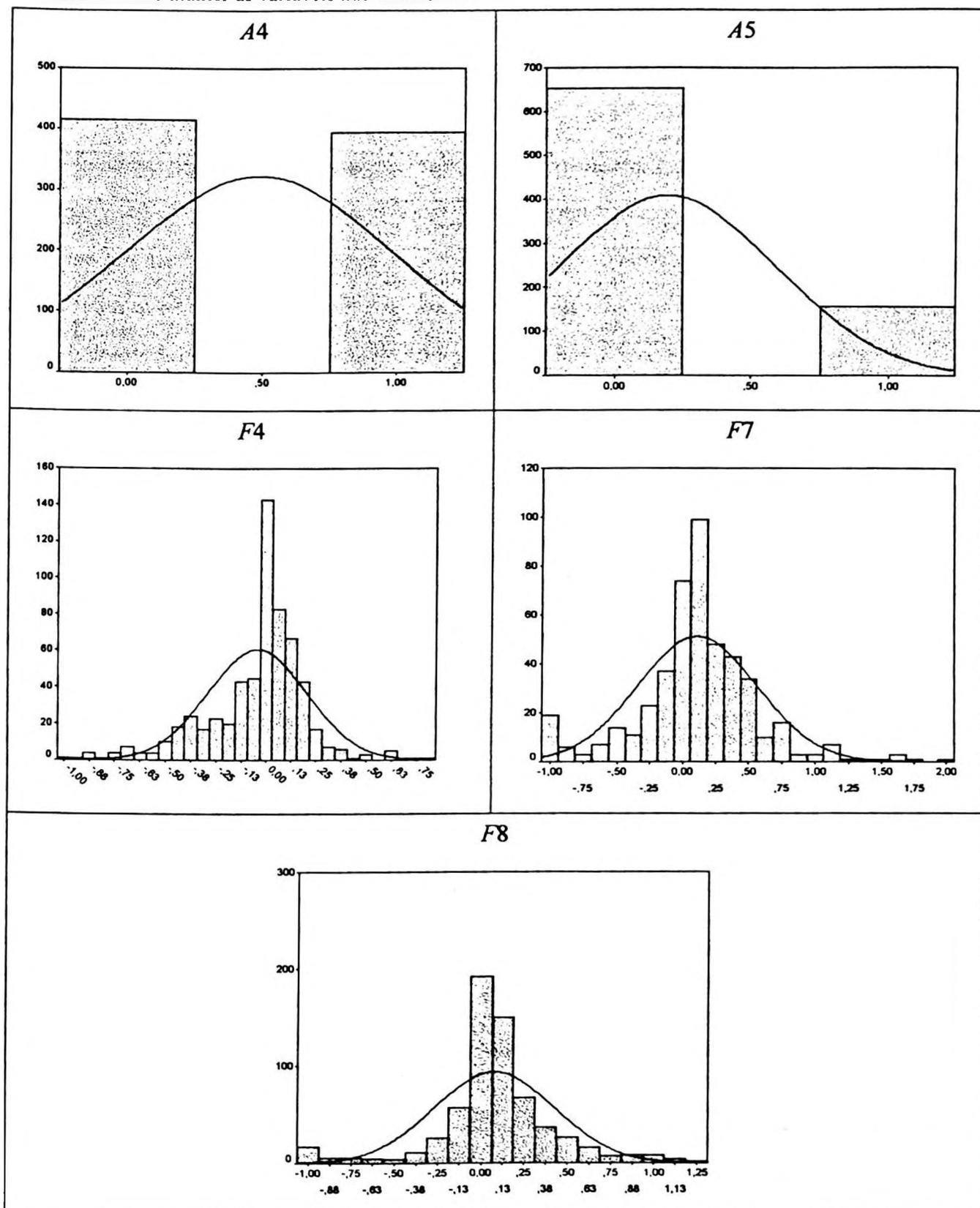
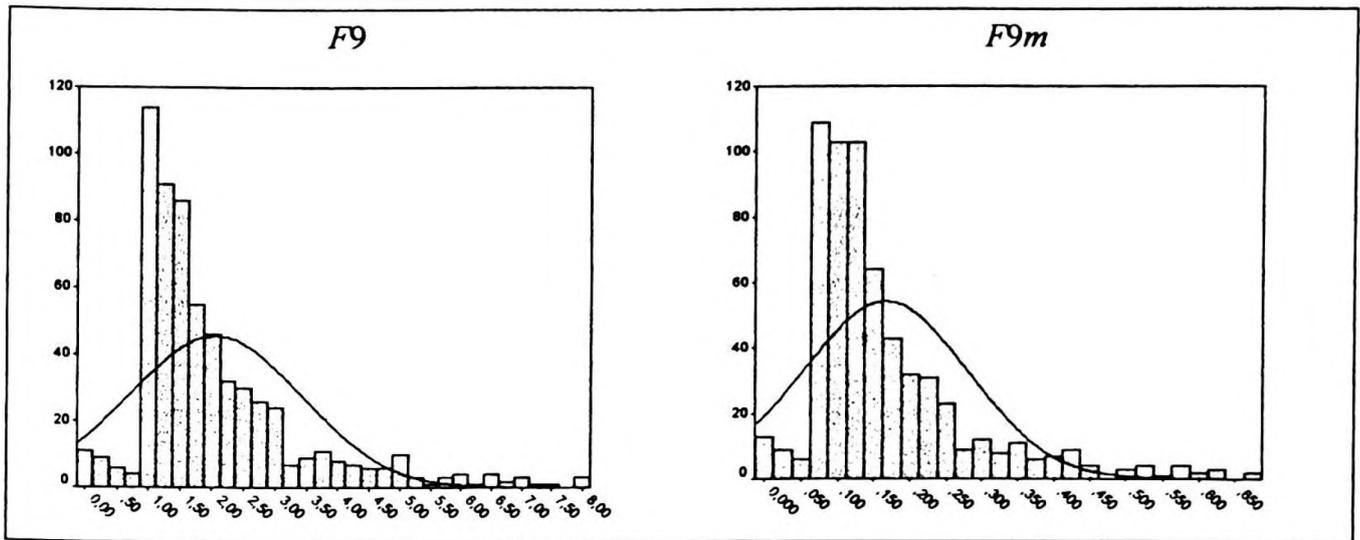


Tabela 9.3: variáveis não transformadas.

Nos casos das variáveis $C1$ e $C2$ não há como simetrizar as distribuições porque os dados se concentram em valores inteiros e extremos. No caso das variáveis $C3$, $F4$, $F5$, $F6$, $F7$, $F8$, e $F9$, já havia uma certa simetria, exceto no caso de $F9$, mas as tentativas de adaptar uma transformação geraram benefícios insatisfatórios. Decidiu-se então manter as variáveis não transformadas.



A tentativa não aproveitada de transformação pode ser exemplificada com a variável $F9$, última da tabela 9.3 acima, em que uma inspeção visual é suficiente para demonstrar a pouca efetividade da transformação neste caso específico. A transformação *logit*, recomendada por Johnson & Wichern (2002: 194) para proporções, foi adaptada para tratar as variáveis originadas por frações, tal como é o caso de participações acionárias. A partir da

expressão geral $\text{logit}(\hat{p}) = \frac{1}{2} \ln\left(\frac{\hat{p}}{1-\hat{p}}\right)$, $\hat{p} \in]0;1[$ adotou-se a variante

$$X_m = \frac{1}{2} \ln\left(\frac{a \times X + b}{1 - a \times X + b}\right), \quad (9.1)$$

onde:

X = variável original, $X \in \mathbb{R}_+$;

X_m = variável transformada, $X_m \in \mathbb{R}_+$

a = parâmetro de compressão (ex.: para evitar que uma distribuição atinja os extremos 0 e 1);

b = parâmetro de deslocamento (ex.: para evitar que uma distribuição leve a um argumento negativo no logaritmo).

Apesar da aparente complexidade do cálculo, trata-se de uma transformação monotônica e, portanto, não prejudica a interpretação dos resultados. Contudo, como a figura mostra, o benefício é pouco perceptível. Em particular para o caso de $F9m$, apresentado na tabela 9.3, utilizou-se $a = \frac{1}{25}$ e $b = \frac{1}{2}$.

X. ANÁLISE DO DESEMPENHO ECONÔMICO DA FIRMA

Nesta seção é explorado o modelo de análise apresentado no início da seção VI, através de um conjunto de regressões em modelos GLM¹⁰⁷, procurando identificar associações entre:

- a anatomia do controle acionário e a anatomia da estrutura gerencial;
- o conjunto de estruturas de governança (controle acionário e estrutura gerencial) e um conjunto de indicadores financeiros das empresas.

É importante ressaltar que, para cada um dos dois conjuntos de associações apresentados acima, não se buscaram modelos com capacidade preditiva. Não há uma forma funcional específica a ser testada e o que se buscou, através de um conjunto de regressões exploratórias utilizando o GLM foi identificar, para cada caso, quais variáveis eram estatisticamente significantes enquanto variáveis explicativas e qual o sinal dessa associação.

X.1. Considerações metodológicas

X.1. a) A opção pelo uso do modelo GLM

Apesar de estarem disponíveis informações de quatro anos consecutivos, optou-se por utilizar um corte transversal calculado sobre medianas intertemporais e não uma análise de dados de painel. Embora esta pequena quantidade de períodos seja considerada suficiente por alguns autores¹⁰⁸ para a utilização de um painel, neste caso particular a natureza das variáveis torna seu uso inadequado. Por um lado as variáveis explicativas, em que pese poderem modificar-se ao longo do tempo, apresentam normalmente pequena ou mesmo nenhuma variação de um ano a outro. Itens como bloco de controle, acordo de acionistas ou composição do conselho ou diretoria podem e devem refletir, no longo prazo as condições

¹⁰⁷ *General Linear Model* (modelo linear geral).

¹⁰⁸ Vide Markus (1979: 7).

ambientais e a performance específica da firma, mas atendem a períodos de vigência, duração predeterminada de mandatos eletivos ou mesmo restrições de liquidez, pois não é incomum que a negociação do controle acionário de uma empresa seja um processo com duração superior a um ano. Por outro lado, as variáveis de desempenho e a estrutura de capital oscilam diariamente, atendendo a muitos outros fatores além da estrutura de governança. Para agravar o problema, é razoável supor que os efeitos de certas alterações na estrutura de governança apresentem uma defasagem para refletir-se nas variáveis dependentes, de uma forma que provavelmente não seria capturada em tão poucos períodos. Uma alteração na composição do conselho, por exemplo, poderia levar a uma mudança na política de investimento para os anos subsequentes. É improvável que os efeitos de uma tal mudança fossem capturados em uma amostra como a que foi utilizada. Tem-se então um conjunto de variáveis que, até certo ponto, podem ser consideradas estáticas sendo utilizadas para explicar um outro conjunto de variáveis que apresentam um comportamento dinâmico. Procurou-se atenuar este descasamento utilizando variáveis financeiras e setoriais para controle, mas ainda assim seria um equívoco basear a análise em uma relação intertemporal, pela impossibilidade de atender a requisitos básicos de uma análise longitudinal como apresentados, para citar um exemplo, por Menard (1991: 4):

“Longitudinal research must be defined in terms of both the data and the methods of analysis that are used in the research. Longitudinal research is a research in which (a) data are collected for each item ou variable for two or more distinct time periods; (b) the subjects or cases analysed are the same or at least comparable from one period to the next; and (c) the analysis involves some comparison of data between or among periods. At a bare minimum, any truly longitudinal design would permit the measurement of differences or change in a variable from one period to another.”

É no terceiro quesito que a adoção de um painel, no presente caso, se tornaria inconsistente. As taxas de crescimento de ativos e receita utilizadas não devem ser

confundidas com a comparação intertemporal descrita acima. A medição de oscilações nas variáveis dependentes não corresponderia verdadeiramente a uma resposta às oscilações nas variáveis explicativas.

A hipótese subjacente ao modelo de análise utilizado é a de que, embora as variáveis dependentes apresentem oscilações devidas a outros fatores, fazem-no em níveis que refletem as estruturas de governança. Testar a veracidade dessa hipótese é a função do modelo.

Adicionalmente aos argumentos acima, o procedimento adotado permitiu utilizar dados de cada empresa independente de estarem disponíveis para todos os anos ou apenas um, o que amplia a amostra e maximiza o uso das informações disponíveis. Pode-se dizer que o total de 1.004 empresas utilizado neste estudo é bastante superior à média de outros citados ao longo da revisão da literatura.

A adoção do GLM permitiu considerar a necessidade ou não de utilizar regressões múltiplas multivariadas, facilitou o uso de controle setorial e de situação da empresa ao substituir dezenas de *dummies* por apenas duas variáveis categorizadas (*D1* e *D2*) e permitiu realizar, para cada regressão de um total de oitenta especificações, um teste estatístico para um modelo de medidas repetidas pelo lambda de Wilks. O teste consiste em substituir as medianas dos regressandos por seus valores individuais, realizando portanto quatro regressões, uma para cada ano. Com a mudança do regressando, muda a estimativa dos coeficientes do modelo. O que o teste indica é se as diferenças entre os coeficientes estimados a partir de regressandos de anos diferentes é significativa ou não. Caso não seja, pode-se dizer que a adoção ou não da mediana do regressando levaria a resultados estatisticamente equivalentes. A adoção da mediana do regressando, embora desejável em princípio, não provoca diferenças significativas nos resultados. Quando entretanto a diferença é significativa, este resultado fortalece a opção pelo uso da mediana, pois torna o resultado menos suscetível à escolha do ano-base, o que poderia constituir uma armadilha para o pesquisador. Por outro lado, revela uma interação com o regressor específico em que a

diferença de estimativa do parâmetro se mostrou estatisticamente significativa. Os resultados dos testes com medidas repetidas não foram comentados individualmente no corpo do texto, disponibilizando-se apenas a informação no apêndice.

X.1. b) Procedimento de especificação e seleção de regressores

Em primeiro lugar, examinou-se o nível de significância dos estimadores individualmente e não em grupo. Dado que o objetivo não era o de obter um modelo de predição e sim o de identificar associações entre variáveis, não foi necessário que para cada especificação todos os coeficientes fossem simultaneamente não nulos. Assim, quando se considerou o nível de significância da estimativa de cada um, todos os demais puderam ser considerados como coeficientes de variáveis de controle. Ao invés de se buscar uma validação para toda a especificação através de um método usual de correção do nível de significância global de testes simultâneos como o de Bonferroni¹⁰⁹, tomou-se apenas a significância individual.

Em segundo lugar, dada a falta de uma forma funcional predeterminada a testar, a própria identificação das variáveis relevantes era dependente da especificação do modelo. Optou-se então pelo exame de várias especificações a partir de um modelo amplo¹¹⁰: quatro especificações por regressando no caso da associação entre controle acionário e controle gerencial e cinco especificações por regressando no caso da associação entre estruturas de governança e variáveis de desempenho e estrutura de capital. Para cada regressão foram selecionadas as variáveis significantes a 5%. Considerou-se como robusta para o estudo a variável que se mostrou significativa em ao menos três regressões. Este critério é assumidamente arbitrário. Contudo, tem o mérito de eliminar variáveis que somente se mostraram significativas em uma ou duas especificações, como consequência de uma possível

¹⁰⁹ Para detalhes do método, vide Johnson & Wichern (2002: 232).

¹¹⁰ A definição do que se considerou amplo será dada no parágrafo seguinte.

interação dos regressores. Ao mesmo tempo, mantém variáveis que foram eliminadas de forma também eventual e pelo mesmo motivo. Como se verá no exame de resultados ao longo desta seção, foi possível através deste critério identificar variáveis consistentemente significativas e variáveis de presença apenas esporádica. É importante ressaltar que, ao longo de oitenta regressões, não houve um único caso de reversão de sinal. Se uma variável apresentava estimativa significativamente não nula em um caso qualquer, seu sinal se mantinha em qualquer outra especificação em que também fosse significativa.

Para a seleção de especificações, partiu-se de um modelo que considerava:

- todas as variáveis explicativas (*C1 a C5* no caso do controle gerencial e *C1 a C5; A1 a A5* no caso de desempenho e estrutura de capital) consideradas em efeito principal e quadrático;
- controle dessas variáveis pelo porte da empresa, medido pelo valor do patrimônio líquido;
- interações, selecionadas pelo pesquisador, das variáveis explicativas, apresentadas nos itens correspondentes quando da especificação do modelo;
- variáveis financeiras, conforme definidas em VII.3.c, consideradas em efeito principal e quadrático e controladas também pelo tamanho medido pelo patrimônio líquido;
- interações selecionadas das variáveis financeiras;
- controle setorial e por situação da empresa (definidos em VII.3.d), bem como a interação dessas duas variáveis, tomada por seu produto.

A escolha do patrimônio líquido e não de outro indicador, como o total de ativos, para o controle por tamanho se deveu, em primeiro lugar, ao papel de linguagem comum que o capital acionário possui ao se considerarem investimentos em diferentes áreas. Do ponto de vista do investidor, o mesmo investimento pode corresponder a diferentes ativos totais ou receitas totais, dependendo do setor. Assim, o patrimônio reflete mais adequadamente o porte da decisão de investimento. Um segundo motivo foi que a falta de padronização das contas

apresentadas nas DFP¹¹¹ tornou problemática a apuração do lucro operacional. O lucro líquido reflete a remuneração ao acionista e compará-lo ao total de ativos ou ao total de receitas distorceria a análise. Um terceiro motivo, de caráter prático, foi que apesar das ressalvas apresentadas acima testou-se o controle por total de ativos com resultados ligeiramente inferiores do ponto de vista de ajuste das regressões, o que sinaliza, embora fracamente, de maneira favorável à adequação da escolha. Tais regressões não foram incluídas neste trabalho, tendo servido apenas como subsídio de caráter secundário para a escolha das especificações aqui apresentadas.

X.2. O controle acionário influenciando o controle gerencial

X.2. a) Especificação do modelo e apresentação de resultados

Em primeiro lugar, é preciso lembrar a ressalva já feita na seção VI sobre a presunção de relação causal entre o controle acionário e a estrutura do controle gerencial. Tomou-se como pressuposto que, dada uma estrutura acionária, o conselho de administração e a diretoria executiva se formam a partir dela. Contudo, é possível supor que haja uma realimentação neste processo, por exemplo através de alguma manipulação da oferta de ações, algo que um corte transversal não poderia indicar. Assim, assumiu-se que a relação de causalidade, se existe, é estritamente unidirecional: controle acionário explicando estrutura gerencial.

Consideraram-se cinco variáveis dependentes, já apresentadas em VIII.2.a, algumas com transformações apresentadas em IX e apenas resumidas aqui:

$mdA1m$ = mediana intertemporal da raiz quadrada número de membros do conselho de administração;

$mdA2m$ = mediana intertemporal da raiz quadrada do número de membros da diretoria

¹¹¹ Demonstrativos financeiros padronizados, que fazem parte das informações obrigatórias prestadas à CVM. Apesar do nome, a maior parte dos códigos das contas não é de fato padronizada.

executiva:

$mdA3Rm$ = mediana de $\sqrt{A3R} = \sqrt{\frac{A3}{A1 + A2 - A3}}$ onde $A1$, $A2$ e $A3$ são, respectivamente, o

número de membros no conselho de administração, na diretoria executiva e os membros comuns aos dois órgãos;

$mdA4$ = mediana intertemporal da variável binária (*dummy*) $A4$, que assume o valor 1 quando há separação entre os cargos de *chairman* e *CEO* e 0 quando não há;

$mdA5$ = mediana intertemporal da variável binária $A5$, que assume o valor 1 quando o diretor presidente não é membro do conselho de administração e 0 quando é.

Uma análise das correlações dessas variáveis (Tabela 10.1) dispensa a utilização de uma regressão múltipla multivariada:

Tabela 10.1: correlações entre as variáveis de controle gerencial

Os pares com maiores correlações dizem respeito a variáveis de natureza próxima: $mdA1m$ com $mdA2m$ (dimensões, respectivamente, de conselho e diretoria executiva) e $mdA4$ com $mdA5$ (respectivamente separação *chairman / CEO* e isolamento do *CEO*). No segundo caso, o valor negativo é exclusivamente devido à forma como as duas variáveis foram definidas (quando cada uma assumia o valor 0 ou 1). Nos dois casos, contudo, a correlação é suficientemente baixa para dispensar o uso de regressão multivariada.

| | | $mdA2m$ | $mdA3Rm$ | $mdA4$ | $mdA5$ |
|-----------------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| Correlação de Pearson | $mdA1m$ | 0,362** | -0,160** | 0,265** | 0,098** |
| Sig. (bicaudal) | | 0,000 | 0,000 | 0,000 | 0,002 |
| N | | 973 | 973 | 973 | 973 |
| Correlação de Pearson | $mdA2m$ | — | -0,082* | 0,125** | 0,046 |
| Sig. (bicaudal) | | — | 0,011 | 0,000 | 0,153 |
| N | | — | 973 | 973 | 973 |
| Correlação de Pearson | $mdA3Rm$ | — | — | -0,393** | -0,536** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | 0,000 | 0,000 |
| N | | — | — | 973 | 973 |
| Correlação de Pearson | $mdA4$ | — | — | — | 0,307** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | — | 0,000 |
| N | | — | — | — | 973 |

** Correlação significativa ao nível de 0,01 (bicaudal).

* Correlação significativa ao nível de 0,05 (bicaudal).

Tomada a decisão de analisar individualmente as variáveis de controle gerencial,

definiu-se um modelo comum a todas as variáveis, apresentado a seguir para a variável $mdA1m$ e para a firma i :

$$\begin{aligned}
 mdA1m_i = & \beta_0^1 + \underbrace{\sum_{j=1}^5 (\beta_j^1 mdCj_i + \beta_{j+5}^1 (mdCj_i)^2)}_{\text{variáveis de controle: efeito direto e quadrático}} + \underbrace{\sum_{k=1}^5 (\beta_{k+10}^1 mdCk_i \times md \ln F2_i)}_{\text{controle para o tamanho do patrimônio líquido}} \\
 & + \left. \begin{aligned} & \sum_{l=2}^5 (\beta_{l+14}^1 mdCl_i \times mdCl_i) + \sum_{s=3}^5 (\beta_{s+17}^1 mdCs_i \times mdCs_i) \\ & + \sum_{t=4}^5 (\beta_{t+19}^1 mdCt_i \times mdCt_i) + \beta_{25}^1 mdC4_i \times mdC5_i \end{aligned} \right\} \text{interação das variáveis de controle} \\
 & + \underbrace{\beta_{26}^1 md \ln F2_i + \beta_{27}^1 mdF4_i + \sum_{u=7}^9 \beta_{u+21}^1 mdFu_i}_{\text{variáveis financeiras: efeito principal}} \\
 & + \underbrace{\beta_{31}^1 (md \ln F2_i)^2 + \beta_{32}^1 (mdF4_i)^2 + \sum_{v=7}^9 \beta_{v+26}^1 (mdFv_i)^2}_{\text{variáveis financeiras: efeito quadrático}} \\
 & + \underbrace{md \ln F2_i \times (\beta_{36}^1 mdF4_i + \beta_{37}^1 mdF7_i + \beta_{38}^1 mdF8_i + \beta_{39}^1 mdF9_i)}_{\text{interação das variáveis financeiras}} \\
 & + \underbrace{\beta_{40}^1 \frac{mdC5m_i}{mdC4m_i}}_{\text{variáveis de controle: interação adicional}} + \underbrace{\beta_{41}^1 \text{mod } D1 + \beta_{42}^1 \text{mod } D2 + \beta_{43}^1 \text{mod } D1_i \times \text{mod } D2_i}_{\text{variáveis de controle setorial e de situação}} + \varepsilon_i^1 \quad (10.1)
 \end{aligned}$$

$i = 1, \dots, n$;

$E(\varepsilon_i) = 0$ e $\text{Cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j$.

Dada a extensão do modelo e a quantidade de variáveis e parâmetros, cabe uma explicação além da mera apresentação das variáveis. O modelo GLM para $mdA1m$ fornece um conjunto de estimativas $\hat{\beta}_1^1, \hat{\beta}_2^1, \dots, \hat{\beta}_{43}^1$. Analogamente, tem-se:

$$\begin{aligned}
 mdA2m & \rightarrow \hat{\beta}_1^2, \hat{\beta}_2^2, \dots, \hat{\beta}_{43}^2 \\
 mdA3Rm & \rightarrow \hat{\beta}_1^3, \hat{\beta}_2^3, \dots, \hat{\beta}_{43}^3 \\
 mdA4 & \rightarrow \hat{\beta}_1^4, \hat{\beta}_2^4, \dots, \hat{\beta}_{43}^4 \\
 mdA5 & \rightarrow \hat{\beta}_1^5, \hat{\beta}_2^5, \dots, \hat{\beta}_{43}^5
 \end{aligned}$$

As variáveis relativas a controle acionário foram identificadas por índices, para compactar a expressão, sendo que:

$$\begin{aligned}
 &mdC_j, j = 1, \dots, 5 \\
 &j = 1 \Rightarrow mdC_j = mdC1 \\
 &j = 2 \Rightarrow mdC_j = mdC2 \\
 &j = 3 \Rightarrow mdC_j = mdC3 \\
 &j = 4 \Rightarrow mdC_j = mdC4m \\
 &j = 5 \Rightarrow mdC_j = mdC5m
 \end{aligned}$$

onde:

$mdC1$ = mediana intertemporal da razão entre o número total de ações ordinárias e o número total de ações emitidas pela empresa;

$mdC2$ = mediana intertemporal do percentual de votos concentrado pelo maior acionista (ou grupo de acionistas);

$mdC3$ = mediana intertemporal da razão, para o maior acionista individual (em termos de ações ordinárias), entre o percentual de votos sob seu controle e o percentual do total de ações que detém;

$mdC4m$ = mediana intertemporal da raiz quadrada do número máximo de níveis de pirâmide identificado na empresa;

$mdC5m$ = mediana intertemporal da raiz quadrada do nível mais alto de pirâmide ocupado pelo maior acionista individual (em termos de ações ordinárias).

Analogamente, para as variáveis financeiras, utilizou-se mdF_j , com $j = 7, 8$ ou 9 representando, respectivamente, $mdF7$, $mdF8$ e $mdF9$, sendo que:

$mdlnF1$ = mediana intertemporal do logaritmo natural do total de ativos;

$mdlnF2$ = mediana intertemporal do logaritmo natural do patrimônio líquido;

$mdlnF3$ = mediana intertemporal do logaritmo natural da receita líquida;

$mdF4$ = mediana intertemporal da rentabilidade sobre o patrimônio líquido, conforme calculada na tabela 7.3;

$mdF7$ = mediana intertemporal do crescimento da receita líquida, conforme calculada na tabela 7.3;

$mdF8$ = mediana intertemporal do crescimento do ativo total, conforme calculado na tabela

7.3;

$mdF9$ = mediana intertemporal da estrutura de capital, conforme calculada na tabela 7.3.

A estrutura do modelo segue uma abordagem consagrada e que é resumida por Atkinson & Donev (1992: 27-28). Sobre o efeito principal e quadrático:

“Experience indicates that in very many experiments the response can be described by polynomial models of order no greater than 2.”

Sobre as interações:

“The simplest extension of the polynomial models of §4.1 is to the first-order model in m factors.”

A única exceção a essa estrutura foi a adoção de $\frac{mdC5m}{mdC4m}$ em função de sua interpretação específica: quando próxima de 1, essa relação identifica o uso de pirâmide como instrumento de concentração de controle.

Tanto as definições das variáveis de controle quanto das variáveis financeiras sugerem a existência de relações, embora não estatisticamente significativas nem necessariamente dos efeitos principais, entre essas variáveis. No caso das variáveis de controle acionário, por exemplo, é evidente que $C2$ é numerador da expressão que define $C3$. No caso de $C4$ e $C5$, já foi visto em VIII.1.c.iv, existe uma diferença estatisticamente significativa (a 5%) entre as variáveis, e mesmo sem essa informação seria razoável supor que as empresas que mais utilizam o mecanismo de pirâmide também o façam na posição do maior acionista. Quanto às variáveis financeiras, também é razoável esperar-se a existência de uma relação entre crescimento ($F74$ e $F8$) e rentabilidade ($F4$), ou de todas elas com a alavancagem financeira ($F9$), dado serem as primeiras medidas de desempenho, com aspectos diferentes mas da mesma firma e a última corresponde à forma de financiamento do negócio, tanto influenciando como sendo influenciada por aquelas.

Na tabela 10.2 são apresentadas as correlações entre as variáveis de controle acionário para os casos COM COM e COM SEM. As correlações entre as variáveis financeiras são

apresentadas em X.3.a.

Tabela 10.2: correlações entre as variáveis de controle acionário

| Caso COM COM | | <i>mdC2</i> | <i>mdC3</i> | <i>mdC4m</i> | <i>mdC5m</i> |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Correlação de Pearson | <i>mdC1</i> | 0,056 | -0,242** | -0,088** | -0,075* |
| Sig. (bicaudal) | | 0,083 | 0,00 | 0,006 | 0,021 |
| N | | 951 | 951 | 956 | 956 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC2</i> | — | 0,265** | -0,333** | -0,298** |
| Sig. (bicaudal) | | — | 0,000 | 0,000 | 0,000 |
| N | | — | 958 | 958 | 958 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC3</i> | — | — | -0,156** | -0,157** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | 0,000 | 0,000 |
| N | | — | — | 958 | 958 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC4m</i> | — | — | — | 0,981** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | — | 0,000 |
| N | | — | — | — | 963 |

| Caso COM SEM | | <i>mdC2</i> | <i>mdC3</i> | <i>mdC4m</i> | <i>mdC5m</i> |
|-----------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Correlação de Pearson | <i>mdC1</i> | 0,097** | -0,179** | -0,088** | -0,073* |
| Sig. (bicaudal) | | 0,003 | 0,000 | 0,006 | 0,024 |
| N | | 951 | 951 | 956 | 956 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC2</i> | — | 0,046 | -0,294** | -0,162** |
| Sig. (bicaudal) | | — | 0,154 | 0,000 | 0,000 |
| N | | — | 958 | 958 | 958 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC3</i> | — | — | 0,118** | 0,158** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | 0,000 | 0,000 |
| N | | — | — | 958 | 958 |
| Correlação de Pearson | <i>mdC4m</i> | — | — | — | 0,780** |
| Sig. (bicaudal) | | — | — | — | 0,000 |
| N | | — | — | — | 963 |

** Correlação significativa ao nível de 0,01 (bicaudal)

* Correlação significativa ao nível de 0,05 (bicaudal)

Nos dois casos, a única correlação relevante entre ocorre entre *mdC4m* e *mdC5m*. Contudo, não há sintomas de colinearidade severa. Um dos efeitos possíveis de multicolinearidade dos regressores seria uma eventual mudança no sinal dos estimadores, dependendo da especificação utilizada para o modelo. **Em todo o conjunto de oitenta regressões, quarenta nesta seção e quarenta na seguinte, não houve um único caso em que uma variável mostrasse significância com valor positivo em uma especificação e negativo em outra.** Mesmo quando apresentava significância em uma especificação mas não em outra, cada variável mantinha o sinal consistente entre as especificações.

Uma vez determinado o que se pode denominar o **modelo-base**, quatro regressões foram feitas para cada variável. Para cada novo modelo, adotou-se o procedimento de requerer uma significância crescente para os estimadores:

- da primeira especificação para a segunda, eliminaram-se as variáveis cujos estimadores dos coeficientes possuíam p , probabilidade de o verdadeiro valor do coeficiente assumir o valor zero ou com sinal oposto ao do estimador, maior ou igual a 75%;
- da segunda para a terceira, repetiu-se o procedimento com $p = 50\%$;
- da terceira para a quarta, reduziu-se o valor de p a 25%.

Este não é o procedimento que se adotaria para um caso individual de especificação de modelo, particularmente se tivesse pretensões preditivas. Contudo, era necessário estabelecer um procedimento uniforme para tratar o grande número de especificações: oitenta ao todo, incluindo as regressões desta seção e da seção X.3.a. Tratar cada caso individualmente, com inúmeras tentativas para se determinar a melhor especificação, inviabilizaria o processo. Além disso, vários fatores atenuam a distorção potencial e tornam válido o procedimento utilizado:

- Foram utilizadas quatro regressões (cinco, no caso da seção X.3) e o que está sendo examinado é a persistência da presença da variável entre aquelas de influência mais significativa. Se uma variável teve a sua significância prejudicada em uma ou duas especificações, ainda assim não deixou de ser incluída entre aquelas consideradas relevantes.
- A eliminação foi realizada de maneira gradativa, de forma a reduzir (embora não eliminar) uma potencial distorção introduzida pelo procedimento.
- Potenciais prejuízos à acuidade na determinação dos coeficientes são irrelevantes, dado que os valores desses coeficientes não foram considerados, mas apenas o seu sinal; esta é uma consequência direta e favorável do fato de que não se pretendeu obter modelos de predição. O fato já mencionado de que em nenhum momento houve reversão de sinal de estimadores reforça a defesa do procedimento.

- No pior cenário, uma variável relevante poderia não ser identificada. Contudo, não se pode dizer que uma variável que se mostrou significativa ao nível de 5% em duas, três ou mesmo nas quatro regressões foi selecionada de maneira indevida. Este viés na identificação torna o processo mais conservador.

Quanto à adoção do nível de 5% para a escolha das variáveis, cabe também uma observação. Considerando isoladamente, uma estimativa com a chance de, digamos, 15% de ser nula tem, como contrapartida, 85% de chance de não ser, o que deveria torná-la relevante a um estudo exploratório. Contudo, a escolha de um procedimento padronizado, como explicado acima, aliada ao fato de que a especificação como regra geral interferia na significância das variáveis, indicou ser mais prudente a restrição da análise apenas às variáveis cuja presença era robusta em relação à especificação. Ainda assim em alguns casos, principalmente na seção X.3.b, são utilizadas informações de estimadores com nível de significância mais baixos, isto é, $p > 0,05$, observados a partir da íntegra dos resultados, apresentada nas tabelas do apêndice. Um resumo com os resultados relevantes ao primeiro conjunto de regressões é apresentado a seguir na tabela 10.3:

Tabela 10.3: influência do controle acionário sobre a estrutura de conselho e diretoria executiva
 Para cada regressando foram realizadas regressões com quatro especificações diferentes. Em cada célula estão alinhados os resultados para as quatro regressões, considerando-se significância ao nível de 5%. Os sinais +, - e . representam, respectivamente, coeficiente positivo, negativo ou não significativo. A coluna CC indica o caso COM COM e a coluna CS indica o caso COM SEM. * indica significância para variável categorizada.

| | βs relativos a: | mdA1m | | mdA2m | | mdA3Rm | | mdA4 | | mdA5 | |
|---|-----------------------|-------|------|-------|-------|--------|------|------|------|-------|-------|
| | | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS |
| | Intercepto | .... | ...+ | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | ++++ |
| Efeito principal e quadrático das variáveis de controle acionário | mdC1 | ++++ | ++++ | ...+ | .++. | ...+ | .++. | .... | .... | ...++ | .... |
| | mdC2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdC3 | ..++ | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdC4m | ...- | .... | .... | .... | .+++ | .... | .... | .... | ...++ | .... |
| | mdC5m | ...+ | ...+ | .... | .... | ...-- | .... | .... | .... | ...-- | .... |
| | (mdC1) ² | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdC2) ² | .... | .... | .... | .... | ...++ | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdC3) ² | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdC4m) ² | ...+ | +++. | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...-- | .... |
| | (mdC5m) ² | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| Controle por tamanho | mdC1×mdlnF2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... |
| | mdC2×mdlnF2 | ...- | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... |
| | mdC3×mdlnF2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ++++ | .... |
| | mdC4m×mdlnF2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ++++ |
| | mdC5m×mdlnF2 | ...-- | .... | .... | +...- | ...+ | .... | .... | .... | ...++ | .... |
| Interações variáveis de controle | mdC1×mdC2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | ...+ | .... | .... |
| | mdC1×mdC3 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | ...+ | .... | .... |
| | mdC1×mdC4m | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdC1×mdC5m | ...-- | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdC2×mdC3 | .... | .... | .... | .... | ...- | ...+ | .... | .... | .... | ++++ |
| | mdC2×mdC4m | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | ...+ | .... |
| | mdC2×mdC5m | ++++ | .... | .... | .... | ...-- | .... | .... | .... | ...-- | .... |
| | mdC3×mdC4m | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...-- | ...++ |
| | mdC3×mdC5m | ...- | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... |
| mdC4m×mdC5m | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... |  |
| Variáveis financeiras: efeito direto e quadrático | mdlnF2 | ++++ | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | ...- | .... |
| | mdF4 | ...- | .... | ...+ | .... | .... | .... | ...- | .... | .... | .... |
| | mdF7 | .... | .... | .... | .... | ...- | .... | ...- | .... | .... | .... |
| | mdF8 | .... | .... | ...+ | ...+ | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... |
| | mdF9 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdlnF2) ² | ...+ | ...+ | ...+ | ...+ | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdF4) ² | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdF7) ² | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... |
| | (mdF8) ² | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | (mdF9) ² | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| Interaç. vars. finance. | mdlnF2×mdF4 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | ...+ | .... | ...-- | .... |
| | mdlnF2×mdF7 | .... | .... | .... | ...-- | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdlnF2×mdF8 | .... | .... | .... | ...+ | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdlnF2×mdF9 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | mdC5m÷mdC4m | ...- | .... | .... | ...-- | .... | .... | .... | .... | .... | .... |
| | modD1 | **** | **** | .... | .... | **** | **** | .... | .... | **** | .... |
| | modD2 | **** | **** | .... | .... | **** | **** | .... | .... | **** | **** |
| modD1×modD2 | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | .... | * |  |

A tabela 10.3 condensa os resultados para as quarenta regressões efetuadas, separando-os por regressando (a cada duas colunas) e identificando os casos COM COM (coluna da

esquerda) e COM SEM (coluna da direita). As linhas representam todos os regressores e as células identificam sua influência sobre o regressando. Cada célula contém quatro informações, uma de cada especificação, ordenadas da esquerda para a direita: a primeira corresponde ao modelo de partida e as demais aos modelos subsequentes, em ordem de utilização. O sinal + significa que o β correspondente àquela variável apresentou um sinal positivo com $p \leq 5\%$. O sinal -, simetricamente, representa um β negativo e também com $p \leq 5\%$. O sinal . pode ter dois significados diferentes mas equivalentes para esta análise: ou a variável estava presente mas não era significativa ou já havia sido eliminada da especificação. Assim, uma célula com o conteúdo +++ indica que a variável estava presente em todas as regressões ¹¹², mostrou-se significativamente positiva (a 5%) nas três primeiras mas não na última. O que ocorreria na hipótese plausível de que na última especificação a probabilidade de $\beta = 0$ fosse apenas ligeiramente superior a 5%, como por exemplo 5,5%? Rigorosamente nada, pois sua presença nas demais especificações garantiria sua seleção. Assim, seria necessário que ficasse consistentemente em um valor próximo e superior a 5% para que fosse eliminada de uma maneira que poderia ser considerada indevida. Finalmente, no caso das variáveis de categorias os sinais + e - foram substituídos por *. Cabe lembrar que a variável *modD1* representa sete *dummies* e a variável *modD2* representa vinte e cinco. Assim, * indica que houve significância para a categorização, embora não necessariamente para todas as *dummies* e possivelmente com sinais diferentes entre elas.

A inspeção visual da tabela permite uma rápida identificação de quais as variáveis de influência e com que sinal, o que é explorado a seguir na interpretação dos resultados.

X.2. b) Interpretação dos resultados

Antes de iniciar a interpretação dos resultados, cabe uma advertência válida aqui e

¹¹² Se foi significativa a 5% na terceira, não seria eliminada na quarta.

também em X.3.b adiante. Objetivamente, tem-se apenas a identificação de um conjunto de associações, ainda assim para um período de quatro anos, cuja generalização está sujeita a riscos conhecidos. As interpretações desses resultados, portanto, em que pese estarem baseadas no debate recente sobre o tema, são e devem ser vistas como conjecturas, constituindo hipóteses, pontos de partida para análises futuras, como cabe a um estudo de caráter exploratório. Adicionalmente, dado que o uso de medianas teve o objetivo específico de mitigar os efeitos de *outliers*, a análise será apresentada, sempre que possível, sem a menção à mediana. Como exemplo, falar-se-á sobre influência de $C2$ ao invés de influência de $mdC2$. Observação semelhante, embora mais cautelosa, pode ser feita sobre as transformações a que foram submetidas as variáveis. Se, por exemplo, a variável $mdC4m$ possui influência sobre a formação do conselho, então o número de níveis $C4$ também e com o mesmo sinal, embora deva-se tomar cuidados específicos, seja pelo valor ($C4m = 2$ equivale a $C4 = 4$), seja pela natureza ($C4$ é um número inteiro, mas $mdC4m$ não).

Uma segunda advertência, que outra vez vale não apenas a esta seção mas também à seguinte, diz respeito à interpretação das diferenças entre os resultados dos casos COM COM e COM SEM. Seja pela importância, seja pela complexidade, esta segunda advertência merece um item exclusivo, apresentado a seguir.

(i) A interpretação das diferenças entre os casos COM COM e COM SEM

A comparação dos resultados COM COM e COM SEM pode induzir o leitor a considerar a existência de duas situações diferentes, uma em que há um acordo de acionistas e outra em que não há. Esta é uma interpretação errônea, pois a situação é uma só e a diferença é de informação: o modelo COM SEM desconsidera a informação sobre o acordo de acionistas, enquanto o modelo COM COM tende a superestimá-la, dado que supõe uma total coesão entre os membros do acordo, o que muitas vezes não será verdade. Cada um dos modelos introduz um viés à análise, e esse viés não é linear nem ao menos monotônico. Para

clarificar esta situação, será apresentado um conjunto de exemplos.

Em primeiro lugar, é necessário considerar as variáveis afetadas. $C1$ e $C4m$ não se alteram de um caso a outro, pois dizem respeito à firma como um todo. Assim, se os seus coeficientes se alterarem será por efeito de interação. $C5m$ apresenta uma alteração modesta, o que já deve ter ficado claro no exame do item VIII.1.c.iv, mas que pode ser examinado na tabela 10.2: sua correlação com $C4m$ (invariante) é alta nos dois casos, embora mais alta em COM COM (0,981) do que em COM SEM (0,780). Portanto, é sobre $C2$ e $C3$ que a atenção deve concentrar-se. Os exemplos enfocarão $C2$. Considerem-se as firmas hipotéticas da tabela 10.4:

Tabela 10.4: comportamento comparado da variável $C2$.

| Firma | C2 COM SEM (% votos maior acionista s/ considerar acordo) | C2 COM COM (% votos maior acionista considerando acordo) |
|--------------|--|---|
| A | 30% | 30% |
| B | 30% | 51% |
| C | 25% | 25% |
| D | 30% | 51% |
| E | 51% | 51% |
| F | 30% | 55% |

As firmas A e B possuem 30% de suas ações ordinárias nas mãos do maior acionista. Contudo, há na empresa B um acordo que dá ao bloco controlador 51% dos votos. Suponha-se que a variável $C2$ influencie a formação do conselho de administração. No caso COM SEM as duas firmas apresentam o mesmo $C2$. Então, o efeito sobre o conselho ou será atribuído a outra variável (por um efeito de interação), ou simplesmente o ajuste da regressão ficará prejudicado, com uma redução em R^2 , dado que houve uma variação no regressando sem contrapartida no regressor. Já no caso COM COM a influência da maior concentração de votos seria capturada pelo modelo.

Tome-se agora o caso das firmas C e D. Nos dois casos a firma D exibe maior

concentração de votos nas mãos do maior acionista. Contudo, essa variação é mais intensa no caso COM COM. Se o mesmo efeito sobre o regressando é obtido a partir de uma variação maior (menor) do regressor, o seu coeficiente é menor (maior) em valor absoluto. Em termos práticos, neste segundo exemplo o modelo COM SEM dará maior importância à variável $C2$.

Finalmente, no caso das firmas E e F o resultado será o oposto. A diferença em $C2$ será maior no caso COM SEM, que atribuirá então menor importância à variável $C2$ do que o caso COM COM. Adicionalmente, neste caso o sinal de uma eventual associação poderia inverter-se.

Resumindo, dependendo dos valores específicos observados o efeito poderá ser capturado com maior intensidade pelo caso COM SEM (segundo exemplo), COM COM (terceiro exemplo) ou de forma imprevisível (primeiro exemplo). Assim, não há como estabelecer uma regra geral de interpretação, restando apenas a alternativa de examinar cada caso e procurar uma interpretação específica.

(ii) Tamanho (número de membros) do conselho de administração

Já foi comentado em VIII.2.b.i que o conselho de administração não é grande e que responde positivamente ao porte da firma, sendo ainda sensível ao setor econômico e situação específica, resultados já interpretados e que foram mantidos neste modelo mais abrangente. Adicionalmente, este número tem ainda uma associação positiva com $C1$ mas negativa com $C1^2$ (côncava), sendo por construção equivalente nos casos COM COM e COM SEM. Isto significa que as empresas em que é menor a utilização de ações preferenciais tendem a apresentar conselhos maiores, embora com um efeito quadrático negativo que significa, senão um ponto de máximo, ao menos a existência de um efeito decrescente em intensidade, o que é plausível. Esta relação se mostrou significativa em todas as especificações para ambos os casos e uma possível explicação é o efeito de uma maior voz ativa dos minoritários, dado o menor uso de ações preferenciais. Aliada à pequena dimensão típica dos conselhos, esta maior

voz ativa levaria a um aumento no número de membros. Reforça este argumento o fato de que a variável $C1$ está associada negativamente ao tamanho, o que leva a supor que este fenômeno esteja mais ligado a empresas de caráter mais familiar e menos expostas ao mercado, nas quais arranjos entre acionistas e herdeiros induziria a formação de conselhos maiores, em alguns casos provavelmente servindo para criar cargos remunerados mas sem função executiva, com o objetivo não de supervisionar a administração mas simplesmente distribuir uma renda mensal aos principais acionistas. Neste caso, embora associado ainda a representação do acionista de menor porte, não seria um reflexo de democratização do controle. O fato de que a interação de $C1$ com o tamanho não seja significativa é consistente com esta visão, embora porisso mesmo não conclusivo.

Nenhum outro fator de influência converge, ao menos de forma significativa, entre os casos COM COM e COM SEM¹¹³. A concentração de votos em poder do principal acionista não se mostrou relevante em nenhum caso, embora apresentasse um efeito quadrático negativo restrito ao caso COM SEM. Sendo este o caso que despreza o efeito de acordos de acionistas, a concentração $C2$ somente se mostra elevada quando um acionista individual possui um percentual significativo dos votos, caso em que é previsível a existência de um conselho menor, que perde sua função de supervisão, subordinando-se ao controlador. A ausência de resultado significativo para o caso COM COM é compatível com esta hipótese.

A interação destas duas primeiras variáveis ($C1$ e $C2$) é significativa apenas para o caso COM COM e negativa. Significa que, na presença simultânea de pequeno uso de ações preferenciais e concentração de votos, bem como reconhecendo a presença de um acordo de acionistas, o conselho tende a ser menor. A interação de $C1$ e $C2$ é coerente: caracteriza uma empresa pouco exposta ao mercado (pois as mais expostas estão associadas a um $C1$ baixo) e onde os acionistas minoritários teriam menor voz ativa em função da concentração ($C2$ alto).

¹¹³ É importante notar que $C1$, conforme já comentado, é uma variável que assume o mesmo valor nos casos CC e CS.

O fato de esta interação não ser capturada no caso COM SEM pode ser apenas uma consequência construtiva deste modelo: as mesmas empresas tendem a possuir um valor de $C2$ mais baixo (não agregado pelo acordo de acionistas) e variações menores dessa variável já seriam suficientes para associar à redução no tamanho do conselho, aumentando a percepção de importância dessa variável. Isso levaria a uma maior significância do próprio $C2$ considerado isoladamente, o que de fato ocorreu no caso COM COM, embora através do efeito quadrático.

Nos dois casos, a influência negativa da concentração de votos sobre o número de membros do conselho de administração não se dá através de um efeito principal e é menos evidente do que seria usual supor, isto é, a concentração permitindo subjugar o conselho, que se tornaria simplesmente menor.

A concentração desproporcional de votos pelo maior acionista, indicada pela variável $C3$, mostrou-se significativa apenas no caso COM COM, favorecendo um aumento na dimensão do conselho no efeito principal (embora em apenas metade dos casos e sob um possível efeito de interação, pois surgiu apenas depois de eliminadas algumas variáveis) e negativa no efeito quadrático. Há duas explicações possíveis para este efeito: a disparidade propriedade-controle específica para o controlador pode favorecer um mecanismo de *tunneling* (as posições no conselho remunerando os acionistas antes da apuração do lucro) ou, em função do equilíbrio de forças em um acordo de acionistas, uma elevação no número de membros para permitir a presença de todos os participantes. O fato de o efeito quadrático ser negativo (nas quatro especificações) sugere que a existência de um limite ao crescimento do número de membros do conselho, o que tornaria a influência de $C3$ decrescente. Essas duas explicações não são excludentes e, caso ocorram predominantemente na presença de acordo de acionistas, não seriam capturadas pelo modelo COM SEM, o que de fato ocorreu.

As medidas $C4$ e $C5$ devem ser analisadas em conjunto, seja em função de sua natureza, seja em função da forte correlação entre elas, particularmente no caso COM COM

(0,981). Iniciando por este caso, nenhuma das duas variáveis apresenta efeito principal ou quadrático relevante sobre o número de membros do conselho. Apesar da forte correlação mencionada, observa-se um efeito intrigante: uma clara associação negativa na interação de $C4m$ com $C2$ e uma clara associação positiva de $C5m$ com $C2$. Traduzindo em palavras, na presença de forte concentração de votos pelo maior acionista, o tamanho do conselho está positivamente associado ao uso de pirâmide pelo maior acionista mas negativamente associado ao uso geral de pirâmide pela empresa. Justamente quando a correlação entre essas variáveis é 0,981. Considerando a ausência dos efeitos principal e quadrático, esse resultado contraditório pode ser apenas efeito espúrio de interação e depende de investigação futura. Contudo, um ponto de partida para essa investigação seria um conjunto de duas hipóteses. A primeira seria a de que o principal acionista, concentrando poder acionário pelo uso de pirâmide seria obrigado a compartilhar poder através do conselho, que se tornaria maior. Contudo, uma vez que esse mecanismo já estivesse capturado por $C5m$, a variável $C4m$ estaria refletindo o efeito do uso de pirâmide não associado ao controle acionário. A segunda hipótese então seria a de que a pirâmide não associada ao controle representaria na verdade um afastamento do acionista, que seria deslocado pelo controlador. Este, por sua vez, desejaria um conselho menor. Embora esse conjunto de hipóteses seja compatível com o efeito observado, não há de fato elementos neste estudo que permitam defendê-lo.

Quando se considera o caso COM SEM, deve-se lembrar que as variáveis $C4$ e $C5$ apresentam pouca ou nenhuma alteração de um caso a outro. Assim, se muda a significância desses termos a explicação deve estar associada a efeitos de interação. Os menores valores de $C2$ tornam o efeito quadrático mais relevante¹¹⁴, o que poderia ofuscar o efeito das interações dessa variável com $C4$ e $C5$. A interpretação dos efeitos dessas variáveis, portanto, fica prejudicado e pede investigação futura.

¹¹⁴ Vide raciocínio desenvolvido no item X.2.b.i acima.

(iii) Tamanho (número de membros) da diretoria executiva

O tamanho da diretoria executiva praticamente não apresenta associação relevante com as variáveis de controle acionário. O único efeito observado foi positivo, proveniente de $C1$, mas foi observado em apenas duas especificações e sujeito a interações, dado que $C1$ não varia entre o caso COM COM e o COM SEM. Some-se à observação de um único caso de associação positiva no modelo COM COM e é possível considerar que a disparidade propriedade-controle facilitaria a instalação de diretorias maiores. Contudo, não se trata de um efeito suficientemente forte para ser considerado.

(iv) Superposição relativa entre o conselho e a diretoria executiva

A análise do modelo COM COM mostra uma associação positiva da superposição com a presença de muitos níveis de pirâmide, mas negativa quando esses níveis estão acompanhados de um menor uso de ações preferenciais. Tal situação deveria estar acompanhada de uma associação positiva com $C2$ e/ou com $C3$, o que não se verificou na tabela 10.4, exceto pelo que se pode considerar uma associação fraca (pouco persistente) com $C2^2$. Inspeccionando a tabela A.5, contudo¹¹⁵, isto só é verdade para $C2$, que foi eliminada logo após a primeira especificação. Em compensação, tanto as variáveis $C1$ como $C3$ apresentam valores de p bastante próximos de 0,05. Para $C1$ tem-se 0,068, 0,051, 0,061 e 0,010; para $C3$, 0,101, 0,066, 0,089 e 0,016 (este último presente na tabela 10.4). Em todos os casos a associação é positiva, sugerindo a explicação apresentada a seguir. Em primeiro lugar, o uso de pirâmide de fato incrementa a disparidade controle-propriedade, incentivando a superposição dos órgãos e enfraquecendo o papel de supervisão. Uma associação negativa com a interação de $C4$ com $\ln F2$, indicando que para empresas maiores a superposição seria menor. Isso pode ser efeito da disciplina do mercado de capitais, já que as empresas maiores tendem a ser mais vigiadas, mas pode também ser apenas consequência do fato de que em tais

¹¹⁵ Vide apêndice para a íntegra dos resultados.

empresas os dois órgãos tendem a ser mais numerosos, o que naturalmente levaria a uma menor superposição. Por outro lado, a menor utilização de ações preferenciais enfraqueceria a efetividade de tal conduta (interação de $C1$ com $C4$). Em paralelo com este efeito, empresas em que isoladamente se verifica a ausência de ações preferenciais, que são aquelas empresas menos expostas ao mercado, também possuem superposição. São estas as empresas de caráter mais familiar e administração menos profissionalizada, onde tanto o conselho como a diretoria tendem a ficar sob o comando dos controladores. Neste caso, a ausência de significância para $C2$ seria resultado de interação com $C1$, pois já se viu no item i supra que a consideração da existência do acordo de acionistas pode atenuar o efeito percebido pela concentração, efeito este que teria sido capturado por $C1$, matematicamente não afetada pelo acordo¹¹⁶.

Quando se passa à análise do modelo COM COM os efeitos observados cedem vez à associação negativa com $C3^2$ e com a interação de $C2$ com $C3$. Mais uma vez recorrendo ao anexo, agora à tabela A.6, verifica-se que de fato $C3$ foi eliminado logo na primeira especificação e que $C4m$ sempre apresenta valores altos de p , o que também ocorre com $C2$. O que está pouco evidente é que um pequeno aumento no valor aceito para p novamente incluiria $C1$ como variável explicativa, pois seus valores foram 0,054, 0,028, 0,019 e 0,144, sempre indicando uma associação positiva com a superposição. Assim, a interpretação do modelo COM SEM não é incompatível com a do modelo COM COM mas é mais difusa: não nega a primeira, mas provavelmente seu exame isolado não seria suficiente para formular as mesmas hipóteses.

(v) Separação das funções de *chairman* e *CEO*

Este é um ponto central nos manuais de melhores práticas referidos na primeira parte deste trabalho e tem sido enfatizada pela comunidade de negócios em função dos escândalos

¹¹⁶ Isto reforça a abordagem de utilizar vários indicadores simultaneamente.

recentes de governança corporativa. As evidências estatísticas encontradas da relação entre estrutura de controle e separação dos cargos são fracas, embora compatíveis com o que seria usual esperar.

A análise do modelo COM COM mostra associação negativa da separação com a ausência (ou menor utilização) de ações preferenciais. Em outras palavras, empresas menos expostas ao mercado, que o acessam menos e estão menos sujeitas à disciplina do mercado, estão associadas à superposição dos cargos, como seria de se esperar. Há ainda uma associação negativa com a disparidade controle-propriedade para o principal acionista. Então, se existem ações preferenciais mas estas são utilizadas para aumentar a disparidade e concentrar o poder do acionista principal, novamente os cargos tendem a superpor-se, o que também está de acordo com o esperado e pelas mesmas razões. Tomadas em conjunto, as variáveis $C1$ e $C3$ apresentam efeito oposto. Esta não é uma interação simples, pois o valor deste produto aumenta quando a disparidade controle-propriedade ocorre simultaneamente ao pequeno uso de ações preferenciais, o que poderia ocorrer em duas alternativas (não exclusivas): o uso de pirâmide e a incidência de acordos de acionistas. No primeiro caso a interação de $C1$ e $C3$ estaria de alguma forma substituindo o efeito de $C4$ e $C5$, que foram eliminadas (seria então um efeito puramente matemático) e no segundo caso o efeito seria mais difícil de capturar no modelo COM SEM, o que aconteceu apenas parcialmente (a tabela A.8 mostra que os valores de p para essa interação, embora geralmente superiores a 0,05, estavam próximos a este valor). Tais situações poderiam implicar a necessidade de acomodar um número maior de pessoas nos cargos disponíveis, uma divisão privada de poder, bem como refletir a clássica situação de uma empresa familiar em que o fundador ou membro mais velho comanda de fato a partir de uma posição no conselho, deixando o dia-a-dia a cargo de um familiar ou empregado de confiança.

A análise do caso COM SEM mostra efeitos semelhantes mas atenuados. $C1$, por exemplo, faria parte da tabela 10.4 se fosse utilizado um valor máximo de p ligeiramente

superior. Mais uma vez o modelo forneceu resultados um pouco mais nítidos do que no caso COM COM.

(vi) Isolamento do CEO

Menos enfocada no debate central sobre governança, a ausência do *CEO* no conselho, é preciso mais uma vez lembrar, possui um caráter dúbio. Por um lado, aumenta a independência do conselho, mas por outro lado pode diminuir a qualidade da informação recebida. Se o resultado é relevante para o desempenho e se é positivo ou negativo, isto é assunto para a próxima seção. Do ponto de vista de sua associação com variáveis de controle acionário, o exame do modelo COM COM não mostra nenhum efeito primário de grande relevância mas o modelo COM SEM mostra, inclusive com uma reversão de sinal em relação a $C4$ (também em relação a $C1$, embora desprovido de significância). A associação se mostra claramente negativa em relação à disparidade controle-propriedade para o principal acionista ($C3$, em seus efeitos primário e quadrático), o que pode ser uma forma indireta de identificar uma superposição de funções já capturada pelas regressões anteriores (relativas a $A4$). Ainda no modelo COM SEM, efeitos positivos de interação (positivos significam isolamento do *CEO*) surgem entre $C4m$ e $\ln F2$ (pirâmide para empresas grandes), $C2$ e $C3$ (concentração na presença de disparidade) e $C3$ e $C4$ (disparidade com o uso de pirâmide). Cada um desses casos sugere hipóteses que, para o nível de exploração do presente estudo, ficam nebulosas. No primeiro, trata-se de empresas grandes e de estrutura complexa de controle, o que poderia justificar o isolamento, mas com a ressalva de que tais empresas seriam supostamente mais profissionalizadas, o que poderia contradizer tal explicação. No segundo caso a explicação é mais contraditória, porque a concentração de poder deveria induzir a superposição de cargos e não o isolamento do *CEO*. Uma potencial mas problemática explicação poderia considerar uma total desimportância do cargo de *CEO*, com o poder sendo realmente exercido a partir do conselho. O terceiro caso é compatível com o segundo e a explicação, se correta, seguiria o

mesmo caminho lógico.

A análise do caso COM COM é menos distante de COM SEM do que se poderia supor em um primeiro momento. Os efeitos positivos da interação de $C4m$ e $\ln F2$ apresentaram valores de p muito próximos de 0,05 e a forte correlação, para este caso, entre $C4m$ e $C5m$ é coerente com a significância observada aqui para a interação de $C5m$ com $\ln F2$. A interpretação portanto é a mesma. Fato adicional é a interação da disparidade para o maior acionista ($C3$) com o tamanho $\ln F2$, mas sua interpretação é semelhante, inclusive quanto aos problemas conceituais, àquela apresentada acima para a interação dos níveis de pirâmide ($C4m$) com o tamanho ($\ln F2$). O fato deste efeito específico não ter sido capturado pelo modelo COM SEM pode ser sintoma de que tal efeito se deve à presença de acordo de acionista (existente mas não capturada no outro caso) ou simplesmente uma distorção devida a interação de $C3$ com $C4m$, fazendo com que a variável $C3 \times \ln F2$ fosse indevidamente eliminada logo após a primeira regressão.

X.3. As estruturas de governança influenciando a estrutura de capital e o desempenho econômico

Esta seção seguiu os mesmos procedimentos da seção anterior, o que dispensa uma explanação mais prolongada, exceto pelo fato de que desta vez foram utilizadas cinco especificações para cada regressando, com as eliminações de variáveis sendo realizadas aos valores de 80%, 60%, 40% e 20%. O número de regressores, maior que no caso anterior, inclui agora as variáveis de controle gerencial.

X.3. a) Especificação do modelo e apresentação de resultados

As variáveis agora tomadas como regressandos foram $mF4$, $mF7$, $mF8$ e $mF9$, todas já definidas em X.2.a, considerando para cada uma os casos COM COM e COM SEM. Mais uma vez a análise tem início com o exame das correlações entre os regressandos, apresentada

na tabela 10.5.

Tabela 10.5: correlações entre as variáveis de desempenho e estrutura de capital

| | | <i>mdF7</i> | <i>mdF8</i> | <i>mdF9</i> |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Correlação de Pearson | | 0,020 | -0,088 | 0,005 |
| Sig. (bicaudal) | <i>mdF4</i> | 0,624 | 0,011 | 0,885 |
| N | | 593 | 835 | 835 |
| Correlação de Pearson | | | 0,006 | 0,027 |
| Sig. (bicaudal) | <i>mdF7</i> | — | 0,882 | 0,508 |
| N | | | 595 | 593 |
| Correlação de Pearson | | | | -0,003 |
| Sig. (bicaudal) | <i>mdF8</i> | — | — | 0,941 |
| N | | | | 836 |

* Correlação significativa ao nível de 0,05 (bicaudal).

Mais uma vez (e desta vez com ainda mais intensidade) as baixas correlações justificam a adoção de regressões múltiplas univariadas. Incluindo as variáveis de controle gerencial e selecionando interações de interesse, o modelo-base para a análise das variáveis de desempenho e estrutura de capital é apresentado para a variável *mdF4* e para a firma *i*:

$$\begin{aligned}
 mdF4_i = & \beta_0^4 + \underbrace{\sum_{j=1}^5 (\beta_j^4 mdAj_i + \beta_{j+5}^4 mdCj_i)}_{\text{estrutura de governança : efeito principal}} + \\
 & \underbrace{\sum_{k=1}^3 (\beta_{k+10}^4 md \ln Fk_i)}_{\text{variáveis financeiras: efeito principal}} + \beta_{14}^4 mdF4_i + \underbrace{\sum_{l=7}^9 (\beta_{l+8}^4 mdFl_i)}_{\text{variáveis financeiras: efeito principal}} + \underbrace{\sum_{s=1}^5 (\beta_{s+17}^4 (mdCs_i)^2 + \beta_{s+22}^4 (mdAs_i)^2)}_{\text{estrutura de governança : efeito quadrático}} \\
 & + \underbrace{\sum_{l=1}^3 (\beta_{l+27}^4 (md \ln Fl_i)^2)}_{\text{variáveis financeiras: efeito quadrático}} + \beta_{31}^4 (mdF4_i)^2 + \underbrace{\sum_{u=7}^9 (\beta_{u+25}^4 (mdFu_i)^2)}_{\text{variáveis financeiras: efeito quadrático}} \\
 & + \underbrace{md \ln F2_i \times \sum_{v=1}^5 (\beta_{v+34}^4 mdCv_i + \beta_{v+39}^4 mdAv_i)}_{\text{estrutura de governança controlada para o tamanho do patrimônio líquido}} \\
 & + mdC1_i \times \sum_{w=2}^5 \beta_{w+43}^4 mdCw_i + mdC2_i \times \sum_{x=4}^5 \beta_{x+46}^4 mdCx_i + \beta_{52}^4 mdC3_i \times mdC5_i \\
 & + \beta_{53}^4 mdC4_i \times mdC5_i + mdA1_i \times \sum_{j=2}^5 \beta_{j+52}^4 mdAjj_i + mdA2_i \times \sum_{kk=3}^5 \beta_{kk+55}^4 mdAkk_i \\
 & + mdA3_i \times \sum_{ll=4}^5 \beta_{ll+57}^4 mdAll_i + \beta_{63}^4 mdA4_i \times mdA5_i + \beta_{64}^4 \frac{mdC5_m}{mdC4_m} \\
 & + \underbrace{\beta_{65}^4 mod D1_i + \beta_{66}^4 mod D2_i + \beta_{67}^4 mod D1_i \times mod D2_i}_{\text{variáveis de controle setorial e de situação}} + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{10.2}$$

$$i = 1, \dots, n;$$

$$E(\varepsilon_i) = 0 \text{ e } \text{Cov}(\varepsilon_i, \varepsilon_j) = 0, \forall i \neq j.$$

Assim como na expressão (10.1), o modelo (10.2) é replicado para *mF7*, *mF8* e *mF9*, fornecendo os estimadores $\hat{\beta}_1^7, \dots, \hat{\beta}_{67}^7$, $\hat{\beta}_1^8, \dots, \hat{\beta}_{67}^8$ e $\hat{\beta}_1^9, \dots, \hat{\beta}_{67}^9$. Todas as variáveis já foram definidas com a expressão (10.1). A única diferença entre a aplicação do modelo (10.2) e a do modelo (10.1), diz respeito ao fato de que as variáveis financeiras são utilizadas também regressores, ou seja, *mF4* é utilizada como regressor de *mF7*, *mF8* e *mF9*, e assim sucessivamente. Para apresentar uma **formulação geral** em (10.2), **todas** as variáveis financeiras foram colocadas ao lado direito da expressão, o que inclui termos com a presença de *mF4*. Obviamente esses termos, que correspondem ao efeito direto e quadrático do próprio regressando, precisam ser eliminados quando da efetiva aplicação do modelo. O mesmo se aplica a *mF7*, *mF8* e *mF9*. Essas eliminações são indicadas pelas células sombreadas na tabela 10.5.

Tabela 10.6: influência da estrutura da governança sobre desempenho e estrutura de capital
 Para cada regressando foram utilizadas cinco especificações diferentes. Em cada célula estão alinhados os resultados dessas regressões, considerando-se significância ao nível de 5%. Os sinais +, - e . representam, respectivamente, coeficiente positivo, negativo ou não significante. CC indica caso COM COM e CS indica caso COM SEM.

| | βs relativos a: | mdF4 | | mdF7 | | mdF8 | | mdF9 | |
|---|-----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS |
| Estrutura de governança: efeito principal | Intercept | . +++++ | ... ++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | . +++++ | ..... |
| | mdA1m | ..... | ----- | . +++++ | ..... + | ..... | ----- | ..... | ..... |
| | mdA2m | .. ++ | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdA3Rm | ----- | ----- | ----- | ----- | ..... | ..... | ----- | ----- |
| | mdA4 | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- |
| | mdA5 | ..... | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... | ----- | ----- |
| | mdC1 | ..... | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ |
| | mdC2 | ..... | ----- | ----- | ----- | ..... | ----- | ..... | ... ++ |
| | mdC3 | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC4m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | ..... | ..... |
| mdC5m | ..... | ----- | ----- | ----- | ..... | ----- | ..... | ..... |  |
| Variáveis financeiras: efeito principal | mdlnF1 | ----- | ----- | ----- | ----- | ----- | ----- | ..... | ... +++++ |
| | mdlnF2 | ..... | ..... | ..... | ----- | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- |
| | mdlnF3 | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| | mdF4 | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | ... ++ | ... +++++ |
| | mdF7 | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ... ++ | ... +++++ |
| | mdF8 | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdF9 | ----- | ----- | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | ..... | ..... |
| | (mdC1) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | (mdC2) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ----- | ..... | ..... | ..... |
| (mdC3) ² | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | ..... | ..... |  |
| (mdC4m) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ----- | ..... | ..... |  |
| (mdC5m) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ----- | ..... | ..... |  |
| (mdA1m) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... |  |
| (mdA2m) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |  |
| (mdA3Rm) ² | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | . +++++ | ... +++++ |  |
| (mdA4) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ----- | ----- | ----- | ----- |  |
| (mdA5) ² | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |  |
| Variáveis financeiras: efeito quadrático | (mdlnF1) ² | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ... +++++ | ... +++++ | ..... | ..... |
| | (mdlnF2) ² | ----- | ----- | ----- | ----- | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | (mdlnF3) ² | ... ++ | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | (mdF4) ² | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | ... ++ | ... +++++ |
| | (mdF7) ² | ----- | ----- | ..... | ..... | ----- | ----- | ----- | ----- |
| | (mdF8) ² | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | (mdlnF9) ² | . +++++ | . +++++ | ----- | ----- | ... +++++ | ... +++++ | ..... | ..... |
| Estrutura de governança controlada para tamanho do patrimônio líquido | mdC1×mdlnF2 | ... +++++ | ... ++ | ..... | ..... + | ... +++++ | ... +++++ | ----- | ----- |
| | mdC2×mdlnF2 | . +++++ | ... +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ----- |
| | mdC3×mdlnF2 | ..... | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC4m×mdlnF2 | ..... | ... +++++ | ..... | ..... + | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC5m×mdlnF2 | ... +++++ | ..... | ..... | ..... + | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A1m×lnF2 | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... |
| | A2m×lnF2 | ..... | ..... | ... +++++ | ... +++++ | ..... | ..... | ... +++++ | ... +++++ |
| | A3Rm×lnF2 | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| | A4×lnF2 | ..... | ..... | ..... | ... +++++ | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| A5×lnF2 | ..... | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | . +++++ | . +++++ | ... +++++ |  |
| Interações das variáveis de estrutura de governança | mdC1×mdC2 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC1×mdC3 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC1×mdC4m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC1×mdC5m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC2×mdC4m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC2×mdC5m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ... + |
| | mdC3×mdC5m | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | mdC4m×mdC5m | ..... | ... ++ | ..... | ..... | ..... | . +++++ | ..... | ..... |
| | A1m×A2m | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... |
| | A1m×A3Rm | ..... | ..... | ----- | ----- | . +++++ | ... ++ | ..... | ..... |
| | A1m×A4 | ... ++ | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A1m×A5 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A2m×A3Rm | ..... | ..... | ----- | ----- | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A2m×A4 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A2m×A5 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |
| | A3Rm×A4 | ..... | ..... | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| | A3Rm×A5 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| | A4×A5 | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| | mdC5m+mdC4m | ..... | ... + | ... + | ..... | ..... | . +++++ | ----- | ..... |
| | modD1 | ... + | ..... | ... + | ..... | ..... | ..... | . +++++ | ... +++++ |
| modD2 | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | . +++++ | ..... | ..... |  |
| modD1×modD2 | . +++++ | ..... | . +++++ | ..... | ..... | ..... | ..... | ..... |  |

X.3. b) Interpretação dos resultados

Ao contrário do que se observou com o conjunto anterior de regressões, a tabela 10.6 mostra resultados bastante nítidos, na maior parte dos casos com efeitos significantes em todas as cinco especificações ou em ao menos quatro delas. Os resultados são bastante parecidos para os casos COM COM e COM SEM. Nem por isso, entretanto, são efeitos de interpretação imediata. Seguindo o que se fez na análise anterior, os casos em que se verificou significância em apenas duas especificações somente foram considerados na associação com outros efeitos ou quando se verificou um valor de p consistentemente próximo de 0,05. Este critério foi utilizado de maneira menos flexível desta vez, dado que foram cinco as especificações utilizadas.

(i) Rentabilidade do capital acionário

Antes de comentar a rentabilidade é necessário fazer uma ressalva. Já foi dito neste trabalho (VI.3) que os dados contábeis podem ser distorcidos ou mesmo manipulados, e neste ponto é importante ressaltar que, das variáveis observadas, $F4$ é aquela em que essa possibilidade deve ser considerada com mais cuidado, seja pela oportunidade, seja pelo incentivo. Quanto à oportunidade, trata-se de uma variável residual e pequenas alterações na receita ou nos custos podem multiplicar-se, do ponto de vista relativo, quando refletidas no resultado. No caso do incentivo a relação é mais complexa. Ao óbvio incentivo à redução do lucro para reduzir o pagamento de imposto de renda contrapõe-se a necessidade de apresentar ao mercado uma boa rentabilidade, seja pela atratividade das ações, seja pela sinalização da qualidade de crédito. Adicionalmente, a atenção de analistas e investidores, em que pesem escândalos contábeis com grandes empresas ao longo dos últimos anos, não deixam de ser uma restrição à manipulação de resultados. Pela consideração dos incentivos e pela vigilância do mercado, parece razoável supor que um efeito de manipulação seja mais intenso em empresas menores e menos expostas ao mercado. Esta não é uma hipótese testada neste

trabalho nem será a base de qualquer conclusão, mas ainda assim será considerada de forma assessoria em alguns pontos da análise. Ressaltando-se desde já seu caráter de conjectura que pode servir de ponto de partida para investigações futuras.

O tamanho do conselho de administração apresenta uma associação negativa com a rentabilidade. Este é um efeito primário, cujo sinal de inverte na interação de $A1$ com $\ln F2$. Não há efeito quadrático e a interação com outras variáveis de controle gerencial não é relevante. Trata-se de um resultado perfeitamente alinhado com as recomendações usuais dos códigos de governança e que as confirma. Conselhos grandes têm sua função de supervisão prejudicada e a associação negativa com o resultado é sintomática deste problema. A associação positiva no caso de empresas maiores (interação com $\ln F2$) também é de fácil compreensão. Já se disse (item VIII.2.b.i) que o conselho de administração típico no Brasil não é grande. Empresas maiores apresentam uma administração mais complexa que se reflete em conselhos mais numerosos, situação capturada pelos dois modelos (COM COM e COM SEM).

Igualmente negativa para a rentabilidade é a superposição do conselho com a diretoria executiva, o que se verificou em efeito primário em todos os casos. Assim como no caso anterior, a interação com o tamanho da empresa apresenta uma associação positiva com a rentabilidade. Não há efeito quadrático relevante nem interação com outras variáveis de controle gerencial. O comportamento de $A3Rm$, em conjunto com o de $A1$, fornece uma defesa clara para o argumento em favor de conselhos enxutos e independentes.

Contudo, a separação dos cargos de *chairman* e *CEO* não segue as mesmas indicações, o que de certa forma pode ser considerado uma surpresa, particularmente em função da indicação já fornecida pelas variáveis anteriores.

Com relação ao controle acionário as indicações são mais ricas, particularmente quando se consideram as interações dessas variáveis. A emissão de ações ordinárias, representada por $C1$, não parece relevante, exceto por um efeito positivo quando associada ao

tamanho da empresa (isto é: está positivamente associada à rentabilidade para empresas maiores). O uso de ações preferenciais está mais associado a empresas de maior porte, com presença mais relevante no mercado, o que é intuitivo mas já foi confirmado em VIII.1.c.ii. O que este resultado informa é que o uso de ações ordinárias por essas empresas está associado a uma rentabilidade mais alta, o que pode ser um reflexo do alinhamento de interesses entre controladores e minoritários. É importante ressaltar que os resultados aqui apresentados são referentes ao período de 1997 a 2000, anterior ao recente crescimento da adesão de empresas aos níveis de governança da Bovespa.

Quando se passa à concentração do controle, há uma importante composição de resultados a considerar. O efeito primário é consistentemente negativo, sem efeito quadrático relevante: a concentração do controle está associada a uma rentabilidade mais baixa¹¹⁷. Entretanto, a interação com o tamanho ($\ln F^2$) fornece uma nítida associação positiva com a rentabilidade. A associação negativa para a variável isolada é consistente com a visão tradicional fornecida pela teoria de agência, sugerindo o potencial efeito negativo viabilizando a expropriação. Já a associação positiva para empresas maiores é consistente com o resultado de Anderson & Reeb (2003). Aqueles autores enfocaram as empresas constituintes do índice S&P 500, também com associação positiva. Naquele trabalho os autores chamaram a atenção para o comprometimento de longo prazo dos controladores com o negócio. No caso brasileiro, é possível ainda considerar que o ambiente econômico volátil demanda das empresas um processo decisório ágil, favorecendo aquelas de controle acionário mais concentrado. No caso das empresas menores, contudo, esse benefício poderia ser mais do que compensado pela possibilidade de expropriação. Uma outra possível explicação seria a simples manipulação (redução) do resultado com interesse fiscal, atenuada no caso das empresas mais expostas ao mercado (maiores, daí a associação positiva na interação do controle com o porte).

¹¹⁷ Os casos não incluídos na coluna COM COM apresentam coeficiente também negativo, com p igual a 0,098 e 0,099.

A disparidade controle propriedade específica do maior acionista apresenta uma associação consistentemente positiva com a rentabilidade, em efeito direto, sem efeito quadrático ou interação com outras variáveis de controle acionário, mas com um fraco efeito negativo quando interagindo com o tamanho (no caso COM COM os coeficientes também são negativos, embora com p mais elevado), o que poderia simplesmente indicar que tal efeito se atenua para empresas maiores. Este é o ponto mais intrigante do conjunto de resultados relativos à rentabilidade. Resultados anteriores [Joh (2003)] indicam o contrário e, pelos incentivos que envolve, também a teoria de agência faria prever um efeito negativo associado a esta disparidade. Apesar desses resultados e da previsão teórica, a associação positiva é consistente: em quatro das cinco especificações tanto no caso COM COM como no caso COM SEM. Mesmo quando não significativa a 5% a associação foi positiva e com p não muito elevado: 0,123 no caso COM COM e 0,062 no caso COM SEM. Uma possível explicação seria o fato de que tradicionalmente o acesso ao mercado está associado ao uso de ações preferenciais¹¹⁸, fazendo com que a disparidade maior seja simultânea (por um efeito de seleção) à maior exposição ao mercado. Assim, o maior incentivo à expropriação seria compensado pelo efeito disciplinador do mercado de capitais.

O número de níveis de pirâmide, seja para a firma como um todo, seja para o maior acionista, não apresentam associação relevante para os critérios deste estudo, seja em termos de efeito principal, quadrático ou interação com outras variáveis de controle acionário. Quando associadas ao tamanho da empresa, apresentam uma associação positiva mas irregular: $C5m$ é significativa no caso COM COM e $C4m$ é significativa no caso COM SEM. Essa pequena relevância é coerente com a percepção, na seção VIII.1.c.iv, de que a principal função do uso de pirâmides não parecia ser a concentração de poder acionário.

¹¹⁸ Amostra anterior ao Novo Mercado.

(ii) Crescimento da receita líquida

Embora seja uma medida de performance, a receita envolve incentivos diferentes daqueles relativos ao lucro. Em primeiro lugar, enquanto o interesse fiscal ou de expropriação possui um efeito direto sobre o lucro, o efeito sobre a receita constitui apenas uma das alternativas possíveis para que se alcance o mesmo objetivo. Além disso, quando se passa ao incentivo para uma postura mais agressiva quanto à aceitação de riscos e busca de resultados, o reflexo pode ser mais imediato sobre a receita.¹¹⁹

Quanto aos efeitos primários, não há nenhum efeito relevante no caso COM SEM. No caso COM COM, as associações positivas surgiram com o tamanho do conselho e com a disparidade controle-propriedade para o maior acionista¹²⁰. Neste segundo caso cabe a mesma análise feita no item anterior, aliada à observação de abertura do presente item: um possível efeito de maior agressividade na tomada de decisões relativas ao negócio. Ainda no caso COM COM este resultado é reforçado por um efeito quadrático com mesmo sinal, embora negativo na interação com o tamanho da firma, indicando a possibilidade de que tal atuação fosse dificultada nas estruturas mais complexas. Já a associação positiva entre o tamanho do conselho e o crescimento de vendas não é simples e pede, para sua compreensão, uma análise mais voltada para a atuação desse órgão, explorando seu processo decisório. Um ponto de partida para a análise seria o potencial de que, diluindo suas responsabilidades individuais, os membros do conselho tendessem a favorecer políticas comerciais mais agressivas.

No caso da diretoria executiva, há uma associação positiva quando o tamanho da diretoria é considerado em interação com o tamanho da firma. Contudo, este caso deve ser visto com cuidado, porque é plausível considerar uma inversão de causalidade: empresas maiores tendem a apresentar diretorias maiores (já visto em VIII.2.b.ii) e uma fase de crescimento de vendas poderia relaxar o freio que os custos poderiam representar à

¹¹⁹ Considere-se, por exemplo, a adoção de medidas agressivas para penetrar em um mercado novo.

¹²⁰ Nesses dois casos o sinal para o caso COM SEM se mantém, embora com valores elevados de *p*.

constituição de uma diretoria numerosa. Reciprocamente, empresas em fase de queda nas receitas poderiam estar pressionadas a reduzir sua estrutura executiva.

Exceto por $C5m$, todas as demais variáveis apresentam uma associação primária negativa em ao menos um dos casos. A superposição entre a diretoria e o conselho (variável $A3$), a exemplo do que ocorreu com a rentabilidade, apresenta uma associação negativa no efeito primário e positiva no efeito quadrático (no caso COM COM). O efeito primário negativo poderia ser o efeito de uma administração menos eficiente e também poderia, no sentido inverso do conselho numeroso, induzir a adoção de políticas comerciais mais conservadoras, refletindo o fato de os administradores, possuírem uma parcela significativa de sua riqueza concentrada na firma. Neste caso, o efeito quadrático positivo corresponderia simplesmente a uma convexidade dessa curva, indicando um efeito negativo decrescente em valor absoluto. Há ainda uma associação positiva, nos dois casos, para a interação de $A3Rm$ com $\ln F2$ (tamanho). Esta é uma relação que demanda investigação posterior. Uma hipótese simples seria a de que este efeito constitui apenas uma indicação de que a associação negativa do efeito primário seria atenuada em estruturas maiores.

Tanto a separação entre o *chairman* e o *CEO* ($A4$) quanto o isolamento do *CEO* ($A5$) estão negativamente associados ao crescimento de vendas. No caso do isolamento o efeito parece comprovar a idéia inicial de prejuízo à performance da firma. A associação positiva da interação com o tamanho simplesmente indica que tal efeito é menos importante para empresas maiores e mais estruturadas. Já a associação negativa do crescimento de vendas com a separação de cargos contradiz a idéia convencional de que tal separação seria benéfica ao desempenho. A hipótese de que a separação provocaria uma vigilância maior sobre o *CEO* e implicaria políticas comerciais mais conservadoras é contraditória com o resultado obtido para $A3Rm$. Este é o resultado mais intrigante para a análise do crescimento de vendas e merece estudo posterior.

Com relação ao controle acionário, além do efeito positivo e já analisado de $C3$, o

crescimento de vendas está negativamente associado a $C1$ e $C2$. O caso de $C2$, efeito negativo da concentração acionária, repete o resultado observado para a rentabilidade inclusive quanto a ser esse efeito atenuado para as empresas maiores. No caso de $C1$, este resultado indica uma associação entre o crescimento e o uso de ações ordinárias. Este é mais um caso em que parece haver uma inversão na hipótese de relação causal deste estudo, através de um efeito de seleção. Embora as variáveis financeiras enquanto regressores tenham sido utilizadas nas regressões apenas como variáveis de controle, não merecendo papel central na análise, cabe observar que o crescimento está associado a empresas menores (efeito primário consistentemente negativo de $\ln F1$, em todas as regressões e tanto no caso COM COM como no caso COM SEM). Empresas menores, por sua vez, estão associadas a um menor uso de ações preferenciais (já visto na seção VIII).

As variáveis $C4$ e $C5$ não têm papel central nesta análise. O número de níveis de pirâmide utilizado pelo principal acionista não mostrou significância em qualquer teste em que estivesse envolvido. No caso de $C4$ a associação negativa, no efeito, primário, ocorreu somente para o caso COM SEM, tendo sido eliminada no caso COM COM logo após a primeira regressão. O efeito negativo sugere ser apenas uma manifestação adicional da influência negativa já observada para a concentração acionária.

(iii) Crescimento dos ativos

O crescimento de ativos é o indicador, entre os analisados, que menor quantidade de associações apresenta com os regressores quando se consideram os efeitos de primeira ordem, particularmente quando se considera o caso COM COM. Apresenta apenas uma clara associação positiva com a separação dos cargos de *chairman* e *CEO*, uma associação persistente (aparece em todas as especificações) e também no caso COM SEM. Visto isoladamente, isto poderia sugerir uma ratificação, através do desempenho, dessa recomendação que permeia praticamente todos os manuais de governança. Tal confirmação

deve ser considerada com cautela. dado que nada se verificou quanto à rentabilidade do patrimônio e esta associação no caso do crescimento de vendas foi negativa. Adicionalmente, as mesmas regressões indicaram efeito quadráticos negativos e com coeficientes de valores bastante próximos, em termos absolutos, aos do efeito principal. Ocorre que a variável A4 é binária. O termo quadrático foi incluído apenas como variável de controle para casos em que a mediana fosse diferente de zero ou um, gerando coeficientes com p elevado em todos os casos exceto este.¹²¹ Assim, o que se verificou nessas regressões pode ser apenas uma distorção matemática, pois a soma dos efeitos tende a se anular, embora ligeiramente positiva.

O caso COM SEM gerou ainda efeitos primários significativos para o tamanho do conselho (negativo), o número de níveis de pirâmide (positivo) e o número de níveis de pirâmide utilizados pelo controlador (negativo). No caso do número de membros do conselho, reforçado por duas especificações significantes no caso COM COM e por uma intensificação dessa associação negativa no caso de grandes empresas (associação negativa com $Alm \times \ln F2$), pode ser um sintoma de prejuízo ao processo decisório em conselhos numerosos. A convexidade gerada pelo efeito quadrático negativo mostra uma atenuação desse efeito à medida que o conselho cresce.

Mais uma vez vistas em conjunto e surgindo apenas no caso COM SEM, onde sua presença é mais nítida, as variáveis C4 e C5, fornecem uma combinação de efeitos que merece atenção. Este é o caso em que a correlação dessas duas variáveis é menor, mas ainda assim para valores menores elas tendem a compensar-se parcialmente¹²². À medida que seus valores aumentam, os efeitos quadráticos (negativos para ambas e com coeficientes de maior valor absoluto para C4², conforme tabela A.16) tendem a fazer com que o efeito (negativo) gerado por C5 predomine. Em outras palavras, o crescimento do número de níveis de pirâmide utilizado pelo principal acionista está associado a um menor crescimento de ativos,

¹²¹ Exatamente a mesma observação cabe para A5.

¹²² Os coeficientes possuem a mesma ordem de grandeza, o que pode ser verificado na tabela A.16.

refletindo uma influência negativa deste mecanismo de concentração acionária, embora de maneira limitada (somente no caso COM SEM e somente neste indicador de desempenho).

(iv) Estrutura de capital

Antes de iniciar a análise dos resultados para a estrutura de capital, algumas ressalvas precisam ser feitas. Em primeiro lugar, o Brasil é um país com alto custo de transação e baixa liquidez de ativos financeiros, o que pode ser medido, por exemplo, pelo elevado *spread*¹²³ bancário, pelos baixos volumes de crédito e pela atividade quase inexistente de novos lançamentos de ações. O mercado secundário doméstico para títulos de dívida é pequeno. No mercado acionário, quando se trata de ofertas públicas iniciais, chega-se a atingir o intervalo de um ano entre duas ofertas subseqüentes. Embora tais dados sejam de amplo conhecimento, sua comprovação não é central a este trabalho, bastando reconhecer sua existência e as conseqüências que provoca. Se a hipótese de *pecking order* já indica a geração interna de caixa como a primeira opção no financiamento de novos investimentos, deixando a emissão de novas ações para o último lugar entre as alternativas, as limitações do mercado local só fazem reforçar essa tendência. Naturalmente, tais restrições tendem a ofuscar outros fatores de influência sobre a escolha da estrutura de capital. Se a abordagem convencional¹²⁴ indica que, em uma empresa com o capital suficientemente pulverizado (que, já se viu, não é o caso brasileiro) o acionista tende a preferir uma alavancagem financeira mais alta enquanto o acionista-administrador prefere uma estrutura mais conservadora, no Brasil ambos encontram dificuldade em administrar a emissão de ações, exceto no caso de um número bastante reduzido de empresas. Mesmo no caso de contratação de dívida os obstáculos são consideráveis. É sob tais distorções que os resultados devem ser considerados. Embora a observação dos regressores financeiros não seja central ao presente estudo, a associação

¹²³ Diferença entre as taxas de captação e empréstimo.

¹²⁴ Ver Jensen & Meckling (1976), item 5.3.

positiva do endividamento à rentabilidade do capital acionário ($F4$) e ao crescimento de receita ($F7$) são conseqüências do filtro representado pelo mercado de crédito.¹²⁵

Mais uma última vez iniciando a análise pelos efeitos primários, somente um regressando apresenta uma associação positiva e consistente com o uso mais intenso de dívida: a proporção do capital representada pelas ações ordinárias ($C1$). Não há efeito quadrático e a associação proveniente da interação dessa variável com o tamanho ($\ln F2$) é negativa. Este conjunto de resultados indica um efeito de seleção. As empresas menores são as que têm menos acesso ao mercado de capitais e o pouco uso de ações preferenciais reflete seu baixo número de emissões. Usam portanto a alternativa de que dispõem: o endividamento.

A concentração do controle ($C2$) mostra também uma associação positiva ao endividamento, mas de menor relevância estatística. Informação inicialmente contraditória, pois o acionista que possui parcela maior do capital da firma tende ele próprio a ter sua riqueza concentrada nela, o que deveria torná-lo mais conservador, o contrário do efeito notado. Contudo, a mesma tabela indica uma associação negativa quando se toma a interação de $C2$ com $\ln F2$, repetindo o que já se disse para $C1$. Isto sugere novamente um efeito de seleção, associando alavancagens mais altas a empresas que de fato sofrem maiores restrições de acesso ao mercado de ações.

Restam então as associações negativas em relação às variáveis de controle gerencial $A3Rm$ (superposição conselho /diretoria), $A4$ (separação *chairman* / *CEO*) e $A5$ (isolamento do *CEO*). Cada uma dessas variáveis, quando interagindo com o tamanho, apresenta uma associação positiva, sugerindo que o acesso ao crédito (relacionado ao tamanho) domina outros fatores.

Além da interação com o tamanho, essas variáveis interagem entre si de tal forma que, se isoladamente cada uma está negativamente associada à alavancagem, juntas duas a duas

¹²⁵ Note-se, na tabela 10.6, que embora a rentabilidade explique alavancagens mais altas, ocorre o inverso quando $F9$ é tomado como regressor de $F4$, ao contrário do que seria de se esperar em uma abordagem tradicional da Teoria de Finanças.

elas invertem o sinal dessa associação sugerindo não linearidades que não permitem uma interpretação direta. Estas associações, portanto, merecem estudo posterior, não sendo sugerir uma interpretação com os dados disponíveis.

XI. CONCLUSÃO

A estrutura de governança da firma envolve um complexo de interesses e de restrições à manifestação desses interesses que, ao mesmo tempo em que afetam o comportamento dos agentes envolvidos, introduzem ruídos que dificultam a percepção de seus efeitos. Em outras palavras, sabemos que a estrutura de governança interage com o desempenho econômico da firma, mas caracterizar essa interação não é um trabalho simples. A análise exaustiva conduzida na seção anterior, embora desenvolvida sob restrições como o pressuposto de uma causalidade unidirecional, fornecem um conjunto de sintomas para os quais, muitas vezes, a tentativa de explicação é revestida de um caráter inevitavelmente especulativo.

Ainda assim, é possível elaborar respostas às questões propostas ao início deste trabalho, embora com a ressalva de que sua validade está restrita ao grupo de empresas analisado, daí a preocupação em buscar uma amostra ampla, bem como o uso de informações de vários anos.

É importante ressaltar que já houve mudanças em período posterior ao de coleta de dados, como a vigência das leis 10.303/2001 e 10.411/2002, ou ainda crescimento inicial do Novo Mercado, da Bovespa, em particular nos Níveis Diferenciados 1 e 2 de Governança Corporativa. Porém, o período curto de vigência dessas novas regras, aliado ao caráter modesto das mudanças, contribui para a validade dos resultados aqui obtidos.

XI.1. As respostas às questões de pesquisa

XI.1. a) Como se manifesta a governança corporativa no Brasil?

O controle acionário é ainda mais concentrado no Brasil do que os estudos anteriores indicavam. Embora o cálculo de participação direta e indireta indique a existência de controle absoluto para 60,8% das empresas, esse número sobe para 90,1% quando se consideram os acordos de acionista. Como seria de se esperar, essa concentração tende a cair, embora pouco,

para empresas maiores.

Os estudos de La Porta *et al.* indicavam o uso de pirâmide como principal instrumento de concentração acionária, o que foi contestado por Valadares (1998) para o caso brasileiro. De fato, os resultados obtidos confirmam, na média, a visão de Valadares. Se os acionistas controladores possuísem apenas ações ordinárias, a razão média entre o percentual de votos controlado e o percentual de ações detido seria cerca de 1,5.¹²⁶ Quando este cálculo é feito para o maior acionista, o resultado é 1,13 quando se consideram os acordos de acionistas e 1,76 quando não são considerados. Isto significa que, sempre considerando a média, as pirâmides não são utilizadas para proporcionar uma concentração maior do que a que seria obtida se o controlador simplesmente concentrasse sua posição nas ações ordinárias, apesar de o uso médio de pirâmide girar entre 4 e 5 níveis, dependendo de se considerar ou não o acordo de acionistas. Encontrou-se inclusive uma diferença estatisticamente significativa entre o uso máximo de níveis de pirâmide na firma e pelo principal acionista (seção VIII), mas sempre falando-se em termos de média.

Contudo, a média pode ser enganadora. O uso de ações preferenciais possui uma distribuição em forma de U, com as maiores empresas mais próximas do uso máximo (17% das empresas) e as menores mais concentradas nas ações ordinárias (31% das empresas praticamente só tem ações ordinárias). Já a razão voto/capital para o maior acionista é fortemente centrada na média (distribuição leptocúrtica), o que faz supor que as pirâmides são o principal instrumento de concentração de controle no caso das empresas menores e menos expostas ao mercado, que não foram exploradas por Valadares.

A consideração dessas proporções sugere que a forte concentração no controle, mais do que o uso de instrumentos de criação de disparidade controle-propriedade, simplesmente reflete a alta concentração de renda do país.

Quando se considera o conselho de administração, o primeiro aspecto a notar é que os

¹²⁶ As ações ordinárias representam, em média, 66,5% do total de ações. Vide VIII.1.c.ii. e iii.

conselhos no Brasil não são grandes, com média de seis membros e moda de quatro, o que os coloca no limite inferior da recomendação do IBGC. Com o controle concentrado, o conselho perde sua função de supervisão, o que explica sua dimensão reduzida. O perfil da diretoria executiva é aproximadamente o mesmo. Ambos tendem a aumentar em número de componentes com o tamanho da empresa, o que é natural. A superposição entre os dois órgãos não é grande, refletindo uma presença típica de dois membros em comum, o que se obteria com o diretor presidente e um diretor financeiro e/ou de relações com investidores.

A separação dos cargos de *chairman* e *CEO* divide as empresas em dois grupos (com e sem a separação) aproximadamente do mesmo tamanho, sendo que esta tende a ocorrer para empresas maiores. As menores, como é de se esperar, são as empresas em que o acionista controlador possui tudo sob seu comando e freqüentemente acumula os dois cargos.

XI.1. b) Como se relacionam os mecanismos de governança?

As variáveis de controle acionário não se revelaram muito significativas na determinação da estrutura e composição do conselho, mas talvez isto seja reflexo do próprio perfil do controle. Embora este raciocínio pareça contraditório, a característica principal do controle acionário no Brasil é sua forte concentração e um esvaziamento da função do conselho enquanto órgão de supervisão e proteção do acionista, característica que tende a diluir o possível efeito das demais características da estrutura de controle. Um resumo das associações é apresentado na tabela 11.1.

Considerar ou não a presença do acordo de acionistas produziu diferenças entre os resultados mas nenhum dos dois casos mostrou o que se poderia denominar uma nitidez maior, ou seja um conjunto maior e mais consistente de variáveis significativas. Uma possível causa mais uma vez é a acentuada concentração do controle, a um tal ponto que uma concentração um pouco maior ou um pouco menor não produziria diferenças nas decisões acerca da administração.

Tabela 11.1: associações mais relevantes entre controle acionário e estrutura gerencial

Foram incluídas apenas aquelas associações consideradas mais representativas, reservando-se a análise completa à seção anterior. Efeitos quadráticos, quando mostrando apenas uma correção ao efeito principal (concavidade, por exemplo), foram desconsiderados aqui.

| | Tamanho do conselho | | Tamanho da diretoria | | Superposição | | Separação <i>chairman-CEO</i> | | Isolamento <i>CEO</i> | |
|----------------------------------|---------------------|----|----------------------|----|--------------|----|-------------------------------|----|-----------------------|----|
| | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS |
| Uso de ações ordinárias | + | + | | + | | + | - | | + | |
| interação com tamanho | | | | | | | | | | |
| Concentração do controle | | | | | | | | | | - |
| interação com tamanho | | | | | | | | | | |
| Disparidade para maior acionista | + | | | | | | - | - | | - |
| interação com tamanho | | | | | | | | | + | |
| Pirâmide - firma | | | | | + | | | | + | - |
| interação com tamanho | | - | | | - | - | | | | + |
| Pirâmide – maior acionista | | | | | - | | | | - | |
| interação com tamanho | - | | | | | | | | + | |

INTERAÇÃO SELECIONADA

| | | | | | | | | | | |
|---|--|--|--|--|--|--|---|--|---|---|
| Uso de ordinárias × disparidade maior acionista | | | | | | | + | | - | - |
|---|--|--|--|--|--|--|---|--|---|---|

Os poucos efeitos significantes nos casos COM COM e COM SEM sugerem relação com empresas familiares, com prejuízo da função do conselho. O crescimento do conselho em empresas com maior uso de ações ordinárias poderia ser apenas seu uso para remunerar membros da família (já comentado) e a separação dos cargos de *chairman* e *CEO* poderia simplesmente refletir um comando do controlador a partir do cargo de *chairman*, em alguns casos isolando o *CEO* fora do conselho.

XI.1. c) Qual o impacto sobre o desempenho econômico da firma?

Ao contrário do que ocorreu na análise anterior, uma quantidade maior de variáveis apresentou significância e a diferença entre considerar ou não a presença do acordo de acionistas foi menos relevante que no estudo anterior. Além disso a concentração do controle, variável mais afetada pela presença de acordo, mostrou-se significativa com mais frequência,

em particular quando associada ao tamanho da empresa.

Vários dos resultados, resumidos na tabela 11.2, não correspondem ao conjunto de pressupostos subjacente à elaboração dos códigos de governança. Outros, embora atendam a essas expectativas, não o fazem de forma linear, modificando seu comportamento quando em interação com o tamanho da firma ou outras variáveis de governança. Nenhum caso apresentou uma relação consistente com os preceitos usuais, embora em alguns casos, como o uso de ações preferenciais, possam estar apenas refletindo viés de seleção.

Tabela 11.2: associações mais relevantes entre estrutura de governança e desempenho econômico.

Foram incluídas apenas aquelas associações consideradas mais representativas, reservando-se a análise completa à seção anterior. Efeitos quadráticos, quando mostrando apenas uma correção ao efeito principal (concavidade, por exemplo), foram desconsiderados aqui.

| | Rentabilidade | | Crescimento da receita | | Crescimento de ativos | | Alavancagem | |
|----------------------------------|---------------|----|------------------------|----|-----------------------|----|-------------|----|
| | CC | CS | CC | CS | CC | CS | CC | CS |
| CONTROLE ACIONÁRIO | | | | | | | | |
| Uso de ações ordinárias | | | - | - | | | + | + |
| em conjunto com tamanho | + | | | | + | | - | - |
| Concentração do controle | - | - | - | - | | | | + |
| em conjunto com tamanho | + | + | + | + | + | + | | - |
| Disparidade para maior acionista | + | + | + | | | | | |
| em conjunto com tamanho | | - | - | | | | | |
| ESTRUTURA GERENCIAL | | | | | | | | |
| Tamanho do conselho | - | - | + | | - | - | | |
| em conjunto com tamanho | + | + | | | - | - | | |
| Superposição conselho-diretoria | - | - | - | - | | | - | - |
| em conjunto com tamanho | + | + | + | + | | | + | + |
| Separação <i>chairman-CEO</i> | | | - | - | + | + | - | - |
| em conjunto com tamanho | | | | | | | + | + |
| Isolamento do <i>CEO</i> | | | - | - | | | - | - |
| em conjunto com tamanho | | + | + | + | | + | + | + |
| INTERAÇÕES RELEVANTES | | | | | | | | |
| Tamanho conselho × Diretoria | | | | | + | + | | |
| Tamanho conselho × Superposição | | | - | - | | | | |
| Superposição × Separação | | | + | + | | | + | + |
| Separação × Isolamento | | | | | | | + | + |

Quando se comparam os resultados à discussão teórica precedente, merecem atenção

as seguintes associações estatisticamente significantes:

(i) Associações que estão de acordo com as códigos de governança, mas de forma não linear

- O controle concentrado está associado a uma rentabilidade menor e a um menor crescimento de receita. Porém, quando tomado em conjunto com o tamanho da firma o sinal desta associação se inverte. Este efeito conjunto com o tamanho também se verifica para o crescimento de ativos.
- O tamanho do conselho está negativamente associado à rentabilidade e ao crescimento de ativos, mas esta relação se inverte para a rentabilidade quando o tamanho do conselho é tomado em conjunto com o tamanho da firma.
- A superposição entre o conselho e a diretoria tem comportamento semelhante: negativa para rentabilidade e crescimento de receitas quando tomada isoladamente, mas positiva para ambos quando em conjunto com tamanho.

(ii) Associações que contrariam a opinião usual

- O uso de ações ordinárias está associado a crescimento menor de vendas, mas pode ser simplesmente viés de seleção.
- Disparidade para maior acionista associada à rentabilidade.
- A separação dos cargos de *chairman* e *CEO* não tem impacto relevante sobre a rentabilidade e está negativamente associada ao crescimento de vendas, embora positivamente quanto ao crescimento de ativos.
- O isolamento do CEO apresentou impacto negativo apenas sobre o crescimento da receita, mas, quando em conjunto com o tamanho da firma, apresenta um impacto em geral positivo para as medidas de performance.

(iii) Estrutura de capital

Este foi o conjunto de relações mais indefinido, mas deve-se considerar que ao contrário dos anteriores não há uma relação desejável (não é intrinsecamente desejável que a firma utilize mais dívida ou capital acionário), embora seja possível considerar o benefício fiscal da dívida e o fato de que economias mais desenvolvidas proporcionam maior acesso ao capital na forma de dívida. Então, o uso de dívida em um ambiente de acesso restrito ao crédito como o brasileiro poderia ser vista como um reflexo de aceitação do mercado para a estrutura de governança, embora esta seja uma posição sujeita a controvérsias.

Algumas relações que confirmam as expectativas originais deste trabalho são:

- Maior uso de dívida (acesso ao crédito) para empresas com maior percentual de ações ordinárias, exceto quando controlado para o tamanho, o que pode ser viés de seleção.
- Menor uso de dívida relacionado à superposição entre o conselho e a diretoria e na presença de isolamento do *CEO*, o que pode refletir restrição ao crédito mas também um maior conservadorismo do administrador em relação ao acionista, já comentado na seção X. Nos dois casos a interação com tamanho está associada a uma maior alavancagem, o que favorece a interpretação de restrição ao crédito.

No sentido contrário está o menor uso de dívida quando há separação entre os cargos de *chairman* e *CEO*, o que pede mais investigação.

Ao longo da interpretação dos resultados obtidos para a estrutura de capital as referências às limitações do mercado foram uma presença constante. Associadas ao caráter pouco definido das associações obtidas, essas referências sugerem a busca de outra abordagem para o estudo, tal como o enfoque nos custos de transação.

XI.2. Conclusões e implicações prescritivas

Se existe uma conclusão de caráter geral neste trabalho, e neste caso é a única, é o fato de que a aplicação linear das regras usuais dos manuais de governança corporativa não está

associada, em conjunto, a um desempenho superior.

No caso do controle acionário, a acentuada concentração do capital (cerca de 90% das empresas possui mais que 50% dos votos nas mãos do controlador ou grupo controlador), associada à pouca proteção do minoritário, mesmo sob a Lei 10.303/2001, torna pouco relevante a discussão sobre o limite à emissão de ações preferenciais. Esta é uma visão reforçada pela disparidade controle-propriedade relativamente pequena observada para o controlador, bem como o fato de que essa disparidade sequer estava associada a uma perda de performance.

Tampouco produz efeito consistente a separação entre os cargos de *chairman* e *CEO*, tão preciosa aos manuais de governança. Se há um acionista controlador, é dele o poder independente da posição que ocupe, se de *chairman*, *CEO* ou nenhuma, particularmente quando, mais uma vez cabe observar, a proteção ao minoritário é pequena.

A dimensão do conselho fornece um exemplo significativo. Se os conselhos são pequenos em média, inferiores por exemplo ao prescrito pelo IBGC, seria razoável esperar uma associação positiva entre seu tamanho e a performance da firma, o que só acontece quando em associação com o tamanho desta. Este resultado sugere que em empresas pequenas e grandes o tamanho do conselho atende a objetivos diferentes¹²⁷, o que impede o estabelecimento de uma regra geral e valoriza a abordagem individualizada.

Parece fazer mais sentido, do ponto de vista da própria governança corporativa, uma ênfase combinada na proteção legal do minoritário com o incentivo à descentralização do controle, sem as quais a estrutura de governança dificilmente se tornará efetiva.

¹²⁷ Talvez remunerando familiares em um caso e atendendo à complexidade do negócio, no outro.

XII. BIBLIOGRAFIA

- ANDERSON, Ronald C. and REEB, Davis M. Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*. Vol. 58, no. 3, p. 1301, June 2003.
- ATKINSON, A. C. and DONEV, A. N. *Optimum Experimental Designs*. Oxford: Clarendon Press (Oxford), 1992.
- BAKER, George P. and HALL, Brian J. *CEO Incentives and Firm Size*. Harvard Business School Division of Research, 1999, p1.
- BEBCHUK, Lucian; KRAAKMAN, Reinier and TRIANTIS, George. *Stock Pyramids, Cross-Ownership, and the Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights*. Yale School of Management's Economics Research Network, 1998, p1.
- BECHT, Marco; BOLTON, Patrick and RÖELL, Alisa. *Corporate Governance and Control*. NBER Working Paper no. 9371, December 2002.
- BERLE, Adolph A. and MEANS, Gardner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: MacMillan, 1932.
- BESANKO, David; DRANOVE, David and SHANLEY, Mark. *Economics of Strategy*. 2nd. ed. New York: Wiley, 2000.
- BIANCO, Magda and CASAVOLA, Paola. Italian corporate governance: effects on financial structure and firm performance. *European Economic Review*. Vol. 43, 1999.
- BHAGAT, Sanjai and BLACK, Bernard. Board independence and long term firm performance. *Columbia Law School. The Center for Law and Economic Studies*. Working Paper no. 143, February, 2000.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. *Novo Mercado*. Material de divulgação disponível no site www.bovespa.com.br. 2002.
- BURKART, Mike; PANUNZI, Fausto and SHLEIFER, Andrei. Family Firms. *The Journal of Finance*. Vol 58, no. 5, p. 2167, Oct. 2003.
- CARVALHO, Antonio G. de. *Efeitos da migração para os níveis de governança da Bovespa*. Working paper disponível no site www.bovespa.com.br, 2003.
- CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CHARKHAM, Jonathan. *Keeping Good Company: a study of corporate governance in five countries*. Oxford: Oxford, 1994.
- CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; FAN, Joseph P. H. and LANG, Larry H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, Vol. 57, no. 6, Dec. 2002: 2741 – 2771.
- Committee on Corporate Governance. *Final Report (The Hampel Report)*. London, 1998.

- Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Committee). *Report of the Committee on The Financial Aspects of Corporate Governance (The Cadbury Report)*. London, 1992.
- COPELAND, Thomas E. and WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed. Reading, Mass.: Addison-Wesley, 1992.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Disponível no site www.cvm.gov.br. 2002.
- DOIDGE, Craig; KAROLY, G. Andrew and STULTZ, René. *Why are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?* NBER Working Paper no. 8538, October, 2001.
- DYCK, Alexander and ZINGALES, Luigi. *The Corporate Governance of the Media*. NBER Working Paper no. 9309, October, 2002.
- EASD – European Association of Securities Dealers. *Corporate Governance Principles and Recommendations*. 2000.
- EMERSON, John D. e STOTO, Michael A. Transformação de dados. In: HOAGLIN, David C.; MOSTELLER, Frederick e TUKEY, John W. *Análise exploratória de dados: técnicas robustas*. Lisboa: Edições Salamandra. 1992. Tradução: Diniz Pestana.
- GIBBONS, Robert. Incentives in Organizations. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 12, Issue 4, p. 115, Fall 1998.
- GILCHRIST, Simon and HIMMELBERG, Charles. *Investment, Fundamentals and Finance*. NBER Working Paper no. 6652, July, 1998.
- GOMPERS, Paul A.; ISHII, Joy L. and METRICK, Andrew. *Corporate Governance and Equity Prices*. NBER Working Paper no. 8449, August, 2001.
- GORTON, Gary and SCHMID, Frank. Class Struggle Inside the Firm: A Study of German Codetermination. *Working Papers – Financial Institutions Center at The Wharton School*, p.1, 2000.
- GRAHAM, John R. & HARVEY, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, no. 2/3, pg. 187-246, May/June 2001.
- HART, Oliver. Financial Contracting. *Journal of Economic Literature*. Vol. 39 Issue 4, p. 1079, Dec 2001.
- HARVEY, Campbell R.; LINS, Karl V. and ROPER, Andrew H. *The Effect of Capital Structure when Expected Agency Costs are Extreme*. NBER Working Paper 8452, September, 2001.
- HERMALIN, Benjamin E. and WEISBACH, Michael S. Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 9, Issue 1, p.7, April 2003.
- HOLDERNESS, Clifford G. and SHEEHAN, Dennis P. *Constraints on Large-Block Shareholders*. NBER Working Paper no. 6765, October, 1998.

- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código de melhores práticas de governança corporativa*. 2a. ed., 2001.
- JENSEN, Michael C. and MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3 no. 4, Oct. 1976: 305-360.
- JOH, Sung Wook. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*. Vol. 68 Issue 2, p.287, May 2003.
- JOHN, Kose and SENBET Lemma W. Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*. Vol. 22, pg. 371-403, 1998.
- JOHNSON, Richard A. and WICHERN, Dean W. *Applied Multivariate Statistical Analysis*. 5th edition. New Jersey: Prentice-Hall, 2002.
- JOHNSON, Simon; LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio and SHLEIFER, Andrei. Tunneling. *American Economic Review Papers and Proceedings*, no. 90, 2000: 22-27.
- JOHNSON, Simon; McMILLAN, John and WOODRUFF, Christopher. *Property Rights and Finance*. NBER Working Paper no. 8852, March, 2002.
- KHANNA, Tarun and PALEPU, Krishna. Why focused strategies may be wrong for emerging markets. *Harvard Business Review*, vol. 75, no. 4, Jul-Aug 1997: 41-51.
- _____. *Emerging Market Business Groups, Foreign Investors and Corporate Governance*. NBER Working Paper no. 6955, February, 1999.
- KROSZNER, Randall S. and STRAHAM, Philip E. Bankers on Boards: Monitoring, Conflicts of Interest, and Lender Liability. *Journal of Financial Economics*. Vol. 62, Issue 3, p.415, Dec2001.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio and SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol. 54 no. 2, pg. 471, April 1999a.
- _____. Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, Vol. 57 no. 1, pg. 265, Feb. 2002a.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W. Legal Determinants of External Finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, no. 3, pg. 1131, 1997.
- _____. Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106 no. 6, pg. 1113, Dec. 1998.
- _____. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*. Vol. 55, no. 1, Feb. 2000.
- _____. Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*. Vol. 57, no. 3, June 2002b.
- _____. *Investor Protection: Origins, Consequences, Reform*. NBER Working Paper no. 7428, December, 1999b.

- LAMONT, Owen A. and POLK, Christopher. Does Diversification Destroy Value? Evidence from Industry Shocks. *Journal of Financial Economics*. Vol. 63, Issue 1, p. 51, January 2002.
- _____. The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 56, no. 5, pg. 1693-1721. Oct. 2001.
- LODI, João B. *Governança Corporativa*. São Paulo: Campus, 2000.
- _____. *Conselho de Administração*. São Paulo: Pioneira, 1998.
- LODI, João B e LODI, Edna P. *Holding*. 2a. ed. São Paulo: Pioneira, 1991.
- MAHONEY, Paul G. *Trust and Opportunism in Close Corporations*. NBER Working Paper no. 6819, November, 1998.
- MARKUS, Gregory B. *Analyzing Panel Data*. Sage University Papers. Newbury Park, CA: Sage Publications, 1979.
- MAUG, Ernst. Large Shareholders as Monitors: is There a Trade-off between Liquidity and Control? *The Journal of Finance*, Vol. 53, no. 1, pg. 65-98, Feb. 1998.
- MENARD, Scott. *Longitudinal Research*. Sage university Papers. Newbury Park, CA: Sage Publications, 1991.
- MYERS, Stewart C. Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15, no. 2, pg. 81-102, 2001.
- MYERS, Stewart C. and MAJLUF, Nicholas S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, Issue 2, p. 187, June 1984.
- NYSE – New York Stock Exchange Corporate Accountability and Listing Standards Committee. *Report of the NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee*. New York, 2002.
- OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development. *OECD Principles of Corporate Governance*. Paris, 1999.
- PORTER, Michael E. From competitive advantage to corporate strategy. *Harvard Business Review*. Vol. 65, Issue 3, p. 43, May-June, 1987.
- RAJAN, Raghuran G. and ZINGALES, Luigi. What Do We Really Know about Capital Structure? *The Journal of Finance*, vol. L, no. 5, December 1995, 1421-1460.
- _____. *The Governance of the New Enterprise*. NBER Working Paper no. 7958, October, 2000.
- _____. *The Influence of the Financial Revolution on the Nature of Firms*. Working Paper no. 8177, March, 2001.
- RAZIN, Assaf; SADKA, Efraim and YUEN, Chi-Wa. *Why International Equity Inflows do Emerging Markets are Inefficient and Small Relative do International Debt Flows*. NBER Working Paper no. 8659, December, 2001.

- ROSS, Stephen A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *American Economic Review*, no.63. 1973, pg. 134-139.
- SHLEIFER, Andrei. State versus Private Ownership. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 12, Issue 4, p. 133, Fall 1998.
- SHLEIFER, Andrei and VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, no. 2, pg. 737-775, 1997.
- SHLEIFER, Andrei and WOLFENZON, Daniel. Investor Protection and Equity Markets. *Journal of Financial Economics*. Vol. 66 Issue 1, p3, Oct 2002.
- SILVEIRA, Alexandre Di M.; BARROS Lucas A. B. de C. e FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e desempenho financeiro nas companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. In VII SEMEAD – Anais, Março, 2003.
- SIQUEIRA, Tagore V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDES*, no. 10, Dez. 1998.
- SZTAJN, Rachel. Acordo de Acionistas. in SADDI, Jairo et al. *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.
- TIROLE, Jean. Corporate Governance. *Econometrica*. Vol 69, no. 1, pg. 1-35, Jan. 2001.
- WESTON, J. Fred; CHUNG, Kwang S. and SIU, Juan A. *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*. 2nd. ed. Upper Saddle River, N.J.: Prentice-Hall, 1998.
- WHITED, Toni M. Is It Inefficient Investment that Causes the Diversification Discount? *The Journal of Finance*, Vol 56, no. 5. pg. 1667-1691, Oct. 2001.
- WILLIAMSON, Oliver E. Corporate Finance and Corporate Governance. *The Journal of Finance*. Vol. 43, no. 3, pg. 567.
- ZINGALES, Luigi. Corporate Governance. in *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, pg. 497-503, 1998.
-
- _____. In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*. Vol. 55, Issue 4, p. 1623, Aug 2000.

XIII. APÊNDICE

Nas páginas a seguir estão apresentados os resultados das oitenta especificações para o GLM cujos resultados foram resumidos nas seções X e XI. Ao lado do resultado de cada regressão é apresentado o resultado do teste estatístico de medidas repetidas pelo lambda de Wilks.

Para cada especificação, um conjunto de valores aparece em negrito e outro sombreado. O negrito representa significância a 5% ($p \leq 0,05$) e o sombreado significa que o regressor correspondente àquele parâmetro será eliminado na especificação seguinte.

Os testes estatísticos com medidas repetidas merecem um comentário específico para o caso de *mdF9*, reportado nas tabelas A18 e A19. No caso desta variável o teste de lambda de Wilks não foi capaz de apresentar um parâmetro. Uma interpretação plausível é a de que o efeito de interação com o tempo é muito acentuado, pedindo análise posterior. Essa interpretação não invalida contudo os resultados obtidos e reportados na seção X.

Tabela A.1: Influência do controle acionário sobre o número de membros do conselho de administração - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A1M R Squared = ,418 Adjusted R Squared = ,317 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A1M R Squared = ,417 Adjusted R Squared = ,322 | | | |
|---|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|---|----------------|-----------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 13,87215 | 0,19983 | FACTOR1 | 0,95189 | Intercept | 14,00257 | 0,19251 | FACTOR1 | 0,98294 |
| MD_C1 | 5,14069 | 0,00003 | MD_C1 | 0,29575 | MD_C1 | 5,05837 | 0,00001 | MD_C1 | 0,27340 |
| MD_C2 | 0,84407 | 0,36199 | MD_C2 | 0,64109 | MD_C2 | 0,84412 | 0,35643 | MD_C2 | 0,60382 |
| MD_C3 | 0,68333 | 0,09082 | MD_C3 | 0,72406 | MD_C3 | 0,66027 | 0,05973 | MD_C3 | 0,65571 |
| MD_C4M | -13,91291 | 0,25088 | MD_C4M | 0,94607 | MD_C4M | -13,98078 | 0,24467 | MD_C4M | 0,96007 |
| MD_C5M | 14,11998 | 0,24435 | MD_C5M | 0,94689 | MD_C5M | 14,17702 | 0,23831 | MD_C5M | 0,95915 |
| C1_C1 | -1,87933 | 0,00289 | C1_C1 | 0,40452 | C1_C1 | -1,87842 | 0,00270 | C1_C1 | 0,37404 |
| C2_C2 | -0,67006 | 0,16972 | C2_C2 | 0,78380 | C2_C2 | -0,66236 | 0,16984 | C2_C2 | 0,76515 |
| C3_C3 | -0,09809 | 0,03843 | C3_C3 | 0,24436 | C3_C3 | -0,09944 | 0,03020 | C3_C3 | 0,18244 |
| C4M_C4M | 2,22303 | 0,33177 | C4M_C4M | 0,28839 | C4M_C4M | 2,24829 | 0,32200 | C4M_C4M | 0,26489 |
| C5M_C5M | -0,48258 | 0,73292 | C5M_C5M | 0,02703 | C5M_C5M | -0,47970 | 0,73318 | C5M_C5M | 0,02238 |
| C1_LNF2 | -0,00731 | 0,84128 | C1_LNF2 | 0,95993 | C1_LNF2 | | | C1_LNF2 | |
| C2_LNF2 | -0,07847 | 0,07321 | C2_LNF2 | 0,61079 | C2_LNF2 | -0,07966 | 0,05931 | C2_LNF2 | 0,59146 |
| C3_LNF2 | -0,00248 | 0,90682 | C3_LNF2 | 0,99430 | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | |
| C4M_LNF2 | 0,09060 | 0,66740 | C4M_LNF2 | 0,23046 | C4M_LNF2 | 0,09304 | 0,65637 | C4M_LNF2 | 0,20739 |
| C5M_LNF2 | -0,14716 | 0,48676 | C5M_LNF2 | 0,22583 | C5M_LNF2 | -0,14840 | 0,47869 | C5M_LNF2 | 0,17874 |
| C1_C2 | -1,04013 | 0,04480 | C1_C2 | 0,10671 | C1_C2 | -1,04109 | 0,04267 | C1_C2 | 0,11381 |
| C1_C3 | -0,36539 | 0,30335 | C1_C3 | 0,01480 | C1_C3 | -0,36606 | 0,29904 | C1_C3 | 0,01517 |
| C1_C4M | 1,14256 | 0,52690 | C1_C4M | 0,84853 | C1_C4M | 1,11921 | 0,53305 | C1_C4M | 0,82313 |
| C1_C5M | -1,94451 | 0,28583 | C1_C5M | 0,93403 | C1_C5M | -1,92208 | 0,28882 | C1_C5M | 0,92369 |
| C2_C3 | 0,12387 | 0,60461 | C2_C3 | 0,67832 | C2_C3 | 0,12121 | 0,60991 | C2_C3 | 0,65986 |
| C2_C4M | -4,54995 | 0,01530 | C2_C4M | 0,14698 | C2_C4M | -4,49051 | 0,01419 | C2_C4M | 0,13220 |
| C2_C5M | 5,33665 | 0,00417 | C2_C5M | 0,13586 | C2_C5M | 5,27832 | 0,00374 | C2_C5M | 0,11945 |
| C3_C4M | 1,29721 | 0,08240 | C3_C4M | 0,26561 | C3_C4M | 1,27206 | 0,07492 | C3_C4M | 0,24043 |
| C3_C5M | -1,44158 | 0,05324 | C3_C5M | 0,31473 | C3_C5M | -1,41579 | 0,04678 | C3_C5M | 0,28124 |
| C4M_C5M | -1,52523 | 0,45790 | C4M_C5M | 0,13163 | C4M_C5M | -1,55439 | 0,44478 | C4M_C5M | 0,11475 |
| MD_LNF2 | 0,18358 | 0,02081 | MD_LNF2 | 0,46325 | MD_LNF2 | 0,16654 | 0,00600 | MD_LNF2 | 0,10395 |
| MD_F4 | -0,11330 | 0,54892 | MD_F4 | 0,89737 | MD_F4 | -0,10931 | 0,07052 | MD_F4 | 0,38137 |
| MD_F7 | -0,00804 | 0,25455 | MD_F7 | 0,00006 | MD_F7 | -0,00836 | 0,21077 | MD_F7 | 0,00017 |
| MD_F8 | -0,00364 | 0,28881 | MD_F8 | 0,88919 | MD_F8 | -0,00355 | 0,17281 | MD_F8 | 0,80920 |
| MD_F9 | 0,00339 | 0,68119 | MD_F9 | 0,81574 | MD_F9 | 0,00221 | 0,45413 | MD_F9 | 0,13929 |
| LNF2LNF2 | 0,00213 | 0,26286 | LNF2LNF2 | 0,82018 | LNF2LNF2 | 0,00249 | 0,08184 | LNF2LNF2 | 0,00216 |
| F4_F4 | -0,02346 | 0,14458 | F4_F4 | 0,21813 | F4_F4 | -0,02292 | 0,14188 | F4_F4 | 0,28438 |
| F7_F7 | 0,00001 | 0,19847 | F7_F7 | 0,97535 | F7_F7 | 0,00001 | 0,17344 | F7_F7 | 0,94944 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,14612 | F8_F8 | 0,99983 | F8_F8 | 0,00000 | 0,14528 | F8_F8 | 0,97960 |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,67866 | F9_F9 | 0,44524 | F9_F9 | 0,00000 | 0,47191 | F9_F9 | 0,19181 |
| LNF2_F4 | 0,00037 | 0,98490 | LNF2_F4 | 0,69661 | LNF2_F4 | | | LNF2_F4 | |
| LNF2_F7 | 0,00104 | 0,19129 | LNF2_F7 | 0,00000 | LNF2_F7 | 0,00102 | 0,18258 | LNF2_F7 | 0,00001 |
| LNF2_F8 | -0,00246 | 0,15940 | LNF2_F8 | 0,61988 | LNF2_F8 | -0,00240 | 0,14557 | LNF2_F8 | 0,58930 |
| LNF2_F9 | -0,00020 | 0,84311 | LNF2_F9 | 0,77655 | LNF2_F9 | | | LNF2_F9 | |
| C5MDC4M | -15,68511 | 0,14823 | C5MDC4M | 0,95203 | C5MDC4M | -15,68822 | 0,14493 | C5MDC4M | 0,97443 |
| MOD_D1 | 0,04687 | 0,00000 | MOD_D1 | 0,32442 | MOD_D1 | 0,03377 | 0,00000 | MOD_D1 | 0,20483 |
| MOD_D2 | 0,00000 | 0,00000 | MOD_D2 | 0,67698 | MOD_D2 | 0,00000 | 0,00000 | MOD_D2 | 0,65085 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0,94576 | 0,38149 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,38149 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,94597 | 0,30631 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,30631 |

Tabela A.1: Influência do controle acionário sobre o número de membros do conselho de administração - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A1M R Squared = .416 Adjusted R Squared = .327 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A1M R Squared = .411 Adjusted R Squared = .328 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|---|-----------|---------|--------------------------------------|---------|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 11,36975 | 0,16886 | FACTOR1 | 0,94233 | Intercept | 3,70558 | 0,05131 | FACTOR1 | 0,00072 |
| MD_C1 | 5,12258 | 0,00000 | MD_C1 | 0,27493 | MD_C1 | 4,52103 | 0,00001 | MD_C1 | 0,22734 |
| MD_C2 | 1,00013 | 0,25612 | MD_C2 | 0,37845 | MD_C2 | 0,56617 | 0,03366 | MD_C2 | 0,42772 |
| MD_C3 | 0,70114 | 0,02425 | MD_C3 | 0,93519 | MD_C3 | 0,56617 | 0,03366 | MD_C3 | 0,42772 |
| MD_C4M | -10,16234 | 0,20335 | MD_C4M | 0,94916 | MD_C4M | -2,29209 | 0,02677 | MD_C4M | 0,00085 |
| MD_C5M | 10,43063 | 0,19569 | MD_C5M | 0,95072 | MD_C5M | 2,24366 | 0,01805 | MD_C5M | 0,00025 |
| C1_C1 | -1,88500 | 0,00243 | C1_C1 | 0,39858 | C1_C1 | -1,77190 | 0,00267 | C1_C1 | 0,49244 |
| C2_C2 | -0,55996 | 0,18410 | C2_C2 | 0,91345 | C2_C2 | -0,17872 | 0,56888 | C2_C2 | 0,68849 |
| C3_C3 | -0,08784 | 0,03599 | C3_C3 | 0,27024 | C3_C3 | -0,08296 | 0,04336 | C3_C3 | 0,20038 |
| C4M_C4M | 2,03699 | 0,24701 | C4M_C4M | 0,80998 | C4M_C4M | 0,24876 | 0,01282 | C4M_C4M | 0,81878 |
| C2_LNF2 | -0,08435 | 0,03998 | C2_LNF2 | 0,50183 | C2_LNF2 | -0,06653 | 0,08452 | C2_LNF2 | 0,70140 |
| C5M_LNF2 | -0,05674 | 0,01960 | C5M_LNF2 | 0,04439 | C5M_LNF2 | -0,05431 | 0,02428 | C5M_LNF2 | 0,09135 |
| C1_C2 | -1,13814 | 0,02042 | C1_C2 | 0,12683 | C1_C2 | -1,11444 | 0,00353 | C1_C2 | 0,68178 |
| C1_C3 | -0,32237 | 0,34919 | C1_C3 | 0,09899 | C1_C3 | -0,32237 | 0,34919 | C1_C3 | 0,34919 |
| C1_C5M | -0,80741 | 0,00059 | C1_C5M | 0,02910 | C1_C5M | -0,73000 | 0,00142 | C1_C5M | 0,02432 |
| C2_C4M | -3,83540 | 0,01114 | C2_C4M | 0,26027 | C2_C4M | -2,87395 | 0,04201 | C2_C4M | 0,33526 |
| C2_C5M | 4,57608 | 0,00203 | C2_C5M | 0,26212 | C2_C5M | 3,76372 | 0,00774 | C2_C5M | 0,31704 |
| C3_C4M | 1,17227 | 0,09006 | C3_C4M | 0,02020 | C3_C4M | 0,96788 | 0,14784 | C3_C4M | 0,01545 |
| C3_C5M | -1,31687 | 0,05668 | C3_C5M | 0,05057 | C3_C5M | -1,11788 | 0,09414 | C3_C5M | 0,03756 |
| C4M_C5M | -1,82648 | 0,30251 | C4M_C5M | 0,81049 | C4M_C5M | -1,82648 | 0,30251 | C4M_C5M | 0,30251 |
| MD_LNF2 | 0,17256 | 0,00365 | MD_LNF2 | 0,09727 | MD_LNF2 | 0,14693 | 0,00926 | MD_LNF2 | 0,22393 |
| MD_F4 | -0,10950 | 0,06836 | MD_F4 | 0,44668 | MD_F4 | -0,10969 | 0,06222 | MD_F4 | 0,60176 |
| MD_F7 | -0,00823 | 0,21350 | MD_F7 | 0,00017 | MD_F7 | -0,00448 | 0,42031 | MD_F7 | 0,00020 |
| MD_F8 | -0,00357 | 0,16805 | MD_F8 | 0,91781 | MD_F8 | -0,00323 | 0,20738 | MD_F8 | 0,88522 |
| MD_F9 | 0,00229 | 0,43410 | MD_F9 | 0,16676 | MD_F9 | 0,00229 | 0,43410 | MD_F9 | 0,43410 |
| LNF2LNF2 | 0,00255 | 0,07113 | LNF2LNF2 | 0,00253 | LNF2LNF2 | 0,00288 | 0,03578 | LNF2LNF2 | 0,00147 |
| F4_F4 | -0,02310 | 0,13709 | F4_F4 | 0,32841 | F4_F4 | -0,02040 | 0,18268 | F4_F4 | 0,38844 |
| F7_F7 | 0,00001 | 0,17440 | F7_F7 | 0,96251 | F7_F7 | 0,00000 | 0,34149 | F7_F7 | 0,76877 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,14044 | F8_F8 | 0,99643 | F8_F8 | 0,00000 | 0,18673 | F8_F8 | 0,91223 |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,45277 | F9_F9 | 0,23562 | F9_F9 | 0,00000 | 0,45277 | F9_F9 | 0,45277 |
| LNF2_F7 | 0,00103 | 0,17642 | LNF2_F7 | 0,00001 | LNF2_F7 | 0,00092 | 0,21778 | LNF2_F7 | 0,00001 |
| LNF2_F8 | -0,00242 | 0,14065 | LNF2_F8 | 0,79192 | LNF2_F8 | -0,00213 | 0,18835 | LNF2_F8 | 0,80320 |
| C5MDC4M | -13,27933 | 0,10878 | C5MDC4M | 0,92978 | C5MDC4M | -4,67754 | 0,00201 | C5MDC4M | 0,00013 |
| MOD_D1 | | 0,03336 | MOD_D1 | 0,20379 | MOD_D1 | | 0,03731 | MOD_D1 | 0,36160 |
| MOD_D2 | | 0,00000 | MOD_D2 | 0,61691 | MOD_D2 | | 0,00000 | MOD_D2 | 0,58481 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,93938 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,40836 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,93547 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,60672 |

Tabela A.2: Influência do controle acionário sobre o número de membros do conselho de administração - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_AIM R Squared = ,447 Adjusted R Squared = ,352 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_AIM R Squared = ,445 Adjusted R Squared = ,362 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|---|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|---|----------------|-----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 5.60784 | 0.06393 | FACTOR1 | 0.12920 | Intercept | 5.43570 | 0.05398 | FACTOR1 | 0.24189 | Intercept | 5.43570 | 0.05398 | FACTOR1 | 0.24189 | |
| MD_C1 | 2.46821 | 0.01135 | MD_C1 | 0.09372 | MD_C1 | 2.48143 | 0.00399 | MD_C1 | 0.06444 | MD_C1 | 2.48143 | 0.00399 | MD_C1 | 0.06444 | |
| MD_C2 | 0.84437 | 0.26793 | MD_C2 | 0.55982 | MD_C2 | 0.65546 | 0.17684 | MD_C2 | 0.19307 | MD_C2 | 0.65546 | 0.17684 | MD_C2 | 0.19307 | |
| MD_C3 | -0.18530 | 0.10183 | MD_C3 | 0.16744 | MD_C3 | -0.16242 | 0.08279 | MD_C3 | 0.71502 | MD_C3 | -0.16242 | 0.08279 | MD_C3 | 0.71502 | |
| MD_C4M | -4.45737 | 0.11065 | MD_C4M | 0.27350 | MD_C4M | -4.06847 | 0.10598 | MD_C4M | 0.30973 | MD_C4M | -4.06847 | 0.10598 | MD_C4M | 0.30973 | |
| MD_C5M | 5.55165 | 0.05872 | MD_C5M | 0.24080 | MD_C5M | 5.00984 | 0.05254 | MD_C5M | 0.33434 | MD_C5M | 5.00984 | 0.05254 | MD_C5M | 0.33434 | |
| C1_C1 | -1.51683 | 0.00952 | C1_C1 | 0.50634 | C1_C1 | -1.52773 | 0.00771 | C1_C1 | 0.35526 | C1_C1 | -1.52773 | 0.00771 | C1_C1 | 0.35526 | |
| C2_C2 | -0.88231 | 0.01713 | C2_C2 | 0.17397 | C2_C2 | -0.84170 | 0.00805 | C2_C2 | 0.10323 | C2_C2 | -0.84170 | 0.00805 | C2_C2 | 0.10323 | |
| C3_C3 | -0.00051 | 0.52047 | C3_C3 | 0.04856 | C3_C3 | -0.00025 | 0.58367 | C3_C3 | 0.25253 | C3_C3 | -0.00025 | 0.58367 | C3_C3 | 0.25253 | |
| C4M_C4M | 1.56411 | 0.01422 | C4M_C4M | 0.10433 | C4M_C4M | 1.47718 | 0.01270 | C4M_C4M | 0.17715 | C4M_C4M | 1.47718 | 0.01270 | C4M_C4M | 0.17715 | |
| C5M_C5M | 0.34620 | 0.27029 | C5M_C5M | 0.07155 | C5M_C5M | 0.31487 | 0.30298 | C5M_C5M | 0.05138 | C5M_C5M | 0.31487 | 0.30298 | C5M_C5M | 0.05138 | |
| C1_LNF2 | 0.00684 | 0.85254 | C1_LNF2 | 0.64043 | C1_LNF2 | -0.01428 | 0.59748 | C1_LNF2 | 0.83344 | C1_LNF2 | -0.01428 | 0.59748 | C1_LNF2 | 0.83344 | |
| C2_LNF2 | -0.01323 | 0.67419 | C2_LNF2 | 0.95659 | C2_LNF2 | 0.01091 | 0.07658 | C2_LNF2 | 0.70723 | C2_LNF2 | 0.01091 | 0.07658 | C2_LNF2 | 0.70723 | |
| C3_LNF2 | 0.00898 | 0.22875 | C3_LNF2 | 0.84194 | C3_LNF2 | 0.01091 | 0.07658 | C3_LNF2 | 0.70723 | C3_LNF2 | 0.01091 | 0.07658 | C3_LNF2 | 0.70723 | |
| C4M_LNF2 | -0.04085 | 0.28423 | C4M_LNF2 | 0.86369 | C4M_LNF2 | -0.04713 | 0.03938 | C4M_LNF2 | 0.04246 | C4M_LNF2 | -0.04713 | 0.03938 | C4M_LNF2 | 0.04246 | |
| C5M_LNF2 | -0.01358 | 0.77654 | C5M_LNF2 | 0.29304 | C5M_LNF2 | -0.04713 | 0.03938 | C5M_LNF2 | 0.04246 | C5M_LNF2 | -0.04713 | 0.03938 | C5M_LNF2 | 0.04246 | |
| C1_C2 | -0.10130 | 0.77826 | C1_C2 | 0.33144 | C1_C2 | -0.10130 | 0.77826 | C1_C2 | 0.33144 | C1_C2 | -0.10130 | 0.77826 | C1_C2 | 0.33144 | |
| C1_C3 | 0.06524 | 0.50803 | C1_C3 | 0.45404 | C1_C3 | 0.06863 | 0.33144 | C1_C3 | 0.78513 | C1_C3 | 0.06863 | 0.33144 | C1_C3 | 0.78513 | |
| C1_C4M | -0.74887 | 0.02903 | C1_C4M | 0.51827 | C1_C4M | -0.77563 | 0.01005 | C1_C4M | 0.46804 | C1_C4M | -0.77563 | 0.01005 | C1_C4M | 0.46804 | |
| C1_C5M | 0.49062 | 0.21258 | C1_C5M | 0.08836 | C1_C5M | 0.53890 | 0.13819 | C1_C5M | 0.08380 | C1_C5M | 0.53890 | 0.13819 | C1_C5M | 0.08380 | |
| C2_C3 | 0.06072 | 0.38783 | C2_C3 | 0.08468 | C2_C3 | 0.04136 | 0.31973 | C2_C3 | 0.18860 | C2_C3 | 0.04136 | 0.31973 | C2_C3 | 0.18860 | |
| C2_C4M | -0.03324 | 0.93952 | C2_C4M | 0.36492 | C2_C4M | -0.03324 | 0.93952 | C2_C4M | 0.36492 | C2_C4M | -0.03324 | 0.93952 | C2_C4M | 0.36492 | |
| C2_C5M | -0.04846 | 0.91414 | C2_C5M | 0.21755 | C2_C5M | -0.04846 | 0.91414 | C2_C5M | 0.21755 | C2_C5M | -0.04846 | 0.91414 | C2_C5M | 0.21755 | |
| C3_C4M | 0.01039 | 0.90046 | C3_C4M | 0.35162 | C3_C4M | 0.01039 | 0.90046 | C3_C4M | 0.35162 | C3_C4M | 0.01039 | 0.90046 | C3_C4M | 0.35162 | |
| C3_C5M | 0.01167 | 0.88773 | C3_C5M | 0.64389 | C3_C5M | 0.01167 | 0.88773 | C3_C5M | 0.64389 | C3_C5M | 0.01167 | 0.88773 | C3_C5M | 0.64389 | |
| C4M_C5M | -2.01119 | 0.01137 | C4M_C5M | 0.03100 | C4M_C5M | -1.87952 | 0.01096 | C4M_C5M | 0.03666 | C4M_C5M | -1.87952 | 0.01096 | C4M_C5M | 0.03666 | |
| MD_LNF2 | 0.07822 | 0.20571 | MD_LNF2 | 0.43467 | MD_LNF2 | 0.07659 | 0.10620 | MD_LNF2 | 0.59028 | MD_LNF2 | 0.07659 | 0.10620 | MD_LNF2 | 0.59028 | |
| MD_F4 | -0.12609 | 0.49941 | MD_F4 | 0.90373 | MD_F4 | -0.13236 | 0.24976 | MD_F4 | 0.44673 | MD_F4 | -0.13236 | 0.24976 | MD_F4 | 0.44673 | |
| MD_F7 | -0.00710 | 0.30740 | MD_F7 | 0.00003 | MD_F7 | -0.00303 | 0.58029 | MD_F7 | 0.00005 | MD_F7 | -0.00303 | 0.58029 | MD_F7 | 0.00005 | |
| MD_F8 | -0.00327 | 0.32607 | MD_F8 | 0.80618 | MD_F8 | -0.00326 | 0.25378 | MD_F8 | 0.70328 | MD_F8 | -0.00326 | 0.25378 | MD_F8 | 0.70328 | |
| MD_F9 | 0.00084 | 0.91740 | MD_F9 | 0.75205 | MD_F9 | 0.00084 | 0.91740 | MD_F9 | 0.70328 | MD_F9 | 0.00084 | 0.91740 | MD_F9 | 0.70328 | |
| LNF2LNF2 | 0.00291 | 0.12149 | LNF2LNF2 | 0.69108 | LNF2LNF2 | 0.00263 | 0.11931 | LNF2LNF2 | 0.40566 | LNF2LNF2 | 0.00263 | 0.11931 | LNF2LNF2 | 0.40566 | |
| F4_F4 | -0.01861 | 0.23723 | F4_F4 | 0.17311 | F4_F4 | -0.01757 | 0.24061 | F4_F4 | 0.24183 | F4_F4 | -0.01757 | 0.24061 | F4_F4 | 0.24183 | |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.24100 | F7_F7 | 0.75740 | F7_F7 | 0.00000 | 0.45765 | F7_F7 | 0.76832 | F7_F7 | 0.00000 | 0.45765 | F7_F7 | 0.76832 | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.23503 | F8_F8 | 0.89047 | F8_F8 | 0.00000 | 0.24097 | F8_F8 | 0.85118 | F8_F8 | 0.00000 | 0.24097 | F8_F8 | 0.85118 | |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.90578 | F9_F9 | 0.70269 | F9_F9 | 0.00000 | 0.90578 | F9_F9 | 0.85118 | F9_F9 | 0.00000 | 0.90578 | F9_F9 | 0.85118 | |
| LNF2_F4 | 0.00827 | 0.67180 | LNF2_F4 | 0.59261 | LNF2_F4 | 0.00787 | 0.49207 | LNF2_F4 | 0.15338 | LNF2_F4 | 0.00787 | 0.49207 | LNF2_F4 | 0.15338 | |
| LNF2_F7 | 0.00082 | 0.29901 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F7 | 0.00080 | 0.27512 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F7 | 0.00080 | 0.27512 | LNF2_F7 | 0.00000 | |
| LNF2_F8 | -0.00192 | 0.26378 | LNF2_F8 | 0.41677 | LNF2_F8 | -0.00179 | 0.25678 | LNF2_F8 | 0.35776 | LNF2_F8 | -0.00179 | 0.25678 | LNF2_F8 | 0.35776 | |
| LNF2_F9 | 0.00036 | 0.72074 | LNF2_F9 | 0.54206 | LNF2_F9 | 0.00036 | 0.72074 | LNF2_F9 | 0.35776 | LNF2_F9 | 0.00036 | 0.72074 | LNF2_F9 | 0.35776 | |
| C5MDC4M | -5.83563 | 0.04158 | C5MDC4M | 0.17143 | C5MDC4M | -5.48275 | 0.03647 | C5MDC4M | 0.37985 | C5MDC4M | -5.48275 | 0.03647 | C5MDC4M | 0.37985 | |
| MOD_D1 | 0.01723 | 0.01723 | MOD_D1 | 0.48376 | MOD_D1 | 0.01832 | 0.01832 | MOD_D1 | 0.32931 | MOD_D1 | 0.01832 | 0.01832 | MOD_D1 | 0.32931 | |
| MOD_D2 | 0.00000 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.33074 | MOD_D2 | 0.00000 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.28924 | MOD_D2 | 0.00000 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.28924 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98739 | 0.98739 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.54783 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98990 | 0.98990 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.60319 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98990 | 0.98990 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.60319 | |

Tabela A.2: Influência do controle acionário sobre o número de membros do conselho de administração - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A1M R Squared = .444 Adjusted R Squared = .365 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A1M R Squared = .440 Adjusted R Squared = .368 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|---|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|---|----------------|-----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 5.40772 | 0.05197 | FACTOR1 | 0.19732 | Intercept | 5.46662 | 0.04395 | FACTOR1 | 0.34492 | Intercept | 5.46662 | 0.04395 | FACTOR1 | 0.34492 | |
| MD_C1 | 2.45592 | 0.00389 | MD_C1 | 0.06122 | MD_C1 | 2.46635 | 0.00350 | MD_C1 | 0.06110 | MD_C1 | 2.46635 | 0.00350 | MD_C1 | 0.06110 | |
| MD_C2 | 0.49512 | 0.17535 | MD_C2 | 0.09608 | MD_C2 | 0.48225 | 0.17944 | MD_C2 | 0.12291 | MD_C2 | 0.48225 | 0.17944 | MD_C2 | 0.12291 | |
| MD_C3 | -0.16310 | 0.07417 | MD_C3 | 0.69919 | MD_C3 | -0.09591 | 0.05625 | MD_C3 | 0.72836 | MD_C3 | -0.09591 | 0.05625 | MD_C3 | 0.72836 | |
| MD_C4M | -3.97103 | 0.11228 | MD_C4M | 0.26933 | MD_C4M | -4.22507 | 0.08659 | MD_C4M | 0.35885 | MD_C4M | -4.22507 | 0.08659 | MD_C4M | 0.35885 | |
| MD_C5M | 4.95291 | 0.05422 | MD_C5M | 0.29836 | MD_C5M | 5.27214 | 0.03813 | MD_C5M | 0.39020 | MD_C5M | 5.27214 | 0.03813 | MD_C5M | 0.39020 | |
| C1_C1 | -1.53885 | 0.00684 | C1_C1 | 0.40093 | C1_C1 | -1.56278 | 0.00577 | C1_C1 | 0.39656 | C1_C1 | -1.56278 | 0.00577 | C1_C1 | 0.39656 | |
| C2_C2 | -0.82464 | 0.00888 | C2_C2 | 0.11966 | C2_C2 | -0.77328 | 0.00994 | C2_C2 | 0.09313 | C2_C2 | -0.77328 | 0.00994 | C2_C2 | 0.09313 | |
| C4M_C4M | 1.45554 | 0.01357 | C4M_C4M | 0.14594 | C4M_C4M | 1.40439 | 0.01334 | C4M_C4M | 0.38380 | C4M_C4M | 1.40439 | 0.01334 | C4M_C4M | 0.38380 | |
| C5M_C5M | 0.30922 | 0.30908 | C5M_C5M | 0.05787 | C5M_C5M | | | C5M_C5M | | C5M_C5M | | | C5M_C5M | | |
| C3_LNF2 | 0.00977 | 0.10048 | C3_LNF2 | 0.81502 | C3_LNF2 | 0.00624 | 0.13404 | C3_LNF2 | 0.81131 | C3_LNF2 | 0.00624 | 0.13404 | C3_LNF2 | 0.81131 | |
| C4M_LNF2 | -0.04659 | 0.03793 | C4M_LNF2 | 0.05670 | C4M_LNF2 | -0.04890 | 0.02610 | C4M_LNF2 | 0.05309 | C4M_LNF2 | -0.04890 | 0.02610 | C4M_LNF2 | 0.05309 | |
| C1_C3 | 0.09076 | 0.12224 | C1_C3 | 0.78092 | C1_C3 | 0.07877 | 0.16962 | C1_C3 | 0.98613 | C1_C3 | 0.07877 | 0.16962 | C1_C3 | 0.98613 | |
| C1_C4M | -0.76552 | 0.01078 | C1_C4M | 0.51302 | C1_C4M | -0.74120 | 0.01277 | C1_C4M | 0.40733 | C1_C4M | -0.74120 | 0.01277 | C1_C4M | 0.40733 | |
| C1_C5M | 0.53175 | 0.14237 | C1_C5M | 0.09188 | C1_C5M | 0.53492 | 0.13520 | C1_C5M | 0.07883 | C1_C5M | 0.53492 | 0.13520 | C1_C5M | 0.07883 | |
| C2_C3 | 0.03159 | 0.42070 | C2_C3 | 0.83954 | C2_C3 | | | C2_C3 | | C2_C3 | | | C2_C3 | | |
| C4M_C5M | -1.86670 | 0.01116 | C4M_C5M | 0.03577 | C4M_C5M | -1.52953 | 0.01032 | C4M_C5M | 0.29455 | C4M_C5M | -1.52953 | 0.01032 | C4M_C5M | 0.29455 | |
| MD_LNF2 | 0.07251 | 0.08964 | MD_LNF2 | 0.60465 | MD_LNF2 | 0.06155 | 0.07035 | MD_LNF2 | 0.70599 | MD_LNF2 | 0.06155 | 0.07035 | MD_LNF2 | 0.70599 | |
| MD_F4 | -0.11309 | 0.31001 | MD_F4 | 0.88130 | MD_F4 | | | MD_F4 | | MD_F4 | | | MD_F4 | | |
| MD_FB | -0.00189 | 0.30528 | MD_FB | 0.47811 | MD_FB | | | MD_FB | | MD_FB | | | MD_FB | | |
| LNF2LNF2 | 0.00248 | 0.13691 | LNF2LNF2 | 0.54710 | LNF2LNF2 | 0.00325 | 0.01078 | LNF2LNF2 | 0.01515 | LNF2LNF2 | 0.00325 | 0.01078 | LNF2LNF2 | 0.01515 | |
| F4_F4 | -0.00952 | 0.05552 | F4_F4 | 0.26150 | F4_F4 | -0.00588 | 0.07018 | F4_F4 | 0.76054 | F4_F4 | -0.00588 | 0.07018 | F4_F4 | 0.76054 | |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.15412 | F7_F7 | 0.63978 | F7_F7 | 0.00000 | 0.27712 | F7_F7 | 0.53191 | F7_F7 | 0.00000 | 0.27712 | F7_F7 | 0.53191 | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.06100 | F8_F8 | 0.63962 | F8_F8 | 0.00000 | 0.06984 | F8_F8 | 0.53178 | F8_F8 | 0.00000 | 0.06984 | F8_F8 | 0.53178 | |
| LNF2_F4 | 0.00787 | 0.48622 | LNF2_F4 | 0.63546 | LNF2_F4 | | | LNF2_F4 | | LNF2_F4 | | | LNF2_F4 | | |
| LNF2_F7 | 0.00041 | 0.08896 | LNF2_F7 | 0.02735 | LNF2_F7 | 0.00029 | 0.09858 | LNF2_F7 | 0.04847 | LNF2_F7 | 0.00029 | 0.09858 | LNF2_F7 | 0.04847 | |
| LNF2_F8 | -0.00095 | 0.05536 | LNF2_F8 | 0.23909 | LNF2_F8 | -0.00070 | 0.07167 | LNF2_F8 | 0.17401 | LNF2_F8 | -0.00070 | 0.07167 | LNF2_F8 | 0.17401 | |
| C5MDC4M | -5.38554 | 0.03875 | C5MDC4M | 0.32285 | C5MDC4M | -5.46891 | 0.03246 | C5MDC4M | 0.47649 | C5MDC4M | -5.46891 | 0.03246 | C5MDC4M | 0.47649 | |
| MOD_D1 | | 0.01727 | MOD_D1 | 0.39991 | MOD_D1 | | 0.01791 | MOD_D1 | 0.15890 | MOD_D1 | | 0.01791 | MOD_D1 | 0.15890 | |
| MOD_D2 | | 0.00000 | MOD_D2 | 0.25236 | MOD_D2 | | 0.00000 | MOD_D2 | 0.32049 | MOD_D2 | | 0.00000 | MOD_D2 | 0.32049 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.98754 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.55906 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.98797 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.57317 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.98797 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.57317 | |

Tabela A.3: Influência do controle acionário sobre o número de membros da diretoria executiva - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A2M R Squared = ,216 Adjusted R Squared = ,080 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A2M R Squared = ,207 Adjusted R Squared = ,090 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|---|----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------|---------|---|---------|-----------------|----------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 6.16087 | 0.53231 | FACTOR1 | 0.03207 | Intercept | 6.31110 | 0.50448 | FACTOR1 | 0.25243 | Intercept | 6.31110 | 0.50448 | FACTOR1 | 0.25243 | |
| MD_C1 | 1.78236 | 0.10656 | MD_C1 | 0.20410 | MD_C1 | 1.43534 | 0.09042 | MD_C1 | 0.62138 | MD_C1 | 1.43534 | 0.09042 | MD_C1 | 0.62138 | |
| MD_C2 | 1.19768 | 0.15655 | MD_C2 | 0.41313 | MD_C2 | 1.05931 | 0.14701 | MD_C2 | 0.61546 | MD_C2 | 1.05931 | 0.14701 | MD_C2 | 0.61546 | |
| MD_C3 | 0.12802 | 0.72802 | MD_C3 | 0.43490 | MD_C3 | -0.01116 | 0.97241 | MD_C3 | 0.67060 | MD_C3 | -0.01116 | 0.97241 | MD_C3 | 0.67060 | |
| MD_C4M | -4.39595 | 0.69072 | MD_C4M | 0.02340 | MD_C4M | -3.82994 | 0.69419 | MD_C4M | 0.33168 | MD_C4M | -3.82994 | 0.69419 | MD_C4M | 0.33168 | |
| MD_C5M | 4.90561 | 0.65734 | MD_C5M | 0.02575 | MD_C5M | 3.99018 | 0.68220 | MD_C5M | 0.34009 | MD_C5M | 3.99018 | 0.68220 | MD_C5M | 0.34009 | |
| C1_C1 | -0.77213 | 0.17801 | C1_C1 | 0.89562 | C1_C1 | -0.69589 | 0.21447 | C1_C1 | 0.81760 | C1_C1 | -0.69589 | 0.21447 | C1_C1 | 0.81760 | |
| C2_C2 | 0.08632 | 0.84613 | C2_C2 | 0.49200 | C2_C2 | | | C2_C2 | | C2_C2 | | | C2_C2 | | |
| C3_C3 | -0.00498 | 0.90803 | C3_C3 | 0.04465 | C3_C3 | | | C3_C3 | | C3_C3 | | | C3_C3 | | |
| C4M_C4M | 1.72155 | 0.40998 | C4M_C4M | 0.05129 | C4M_C4M | 1.51965 | 0.41885 | C4M_C4M | 0.52039 | C4M_C4M | 1.51965 | 0.41885 | C4M_C4M | 0.52039 | |
| C5M_C5M | 1.43013 | 0.26798 | C5M_C5M | 0.24608 | C5M_C5M | 1.39169 | 0.26935 | C5M_C5M | 0.38812 | C5M_C5M | 1.39169 | 0.26935 | C5M_C5M | 0.38812 | |
| C1_LNF2 | -0.00482 | 0.88484 | C1_LNF2 | 0.78195 | C1_LNF2 | | | C1_LNF2 | | C1_LNF2 | | | C1_LNF2 | | |
| C2_LNF2 | -0.06752 | 0.09107 | C2_LNF2 | 0.75642 | C2_LNF2 | -0.04678 | 0.19419 | C2_LNF2 | 0.92642 | C2_LNF2 | -0.04678 | 0.19419 | C2_LNF2 | 0.92642 | |
| C3_LNF2 | -0.00760 | 0.69484 | C3_LNF2 | 0.31078 | C3_LNF2 | -0.00148 | 0.93118 | C3_LNF2 | 0.71631 | C3_LNF2 | -0.00148 | 0.93118 | C3_LNF2 | 0.71631 | |
| C4M_LNF2 | -0.00865 | 0.96411 | C4M_LNF2 | 0.31644 | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | | |
| C5M_LNF2 | -0.02675 | 0.88978 | C5M_LNF2 | 0.27851 | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | | |
| C1_C2 | -0.86993 | 0.06577 | C1_C2 | 0.64244 | C1_C2 | -0.77385 | 0.08153 | C1_C2 | 0.42169 | C1_C2 | -0.77385 | 0.08153 | C1_C2 | 0.42169 | |
| C1_C3 | 0.27306 | 0.39910 | C1_C3 | 0.27162 | C1_C3 | 0.27164 | 0.37604 | C1_C3 | 0.26374 | C1_C3 | 0.27164 | 0.37604 | C1_C3 | 0.26374 | |
| C1_C4M | -0.15011 | 0.92739 | C1_C4M | 0.10299 | C1_C4M | | | C1_C4M | | C1_C4M | | | C1_C4M | | |
| C1_C5M | 0.06593 | 0.96834 | C1_C5M | 0.03112 | C1_C5M | | | C1_C5M | | C1_C5M | | | C1_C5M | | |
| C2_C3 | -0.09570 | 0.66105 | C2_C3 | 0.81263 | C2_C3 | -0.06135 | 0.72993 | C2_C3 | 0.86235 | C2_C3 | -0.06135 | 0.72993 | C2_C3 | 0.86235 | |
| C2_C4M | -0.80338 | 0.63781 | C2_C4M | 0.21780 | C2_C4M | -0.57160 | 0.67926 | C2_C4M | 0.90755 | C2_C4M | -0.57160 | 0.67926 | C2_C4M | 0.90755 | |
| C2_C5M | 0.73809 | 0.66271 | C2_C5M | 0.18590 | C2_C5M | 0.46466 | 0.73202 | C2_C5M | 0.89083 | C2_C5M | 0.46466 | 0.73202 | C2_C5M | 0.89083 | |
| C3_C4M | -0.39065 | 0.56588 | C3_C4M | 0.71094 | C3_C4M | -0.52589 | 0.34729 | C3_C4M | 0.86433 | C3_C4M | -0.52589 | 0.34729 | C3_C4M | 0.86433 | |
| C3_C5M | 0.36830 | 0.58762 | C3_C5M | 0.44345 | C3_C5M | 0.52225 | 0.34334 | C3_C5M | 0.95872 | C3_C5M | 0.52225 | 0.34334 | C3_C5M | 0.95872 | |
| C4M_C5M | -3.13150 | 0.09523 | C4M_C5M | 0.08419 | C4M_C5M | -2.92000 | 0.07525 | C4M_C5M | 0.55039 | C4M_C5M | -2.92000 | 0.07525 | C4M_C5M | 0.55039 | |
| MD_LNF2 | 0.10294 | 0.15469 | MD_LNF2 | 0.57693 | MD_LNF2 | 0.04379 | 0.29360 | MD_LNF2 | 0.80199 | MD_LNF2 | 0.04379 | 0.29360 | MD_LNF2 | 0.80199 | |
| MD_F4 | 0.15551 | 0.36737 | MD_F4 | 0.69695 | MD_F4 | 0.14420 | 0.00830 | MD_F4 | 0.62290 | MD_F4 | 0.14420 | 0.00830 | MD_F4 | 0.62290 | |
| MD_F7 | 0.00254 | 0.69352 | MD_F7 | 0.00004 | MD_F7 | 0.00567 | 0.30887 | MD_F7 | 0.00009 | MD_F7 | 0.00567 | 0.30887 | MD_F7 | 0.00009 | |
| MD_F8 | 0.00507 | 0.10612 | MD_F8 | 0.83174 | MD_F8 | 0.00534 | 0.02457 | MD_F8 | 0.93249 | MD_F8 | 0.00534 | 0.02457 | MD_F8 | 0.93249 | |
| MD_F9 | 0.00120 | 0.87272 | MD_F9 | 0.70653 | MD_F9 | | | MD_F9 | | MD_F9 | | | MD_F9 | | |
| LNF2LNF2 | 0.00335 | 0.05356 | LNF2LNF2 | 0.72585 | LNF2LNF2 | 0.00247 | 0.04708 | LNF2LNF2 | 0.00575 | LNF2LNF2 | 0.00247 | 0.04708 | LNF2LNF2 | 0.00575 | |
| F4_F4 | 0.02457 | 0.09404 | F4_F4 | 0.49623 | F4_F4 | 0.02586 | 0.06659 | F4_F4 | 0.85050 | F4_F4 | 0.02586 | 0.06659 | F4_F4 | 0.85050 | |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.56478 | F7_F7 | 0.84386 | F7_F7 | 0.00000 | 0.24486 | F7_F7 | 0.78572 | F7_F7 | 0.00000 | 0.24486 | F7_F7 | 0.78572 | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.09083 | F8_F8 | 0.88437 | F8_F8 | 0.00000 | 0.06461 | F8_F8 | 0.80057 | F8_F8 | 0.00000 | 0.06461 | F8_F8 | 0.80057 | |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.80769 | F9_F9 | 0.64509 | F9_F9 | | | F9_F9 | | F9_F9 | | | F9_F9 | | |
| LNF2_F4 | -0.00016 | 0.99284 | LNF2_F4 | 0.21091 | LNF2_F4 | | | LNF2_F4 | | LNF2_F4 | | | LNF2_F4 | | |
| LNF2_F7 | -0.00123 | 0.09138 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F7 | -0.00127 | 0.06607 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F7 | -0.00127 | 0.06607 | LNF2_F7 | 0.00000 | |
| LNF2_F8 | 0.00247 | 0.12186 | LNF2_F8 | 0.51536 | LNF2_F8 | 0.00260 | 0.08027 | LNF2_F8 | 0.57168 | LNF2_F8 | 0.00260 | 0.08027 | LNF2_F8 | 0.57168 | |
| LNF2_F9 | 0.00040 | 0.62116 | LNF2_F9 | 0.27702 | LNF2_F9 | 0.00026 | 0.34910 | LNF2_F9 | 0.34500 | LNF2_F9 | 0.00026 | 0.34910 | LNF2_F9 | 0.34500 | |
| C5MDC4M | -6.92507 | 0.48377 | C5MDC4M | 0.03426 | C5MDC4M | -6.24717 | 0.50964 | C5MDC4M | 0.25400 | C5MDC4M | -6.24717 | 0.50964 | C5MDC4M | 0.25400 | |
| MOD_D1 | | 0.10013 | MOD_D1 | 0.62187 | MOD_D1 | | 0.09423 | MOD_D1 | 0.47940 | MOD_D1 | | 0.09423 | MOD_D1 | 0.47940 | |
| MOD_D2 | | 0.92773 | MOD_D2 | 0.04377 | MOD_D2 | | 0.92956 | MOD_D2 | 0.13889 | MOD_D2 | | 0.92956 | MOD_D2 | 0.13889 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.58734 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.97849 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.66093 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98486 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.66093 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98486 | |

Tabela A.3: Influência do controle acionário sobre o número de membros da diretoria executiva - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A2M R Squared = .199 Adjusted R Squared = .096 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A2M R Squared = .190 Adjusted R Squared = .099 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 0.46047 | 0.67212 | FACTOR1 | 0.70694 | Intercept | 0.84432 | 0.40222 | FACTOR1 | 0.12251 |
| MD_C1 | 1.45264 | 0.06605 | MD_C1 | 0.27012 | MD_C1 | 1.49563 | 0.04353 | MD_C1 | 0.49054 |
| MD_C2 | 0.62294 | 0.21830 | MD_C2 | 0.84589 | MD_C2 | 0.25175 | 0.46618 | MD_C2 | 0.03402 |
| C1_C1 | -0.75981 | 0.16143 | C1_C1 | 0.64819 | C1_C1 | -0.82809 | 0.11306 | C1_C1 | 0.81939 |
| C4M_C4M | 0.41990 | 0.18952 | C4M_C4M | 0.78773 | C4M_C4M | 0.00569 | 0.69787 | C4M_C4M | 0.66226 |
| C5M_C5M | 0.49813 | 0.47321 | C5M_C5M | 0.52821 | C5M_C5M | | | C5M_C5M | |
| C2_LNF2 | -0.04116 | 0.21801 | C2_LNF2 | 0.85536 | C2_LNF2 | -0.01455 | 0.47868 | C2_LNF2 | 0.02150 |
| C1_C2 | -0.52354 | 0.19145 | C1_C2 | 0.60024 | C1_C2 | -0.34962 | 0.29625 | C1_C2 | 0.20640 |
| C1_C3 | 0.10241 | 0.64719 | C1_C3 | 0.11061 | C1_C3 | | | C1_C3 | |
| C3_C4M | -0.41202 | 0.28370 | C3_C4M | 0.59577 | C3_C4M | | | C3_C4M | |
| C3_C5M | 0.39953 | 0.29445 | C3_C5M | 0.62679 | C3_C5M | | | C3_C5M | |
| C4M_C5M | -0.91023 | 0.35772 | C4M_C5M | 0.63811 | C4M_C5M | | | C4M_C5M | |
| MD_LNF2 | 0.03785 | 0.34215 | MD_LNF2 | 0.80402 | MD_LNF2 | | | MD_LNF2 | |
| MD_F4 | 0.14983 | 0.00540 | MD_F4 | 0.57850 | MD_F4 | 0.15247 | 0.00300 | MD_F4 | 0.66939 |
| MD_F7 | 0.00657 | 0.23242 | MD_F7 | 0.00007 | MD_F7 | 0.00843 | 0.09024 | MD_F7 | 0.00032 |
| MD_F8 | 0.00556 | 0.01752 | MD_F8 | 0.91133 | MD_F8 | 0.00540 | 0.01889 | MD_F8 | 0.83446 |
| LNF2LNF2 | 0.00249 | 0.04016 | LNF2LNF2 | 0.00579 | LNF2LNF2 | 0.00311 | 0.00061 | LNF2LNF2 | 0.00059 |
| F4_F4 | 0.02700 | 0.05221 | F4_F4 | 0.89438 | F4_F4 | 0.02631 | 0.05482 | F4_F4 | 0.90753 |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.18129 | F7_F7 | 0.79138 | F7_F7 | -0.00001 | 0.07253 | F7_F7 | 0.86596 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.05050 | F8_F8 | 0.80116 | F8_F8 | 0.00000 | 0.05332 | F8_F8 | 0.82770 |
| LNF2_F7 | -0.00131 | 0.05409 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F7 | -0.00125 | 0.06404 | LNF2_F7 | 0.00001 |
| LNF2_F8 | 0.00272 | 0.06412 | LNF2_F8 | 0.61482 | LNF2_F8 | 0.00265 | 0.06733 | LNF2_F8 | 0.57679 |
| LNF2_F9 | 0.00029 | 0.28959 | LNF2_F9 | 0.26395 | LNF2_F9 | | | LNF2_F9 | |
| MOD_D1 | | 0.08176 | MOD_D1 | 0.46840 | MOD_D1 | | 0.07679 | MOD_D1 | 0.55407 |
| MOD_D2 | | 0.93544 | MOD_D2 | 0.10222 | MOD_D2 | | 0.90587 | MOD_D2 | 0.15889 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.63144 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.97326 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.62168 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.99021 |

Tabela A.4: Influência do controle acionário sobre o número de membros da diretoria executiva - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A2M R Squared = ,223 Adjusted R Squared = ,088 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A2M R Squared = ,210 Adjusted R Squared = ,099 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|---|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|---|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 2,62376 | 0,35188 | FACTOR1 | 0,14351 | Intercept | 2,01263 | 0,07405 | FACTOR1 | 0,53825 |
| MD_C1 | 1,28889 | 0,15524 | MD_C1 | 0,03842 | MD_C1 | 1,57746 | 0,04800 | MD_C1 | 0,75066 |
| MD_C2 | 0,00307 | 0,99655 | MD_C2 | 0,28252 | | | | | |
| MD_C3 | -0,03147 | 0,76537 | MD_C3 | 0,05286 | | | | | |
| MD_C4M | 0,15071 | 0,95381 | MD_C4M | 0,36057 | | | | | |
| MD_C5M | -0,56820 | 0,83532 | MD_C5M | 0,58614 | | | | | |
| C1_C1 | -1,04988 | 0,05389 | C1_C1 | 0,79244 | C1_C1 | -1,03273 | 0,05318 | C1_C1 | 0,80082 |
| C2_C2 | -0,20092 | 0,55928 | C2_C2 | 0,26278 | C2_C2 | -0,21959 | 0,30197 | C2_C2 | 0,34632 |
| C3_C3 | 0,00018 | 0,80973 | C3_C3 | 0,28910 | | | | | |
| C4M_C4M | 0,23460 | 0,69239 | C4M_C4M | 0,70289 | C4M_C4M | 0,24271 | 0,11056 | C4M_C4M | 0,60327 |
| C5M_C5M | 0,44838 | 0,12594 | C5M_C5M | 0,67534 | C5M_C5M | 0,35979 | 0,20524 | C5M_C5M | 0,40866 |
| C1_LNF2 | -0,00648 | 0,85018 | C1_LNF2 | 0,57846 | | | | | |
| C2_LNF2 | 0,03646 | 0,21416 | C2_LNF2 | 0,79705 | C2_LNF2 | 0,02328 | 0,22368 | C2_LNF2 | 0,52479 |
| C3_LNF2 | 0,00544 | 0,43454 | C3_LNF2 | 0,94681 | C3_LNF2 | -0,00067 | 0,69895 | | |
| C4M_LNF2 | -0,05921 | 0,09631 | C4M_LNF2 | 0,97486 | C4M_LNF2 | -0,05979 | 0,04858 | C4M_LNF2 | 0,76892 |
| C5M_LNF2 | 0,09403 | 0,03554 | C5M_LNF2 | 0,55165 | C5M_LNF2 | 0,06486 | 0,07523 | C5M_LNF2 | 0,80722 |
| C1_C2 | 0,37428 | 0,26483 | C1_C2 | 0,71562 | C1_C2 | 0,14184 | 0,58697 | | |
| C1_C3 | 0,03334 | 0,71671 | C1_C3 | 0,10962 | C1_C3 | 0,01694 | 0,75151 | | |
| C1_C4M | 0,12827 | 0,68765 | C1_C4M | 0,39329 | C1_C4M | 0,02168 | 0,94142 | | |
| C1_C5M | -0,12507 | 0,73306 | C1_C5M | 0,02688 | C1_C5M | -0,17567 | 0,60598 | | |
| C2_C3 | 0,00673 | 0,91819 | C2_C3 | 0,33484 | | | | | |
| C2_C4M | -0,10321 | 0,80055 | C2_C4M | 0,92857 | | | | | |
| C2_C5M | -0,12771 | 0,76060 | C2_C5M | 0,99149 | | | | | |
| C3_C4M | -0,02383 | 0,75831 | C3_C4M | 0,07532 | | | | | |
| C3_C5M | -0,00369 | 0,96176 | C3_C5M | 0,89900 | | | | | |
| C4M_C5M | -0,59463 | 0,42074 | C4M_C5M | 0,95497 | C4M_C5M | -0,54751 | 0,16080 | C4M_C5M | 0,51835 |
| MD_LNF2 | -0,05627 | 0,32869 | MD_LNF2 | 0,29392 | MD_LNF2 | -0,00104 | 0,98019 | | |
| MD_F4 | 0,07291 | 0,67529 | MD_F4 | 0,66134 | MD_F4 | 0,08106 | 0,45708 | MD_F4 | 0,18799 |
| MD_F7 | 0,00384 | 0,55389 | MD_F7 | 0,00001 | MD_F7 | 0,00694 | 0,20660 | MD_F7 | 0,00001 |
| MD_F8 | 0,00498 | 0,10931 | MD_F8 | 0,55918 | MD_F8 | 0,00528 | 0,04409 | MD_F8 | 0,57988 |
| MD_F9 | -0,00074 | 0,92270 | MD_F9 | 0,59935 | | | | | |
| LNF2LNF2 | 0,00231 | 0,18688 | LNF2LNF2 | 0,62895 | LNF2LNF2 | 0,00215 | 0,17204 | LNF2LNF2 | 0,01595 |
| F4_F4 | 0,02833 | 0,05400 | F4_F4 | 0,59116 | F4_F4 | 0,02977 | 0,03131 | F4_F4 | 0,67024 |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,47254 | F7_F7 | 0,93984 | F7_F7 | 0,00000 | 0,18299 | F7_F7 | 0,88950 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,05268 | F8_F8 | 0,91648 | F8_F8 | 0,00000 | 0,03120 | F8_F8 | 0,81275 |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,99126 | F9_F9 | 0,32512 | | | | | |
| LNF2_F4 | 0,01046 | 0,56536 | LNF2_F4 | 0,25529 | LNF2_F4 | 0,00864 | 0,43401 | LNF2_F4 | 0,07866 |
| LNF2_F7 | -0,00146 | 0,04683 | LNF2_F7 | 0,00000 | LNF2_F7 | -0,00152 | 0,02556 | LNF2_F7 | 0,00000 |
| LNF2_F8 | 0,00293 | 0,06718 | LNF2_F8 | 0,24013 | LNF2_F8 | 0,00308 | 0,03505 | LNF2_F8 | 0,24428 |
| LNF2_F9 | 0,00079 | 0,40274 | LNF2_F9 | 0,29372 | LNF2_F9 | 0,00040 | 0,15128 | LNF2_F9 | 0,22566 |
| C5MDC4M | -1,11556 | 0,67545 | C5MDC4M | 0,53038 | C5MDC4M | -1,22851 | 0,02425 | C5MDC4M | 0,48274 |
| MOD_D1 | | 0,09762 | MOD_D1 | 0,31830 | MOD_D1 | | 0,15241 | MOD_D1 | 0,41524 |
| MOD_D2 | | 0,92956 | MOD_D2 | 0,04159 | MOD_D2 | | 0,90290 | MOD_D2 | 0,06602 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,50393 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,93716 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,53318 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,96555 |

Tabela A.4: Influência do controle acionário sobre o número de membros da diretoria executiva - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A2M R Squared = .208 Adjusted R Squared = .108 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A2M R Squared = .185 Adjusted R Squared = .090 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 2.04304 | 0.05495 | FACTOR1 | 0.53825 | Intercept | 1.36491 | 0.18971 | FACTOR1 | 0.50945 |
| MD_C1 | 1.48086 | 0.03589 | MD_C1 | 0.75066 | MD_C1 | 1.34825 | 0.05802 | MD_C1 | 0.78320 |
| C1_C1 | -1.03503 | 0.04896 | C1_C1 | 0.80082 | C1_C1 | -0.93985 | 0.07615 | C1_C1 | 0.82870 |
| C2_C2 | -0.15013 | 0.37724 | C2_C2 | 0.34632 | | | | | |
| C4M_C4M | 0.26043 | 0.05019 | C4M_C4M | 0.60327 | C4M_C4M | 0.14111 | 0.24549 | C4M_C4M | 0.29858 |
| C5M_C5M | 0.33726 | 0.22240 | C5M_C5M | 0.40866 | C5M_C5M | 0.45323 | 0.09740 | C5M_C5M | 0.27268 |
| C2_LNF2 | 0.02359 | 0.18262 | C2_LNF2 | 0.52479 | C2_LNF2 | 0.01122 | 0.10434 | C2_LNF2 | 0.47474 |
| C4M_LNF2 | -0.06351 | 0.02381 | C4M_LNF2 | 0.76892 | C4M_LNF2 | -0.01055 | 0.45217 | C4M_LNF2 | 0.03879 |
| C5M_LNF2 | 0.06495 | 0.05472 | C5M_LNF2 | 0.80722 | | | | | |
| C4M_C5M | -0.56063 | 0.13474 | C4M_C5M | 0.51835 | C4M_C5M | -0.51050 | 0.17544 | C4M_C5M | 0.32603 |
| MD_F4 | 0.08832 | 0.33998 | MD_F4 | 0.18799 | MD_F7 | -0.00085 | 0.85908 | MD_F7 | 0.00032 |
| MD_F7 | 0.00735 | 0.17472 | MD_F7 | 0.00001 | MD_F8 | 0.00055 | 0.71624 | MD_F8 | 0.72594 |
| MD_F8 | 0.00549 | 0.03028 | MD_F8 | 0.57988 | | | | | |
| LNF2LNF2 | 0.00229 | 0.04920 | LNF2LNF2 | 0.01595 | LNF2LNF2 | 0.00315 | 0.00215 | LNF2LNF2 | 0.00058 |
| F4_F4 | 0.03082 | 0.02417 | F4_F4 | 0.67024 | F4_F4 | 0.00103 | 0.92070 | F4_F4 | 0.18808 |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.15324 | F7_F7 | 0.88950 | F7_F7 | 0.00000 | 0.84149 | F7_F7 | 0.84669 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.02412 | F8_F8 | 0.81275 | F8_F8 | 0.00000 | 0.90912 | F8_F8 | 0.84569 |
| LNF2_F4 | 0.00836 | 0.36114 | LNF2_F4 | 0.07866 | LNF2_F7 | -0.00011 | 0.84049 | LNF2_F7 | 0.00001 |
| LNF2_F7 | -0.00157 | 0.01943 | LNF2_F7 | 0.00000 | LNF2_F8 | 0.00008 | 0.94225 | LNF2_F8 | 0.29577 |
| LNF2_F8 | 0.00319 | 0.02710 | LNF2_F8 | 0.24428 | LNF2_F9 | 0.00026 | 0.33317 | LNF2_F9 | 0.11210 |
| LNF2_F9 | 0.00040 | 0.14600 | LNF2_F9 | 0.22566 | C5MDC4M | -0.69171 | 0.07495 | C5MDC4M | 0.23587 |
| C5MDC4M | -1.25166 | 0.00781 | C5MDC4M | 0.48274 | MOD_D1 | | 0.09399 | MOD_D1 | 0.51616 |
| MOD_D1 | | 0.13666 | MOD_D1 | 0.41524 | MOD_D2 | | 0.96947 | MOD_D2 | 0.08764 |
| MOD_D2 | | 0.91323 | MOD_D2 | 0.06602 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.52057 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.98147 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.51763 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.96555 | | | | | |

Tabela A.5: Influência do controle acionário sobre a superposição de conselho e diretoria - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A3RM R Squared = ,277 Adjusted R Squared = ,152 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A3RM R Squared = ,263 Adjusted R Squared = ,156 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | -2.14970 | 0.59663 | FACTOR1 | 0.01454 | Intercept | -1.05693 | 0.43410 | FACTOR1 | 0.00004 |
| MD_C1 | 0.82990 | 0.06811 | MD_C1 | 0.64860 | MD_C1 | 0.81271 | 0.05122 | MD_C1 | 0.32707 |
| MD_C2 | -0.06195 | 0.85858 | MD_C2 | 0.84538 | MD_C2 | | | | |
| MD_C3 | 0.24857 | 0.10149 | MD_C3 | 0.26535 | MD_C3 | 0.26391 | 0.06585 | MD_C3 | 0.24124 |
| MD_C4M | 4.77935 | 0.29368 | MD_C4M | 0.04782 | MD_C4M | 3.77088 | 0.01105 | MD_C4M | 0.00002 |
| MD_C5M | -4.12217 | 0.36547 | MD_C5M | 0.04912 | MD_C5M | -3.02634 | 0.04168 | MD_C5M | 0.00002 |
| C1_C1 | -0.29661 | 0.20883 | C1_C1 | 0.31670 | C1_C1 | -0.26584 | 0.25483 | C1_C1 | 0.20200 |
| C2_C2 | 0.34390 | 0.06089 | C2_C2 | 0.23818 | C2_C2 | 0.31047 | 0.02289 | C2_C2 | 0.04107 |
| C3_C3 | 0.00935 | 0.59859 | C3_C3 | 0.15920 | C3_C3 | 0.01150 | 0.48982 | C3_C3 | 0.24764 |
| C4M_C4M | -0.20486 | 0.81172 | C4M_C4M | 0.42472 | | | | | |
| C5M_C5M | 0.82612 | 0.12039 | C5M_C5M | 0.11997 | C5M_C5M | 0.74202 | 0.11035 | C5M_C5M | 0.00234 |
| C1_LNF2 | -0.00091 | 0.94726 | C1_LNF2 | 0.57023 | | | | | |
| C2_LNF2 | -0.00270 | 0.86943 | C2_LNF2 | 0.78273 | | | | | |
| C3_LNF2 | -0.01034 | 0.19496 | C3_LNF2 | 0.80063 | C3_LNF2 | -0.01270 | 0.05958 | C3_LNF2 | 0.63799 |
| C4M_LNF2 | -0.14714 | 0.06367 | C4M_LNF2 | 0.48089 | C4M_LNF2 | -0.15875 | 0.02963 | C4M_LNF2 | 0.52077 |
| C5M_LNF2 | 0.12849 | 0.10640 | C5M_LNF2 | 0.33559 | C5M_LNF2 | 0.13452 | 0.06757 | C5M_LNF2 | 0.40053 |
| C1_C2 | -0.21062 | 0.27869 | C1_C2 | 0.30665 | C1_C2 | -0.26119 | 0.10475 | C1_C2 | 0.10032 |
| C1_C3 | 0.07951 | 0.55090 | C1_C3 | 0.29392 | C1_C3 | 0.09957 | 0.44771 | C1_C3 | 0.28882 |
| C1_C4M | -1.37954 | 0.04240 | C1_C4M | 0.00000 | C1_C4M | -1.40724 | 0.02999 | C1_C4M | 0.00000 |
| C1_C5M | 1.18213 | 0.08443 | C1_C5M | 0.00000 | C1_C5M | 1.20471 | 0.06528 | C1_C5M | 0.00000 |
| C2_C3 | -0.16548 | 0.06602 | C2_C3 | 0.00714 | C2_C3 | -0.16572 | 0.05654 | C2_C3 | 0.00727 |
| C2_C4M | 0.93644 | 0.18300 | C2_C4M | 0.00000 | C2_C4M | 0.83236 | 0.20536 | C2_C4M | 0.00000 |
| C2_C5M | -1.01521 | 0.14551 | C2_C5M | 0.00000 | C2_C5M | -0.92225 | 0.16013 | C2_C5M | 0.00000 |
| C3_C4M | 0.11992 | 0.66860 | C3_C4M | 0.00000 | C3_C4M | 0.12695 | 0.64190 | C3_C4M | 0.00000 |
| C3_C5M | -0.15109 | 0.58898 | C3_C5M | 0.00000 | C3_C5M | -0.16077 | 0.55451 | C3_C5M | 0.00000 |
| C4M_C5M | -0.70882 | 0.35853 | C4M_C5M | 0.57766 | C4M_C5M | -0.83126 | 0.07594 | C4M_C5M | 0.00207 |
| MD_LNF2 | 0.03368 | 0.25790 | MD_LNF2 | 0.70493 | MD_LNF2 | 0.04085 | 0.01066 | MD_LNF2 | 0.27209 |
| MD_F4 | 0.03483 | 0.62374 | MD_F4 | 0.86646 | MD_F4 | 0.01568 | 0.36045 | MD_F4 | 0.58876 |
| MD_F7 | -0.00109 | 0.68012 | MD_F7 | 0.86810 | MD_F7 | -0.00037 | 0.01149 | MD_F7 | 0.44314 |
| MD_F8 | 0.00101 | 0.43522 | MD_F8 | 0.12026 | MD_F8 | 0.00057 | 0.07065 | MD_F8 | 0.00014 |
| MD_F9 | -0.00012 | 0.96898 | MD_F9 | 0.87842 | | | | | |
| LNF2LNF2 | -0.00011 | 0.87315 | LNF2LNF2 | 0.94218 | | | | | |
| F4_F4 | 0.00198 | 0.74308 | F4_F4 | 0.10144 | F4_F4 | 0.00042 | 0.09132 | F4_F4 | 0.29908 |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.83205 | F7_F7 | 0.07327 | | | | | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.71814 | F8_F8 | 0.05947 | F8_F8 | 0.00000 | 0.07067 | F8_F8 | 0.11317 |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.90491 | F9_F9 | 0.86867 | | | | | |
| LNF2_F4 | -0.00135 | 0.85494 | LNF2_F4 | 0.69380 | | | | | |
| LNF2_F7 | -0.00009 | 0.77525 | LNF2_F7 | 0.67524 | | | | | |
| LNF2_F8 | 0.00015 | 0.82391 | LNF2_F8 | 0.20769 | | | | | |
| LNF2_F9 | 0.00032 | 0.41505 | LNF2_F9 | 0.79093 | LNF2_F9 | 0.00012 | 0.11358 | LNF2_F9 | 0.40963 |
| C5MDC4M | 2.36662 | 0.56106 | C5MDC4M | 0.01401 | C5MDC4M | 1.11745 | 0.38558 | C5MDC4M | 0.00005 |
| MOD_D1 | | 0.01392 | MOD_D1 | 0.00421 | MOD_D1 | | 0.01233 | MOD_D1 | 0.00186 |
| MOD_D2 | | 0.00364 | MOD_D2 | 0.87180 | MOD_D2 | | 0.00306 | MOD_D2 | 0.63396 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.85028 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.94349 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.85390 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.74277 |

Tabela A.5: Influência do controle acionário sobre a superposição de conselho e diretoria - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A3RA R Squared = .262 Adjusted R Squared = .158 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A3RA R Squared = .259 Adjusted R Squared = .159 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | -1.05633 | 0.43367 | FACTOR1 | 0.14451 | Intercept | 0.11349 | 0.81033 | FACTOR1 | 0.04166 |
| MD_C1 | 0.77549 | 0.06061 | MD_C1 | 0.32601 | MD_C1 | 0.94359 | 0.01039 | MD_C1 | 0.46347 |
| MD_C3 | 0.18160 | 0.08851 | MD_C3 | 0.07950 | MD_C3 | 0.23065 | 0.01633 | MD_C3 | 0.14568 |
| MD_C4M | 3.84628 | 0.00867 | MD_C4M | 0.09671 | MD_C4M | 2.75648 | 0.00654 | MD_C4M | 0.42158 |
| MD_C5M | -3.17439 | 0.03023 | MD_C5M | 0.09452 | MD_C5M | -2.0901 | 0.03839 | MD_C5M | 0.38302 |
| C1_C1 | -0.27308 | 0.24049 | C1_C1 | 0.12755 | C1_C1 | -0.33149 | 0.13229 | C1_C1 | 0.24772 |
| C2_C2 | 0.32226 | 0.01721 | C2_C2 | 0.04496 | C2_C2 | 0.29972 | 0.02093 | C2_C2 | 0.03099 |
| C3_C3 | 0.01732 | 0.20931 | C3_C3 | 0.12664 | C3_C3 | 0.01692 | 0.21931 | C3_C3 | 0.20987 |
| C5M_C5M | 0.72349 | 0.11859 | C5M_C5M | 0.48111 | C5M_C5M | 0.41941 | 0.26257 | C5M_C5M | 0.33243 |
| C3_LNF2 | -0.01164 | 0.07228 | C3_LNF2 | 0.49399 | C3_LNF2 | -0.0114 | 0.07486 | C3_LNF2 | 0.40904 |
| C4M_LNF2 | -0.16401 | 0.02179 | C4M_LNF2 | 0.48918 | C4M_LNF2 | -0.1699 | 0.01612 | C4M_LNF2 | 0.20943 |
| C5M_LNF2 | 0.14066 | 0.05091 | C5M_LNF2 | 0.36993 | C5M_LNF2 | 0.1448 | 0.03916 | C5M_LNF2 | 0.13466 |
| C1_C2 | -0.25355 | 0.11284 | C1_C2 | 0.03677 | C1_C2 | -0.1967 | 0.16295 | C1_C2 | 0.11305 |
| C1_C3 | 0.11154 | 0.38395 | C1_C3 | 0.23032 | C1_C3 | | | C1_C3 | |
| C1_C4M | -1.44204 | 0.02560 | C1_C4M | 0.00000 | C1_C4M | -1.007 | 0.02259 | C1_C4M | 0.00000 |
| C1_C5M | 1.25820 | 0.05281 | C1_C5M | 0.00000 | C1_C5M | 0.80398 | 0.06853 | C1_C5M | 0.00000 |
| C2_C3 | -0.16844 | 0.05146 | C2_C3 | 0.00568 | C2_C3 | -0.1717 | 0.04480 | C2_C3 | 0.00460 |
| C2_C4M | 1.08442 | 0.02884 | C2_C4M | 0.00001 | C2_C4M | 0.8238 | 0.05061 | C2_C4M | 0.00000 |
| C2_C5M | -1.19034 | 0.01712 | C2_C5M | 0.00002 | C2_C5M | -0.9202 | 0.03043 | C2_C5M | 0.00000 |
| C4M_C5M | -0.80486 | 0.08462 | C4M_C5M | 0.44306 | C4M_C5M | -0.4987 | 0.18736 | C4M_C5M | 0.37349 |
| MD_LNF2 | 0.03869 | 0.01389 | MD_LNF2 | 0.26239 | MD_LNF2 | 0.039 | 0.01194 | MD_LNF2 | 0.27051 |
| MD_F4 | 0.01542 | 0.36744 | MD_F4 | 0.27406 | MD_F4 | | | MD_F4 | |
| MD_F7 | -0.00036 | 0.01427 | MD_F7 | 0.45531 | MD_F7 | -0.00027 | 0.01411 | MD_F7 | 0.43722 |
| MD_F8 | 0.00055 | 0.07788 | MD_F8 | 0.00040 | MD_F8 | 0.00036 | 0.11964 | MD_F8 | 0.00050 |
| F4_F4 | 0.00041 | 0.09949 | F4_F4 | 0.16834 | F4_F4 | 0.00023 | 0.13095 | F4_F4 | 0.11865 |
| FB_F8 | 0.00000 | 0.07803 | FB_F8 | 0.16150 | FB_F8 | -7.6E-09 | 0.12042 | FB_F8 | 0.16266 |
| LNF2_F9 | 0.00012 | 0.10957 | LNF2_F9 | 0.43465 | LNF2_F9 | 9.3E-05 | 0.16649 | LNF2_F9 | 0.46531 |
| C5MDC4M | 1.23105 | 0.33599 | C5MDC4M | 0.14694 | C5MDC4M | | | C5MDC4M | |
| MOD_D1 | | 0.01260 | MOD_D1 | 0.00208 | MOD_D1 | | 0.01107 | MOD_D1 | 0.00254 |
| MOD_D2 | | 0.00238 | MOD_D2 | 0.76148 | MOD_D2 | | 0.00262 | MOD_D2 | 0.79158 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.85338 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.85510 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.87368 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.83661 |

Tabela A.6: Influência do controle acionário sobre a superposição de conselho e diretoria - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A3RM R Squared = ,279 Adjusted R Squared = ,154 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A3RM R Squared = ,278 Adjusted R Squared = ,166 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------------|----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------------|----------------|--|----------------|-----------------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 2.17177 | 0.06256 | FACTOR1 | 0.71705 | Intercept | 2.15574 | 0.05437 | FACTOR1 | 0.41545 | Intercept | 2.15574 | 0.05437 | FACTOR1 | 0.41545 | |
| MD_C1 | 0.72149 | 0.05440 | MD_C1 | 0.99651 | MD_C1 | 0.76014 | 0.02842 | MD_C1 | 0.91714 | MD_C1 | 0.76014 | 0.02842 | MD_C1 | 0.91714 | |
| MD_C2 | 0.21047 | 0.47335 | MD_C2 | 0.57134 | MD_C2 | 0.19225 | 0.41504 | MD_C2 | 0.04836 | MD_C2 | 0.19225 | 0.41504 | MD_C2 | 0.04836 | |
| MD_C3 | -0.01127 | 0.79583 | MD_C3 | 0.03051 | MD_C3 | | | MD_C3 | | MD_C3 | | | MD_C3 | | |
| MD_C4M | -0.78767 | 0.46388 | MD_C4M | 0.58998 | MD_C4M | -0.77419 | 0.45352 | MD_C4M | 0.54701 | MD_C4M | -0.77419 | 0.45352 | MD_C4M | 0.54701 | |
| MD_C5M | 1.07587 | 0.34101 | MD_C5M | 0.45997 | MD_C5M | 1.06953 | 0.32232 | MD_C5M | 0.46870 | MD_C5M | 1.06953 | 0.32232 | MD_C5M | 0.46870 | |
| C1_C1 | -0.35114 | 0.11842 | C1_C1 | 0.71787 | C1_C1 | -0.35174 | 0.11119 | C1_C1 | 0.58533 | C1_C1 | -0.35174 | 0.11119 | C1_C1 | 0.58533 | |
| C2_C2 | -0.09546 | 0.50200 | C2_C2 | 0.94022 | C2_C2 | -0.08645 | 0.51381 | C2_C2 | 0.84745 | C2_C2 | -0.08645 | 0.51381 | C2_C2 | 0.84745 | |
| C3_C3 | -0.00057 | 0.06278 | C3_C3 | 0.00000 | C3_C3 | -0.00055 | 0.02638 | C3_C3 | 0.00000 | C3_C3 | -0.00055 | 0.02638 | C3_C3 | 0.00000 | |
| C4M_C4M | 0.30556 | 0.21274 | C4M_C4M | 0.30622 | C4M_C4M | 0.30223 | 0.20991 | C4M_C4M | 0.23251 | C4M_C4M | 0.30223 | 0.20991 | C4M_C4M | 0.23251 | |
| C5M_C5M | 0.15362 | 0.20431 | C5M_C5M | 0.32619 | C5M_C5M | 0.15223 | 0.20036 | C5M_C5M | 0.19478 | C5M_C5M | 0.15223 | 0.20036 | C5M_C5M | 0.19478 | |
| C1_LNF2 | 0.00464 | 0.74335 | C1_LNF2 | 0.47432 | C1_LNF2 | 0.00345 | 0.75278 | C1_LNF2 | 0.06203 | C1_LNF2 | 0.00345 | 0.75278 | C1_LNF2 | 0.06203 | |
| C2_LNF2 | 0.00380 | 0.75373 | C2_LNF2 | 0.06843 | C2_LNF2 | | | C2_LNF2 | | C2_LNF2 | | | C2_LNF2 | | |
| C3_LNF2 | 0.00085 | 0.76722 | C3_LNF2 | 0.40612 | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | | |
| C4M_LNF2 | -0.02786 | 0.05836 | C4M_LNF2 | 0.62619 | C4M_LNF2 | -0.02731 | 0.04387 | C4M_LNF2 | 0.47472 | C4M_LNF2 | -0.02731 | 0.04387 | C4M_LNF2 | 0.47472 | |
| C5M_LNF2 | 0.02353 | 0.20225 | C5M_LNF2 | 0.72954 | C5M_LNF2 | 0.02311 | 0.16956 | C5M_LNF2 | 0.47816 | C5M_LNF2 | 0.02311 | 0.16956 | C5M_LNF2 | 0.47816 | |
| C1_C2 | 0.03828 | 0.78240 | C1_C2 | 0.23333 | C1_C2 | | | C1_C2 | | C1_C2 | | | C1_C2 | | |
| C1_C3 | -0.07118 | 0.06130 | C1_C3 | 0.17151 | C1_C3 | -0.06710 | 0.05972 | C1_C3 | 0.40899 | C1_C3 | -0.06710 | 0.05972 | C1_C3 | 0.40899 | |
| C1_C4M | -0.14113 | 0.28464 | C1_C4M | 0.36985 | C1_C4M | -0.15106 | 0.05187 | C1_C4M | 0.13704 | C1_C4M | -0.15106 | 0.05187 | C1_C4M | 0.13704 | |
| C1_C5M | -0.00692 | 0.96356 | C1_C5M | 0.93116 | C1_C5M | | | C1_C5M | | C1_C5M | | | C1_C5M | | |
| C2_C3 | 0.03886 | 0.15172 | C2_C3 | 0.00000 | C2_C3 | 0.03367 | 0.01004 | C2_C3 | 0.00000 | C2_C3 | 0.03367 | 0.01004 | C2_C3 | 0.00000 | |
| C2_C4M | -0.16117 | 0.33992 | C2_C4M | 0.18780 | C2_C4M | -0.16059 | 0.32374 | C2_C4M | 0.09475 | C2_C4M | -0.16059 | 0.32374 | C2_C4M | 0.09475 | |
| C2_C5M | 0.11911 | 0.49168 | C2_C5M | 0.14210 | C2_C5M | 0.11606 | 0.49460 | C2_C5M | 0.13886 | C2_C5M | 0.11606 | 0.49460 | C2_C5M | 0.13886 | |
| C3_C4M | 0.03607 | 0.26005 | C3_C4M | 0.14688 | C3_C4M | 0.03538 | 0.24571 | C3_C4M | 0.28605 | C3_C4M | 0.03538 | 0.24571 | C3_C4M | 0.28605 | |
| C3_C5M | -0.02344 | 0.46169 | C3_C5M | 0.11358 | C3_C5M | -0.02291 | 0.43251 | C3_C5M | 0.10812 | C3_C5M | -0.02291 | 0.43251 | C3_C5M | 0.10812 | |
| C4M_C5M | -0.50417 | 0.09889 | C4M_C5M | 0.20509 | C4M_C5M | -0.50083 | 0.09455 | C4M_C5M | 0.13491 | C4M_C5M | -0.50083 | 0.09455 | C4M_C5M | 0.13491 | |
| MD_LNF2 | 0.00054 | 0.98174 | MD_LNF2 | 0.72443 | MD_LNF2 | | | MD_LNF2 | | MD_LNF2 | | | MD_LNF2 | | |
| MD_F4 | 0.04669 | 0.51623 | MD_F4 | 0.92477 | MD_F4 | 0.04763 | 0.50042 | MD_F4 | 0.43389 | MD_F4 | 0.04763 | 0.50042 | MD_F4 | 0.43389 | |
| MD_F7 | -0.00271 | 0.31154 | MD_F7 | 0.90152 | MD_F7 | -0.00202 | 0.15046 | MD_F7 | 0.36995 | MD_F7 | -0.00202 | 0.15046 | MD_F7 | 0.36995 | |
| MD_F8 | 0.00066 | 0.60778 | MD_F8 | 0.03071 | MD_F8 | 0.00092 | 0.33372 | MD_F8 | 0.00033 | MD_F8 | 0.00092 | 0.33372 | MD_F8 | 0.00033 | |
| MD_F9 | 0.00122 | 0.69681 | MD_F9 | 0.76040 | MD_F9 | 0.00090 | 0.76213 | MD_F9 | 0.69379 | MD_F9 | 0.00090 | 0.76213 | MD_F9 | 0.69379 | |
| LNF2LNF2 | -0.00026 | 0.71687 | LNF2LNF2 | 0.92578 | LNF2LNF2 | -0.00026 | 0.65117 | LNF2LNF2 | 0.62642 | LNF2LNF2 | -0.00026 | 0.65117 | LNF2LNF2 | 0.62642 | |
| F4_F4 | -0.00202 | 0.73921 | F4_F4 | 0.12878 | F4_F4 | -0.00028 | 0.29432 | F4_F4 | 0.14936 | F4_F4 | -0.00028 | 0.29432 | F4_F4 | 0.14936 | |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.40313 | F7_F7 | 0.06412 | F7_F7 | 0.00000 | 0.22384 | F7_F7 | 0.54401 | F7_F7 | 0.00000 | 0.22384 | F7_F7 | 0.54401 | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.77246 | F8_F8 | 0.04777 | F8_F8 | | | F8_F8 | | F8_F8 | | | F8_F8 | | |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.57036 | F9_F9 | 0.66054 | F9_F9 | 0.00000 | 0.62844 | F9_F9 | 0.95266 | F9_F9 | 0.00000 | 0.62844 | F9_F9 | 0.95266 | |
| LNF2_F4 | -0.00439 | 0.55963 | LNF2_F4 | 0.71381 | LNF2_F4 | -0.00413 | 0.57472 | LNF2_F4 | 0.21966 | LNF2_F4 | -0.00413 | 0.57472 | LNF2_F4 | 0.21966 | |
| LNF2_F7 | 0.00010 | 0.73064 | LNF2_F7 | 0.68047 | LNF2_F7 | 0.00002 | 0.70990 | LNF2_F7 | 0.28844 | LNF2_F7 | 0.00002 | 0.70990 | LNF2_F7 | 0.28844 | |
| LNF2_F8 | -0.00030 | 0.64847 | LNF2_F8 | 0.06136 | LNF2_F8 | -0.00012 | 0.33476 | LNF2_F8 | 0.01391 | LNF2_F8 | -0.00012 | 0.33476 | LNF2_F8 | 0.01391 | |
| LNF2_F9 | 0.00017 | 0.66658 | LNF2_F9 | 0.76679 | LNF2_F9 | 0.00020 | 0.58637 | LNF2_F9 | 0.42889 | LNF2_F9 | 0.00020 | 0.58637 | LNF2_F9 | 0.42889 | |
| C5MDC4M | -1.44373 | 0.19011 | C5MDC4M | 0.45749 | C5MDC4M | -1.43524 | 0.18280 | C5MDC4M | 0.39064 | C5MDC4M | -1.43524 | 0.18280 | C5MDC4M | 0.39064 | |
| MOD_D1 | | 0.02369 | MOD_D1 | 0.00247 | MOD_D1 | | 0.01847 | MOD_D1 | 0.00475 | MOD_D1 | | 0.01847 | MOD_D1 | 0.00475 | |
| MOD_D2 | | 0.00095 | MOD_D2 | 0.82888 | MOD_D2 | | 0.00056 | MOD_D2 | 0.70853 | MOD_D2 | | 0.00056 | MOD_D2 | 0.70853 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.77144 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.83929 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.74132 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.78098 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.74132 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.78098 | |

Tabela A.6: Influência do controle acionário sobre a superposição de conselho e diretoria - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A3RA R Squared = .257 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A3RA R Squared = .218 Adjusted R Squared = .155 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|---|----------|---------|--------------------------------------|---------|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 2,11803 | 0,05840 | FACTOR1 | 0,59138 | Intercept | 1,27453 | 0,00223 | FACTOR1 | 0,66810 |
| MD_C1 | 0,77132 | 0,01926 | MD_C1 | 0,37020 | MD_C1 | 0,39142 | 0,14366 | MD_C1 | 0,03413 |
| MD_C2 | 0,02629 | 0,84139 | MD_C2 | 0,00185 | | | | | |
| MD_C4M | -0,66140 | 0,52041 | MD_C4M | 0,75474 | | | | | |
| MD_C5M | 0,92569 | 0,38718 | MD_C5M | 0,71177 | | | | | |
| C1_C1 | -0,33211 | 0,13383 | C1_C1 | 0,45704 | C1_C1 | -0,21094 | 0,24844 | C1_C1 | 0,10292 |
| C3_C3 | -0,00056 | 0,02462 | C3_C3 | 0,00000 | C3_C3 | -0,0003 | 0,00475 | C3_C3 | 0,00000 |
| C4M_C4M | 0,27417 | 0,25312 | C4M_C4M | 0,42131 | | | | | |
| C5M_C5M | 0,14197 | 0,23379 | C5M_C5M | 0,26741 | C5M_C5M | 0,0922 | 0,16300 | C5M_C5M | 0,99912 |
| C4M_LNF2 | -0,03039 | 0,02216 | C4M_LNF2 | 0,39004 | C4M_LNF2 | -0,00697 | 0,31846 | C4M_LNF2 | 0,87817 |
| C5M_LNF2 | 0,02603 | 0,07170 | C5M_LNF2 | 0,40060 | C5M_LNF2 | 0,00207 | 0,78616 | C5M_LNF2 | 0,80933 |
| C1_C3 | -0,06527 | 0,06458 | C1_C3 | 0,34161 | C1_C3 | -0,01186 | 0,19039 | C1_C3 | 0,32768 |
| C1_C4M | -0,14981 | 0,05287 | C1_C4M | 0,27607 | C1_C4M | -0,06337 | 0,24174 | C1_C4M | 0,19367 |
| C2_C3 | 0,03359 | 0,00932 | C2_C3 | 0,00000 | C2_C3 | 0,02455 | 0,00136 | C2_C3 | 0,00000 |
| C2_C4M | -0,12688 | 0,40794 | C2_C4M | 0,11607 | | | | | |
| C2_C5M | 0,12327 | 0,46416 | C2_C5M | 0,16217 | | | | | |
| C3_C4M | 0,03096 | 0,30504 | C3_C4M | 0,37852 | | | | | |
| C3_C5M | -0,01828 | 0,52728 | C3_C5M | 0,14735 | | | | | |
| C4M_C5M | -0,45901 | 0,12427 | C4M_C5M | 0,26485 | C4M_C5M | -0,06762 | 0,29983 | C4M_C5M | 0,99763 |
| MD_F4 | 0,00424 | 0,78526 | MD_F4 | 0,85119 | | | | | |
| MD_F7 | -0,00009 | 0,93120 | MD_F7 | 0,19250 | | | | | |
| MD_F8 | 0,00032 | 0,25359 | MD_F8 | 0,00017 | | | | | |
| F4_F4 | -0,00012 | 0,21297 | F4_F4 | 0,38420 | F4_F4 | -4,2E-06 | 0,09549 | F4_F4 | 0,28356 |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,94943 | F7_F7 | 0,00213 | | | | | |
| LNF2_F8 | -0,00004 | 0,25558 | LNF2_F8 | 0,00579 | | | | | |
| LNF2_F9 | 0,00009 | 0,38148 | LNF2_F9 | 0,37481 | | | | | |
| C5MDC4M | -1,34375 | 0,21097 | C5MDC4M | 0,58423 | C5MDC4M | -0,2247 | 0,12147 | C5MDC4M | 0,40461 |
| MOD_D1 | 0,01648 | 0,01648 | MOD_D1 | 0,00085 | MOD_D1 | 0,01436 | 0,01436 | MOD_D1 | 0,11531 |
| MOD_D2 | 0,00079 | 0,00079 | MOD_D2 | 0,34239 | MOD_D2 | 0,00069 | 0,00069 | MOD_D2 | 0,90357 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0,78180 | 0,78180 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,58231 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,73340 | 0,73340 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,24473 |

Tabela A.7: Influência do controle acionário sobre a separação dos cargos de *chairman* e *CEO* - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A4 R Squared = .177 Adjusted R Squared = .034 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A4 R Squared = .172 Adjusted R Squared = .054 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------|---------|--|---------|-----------------|----------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 1.73892 | 0.85983 | FACTOR1 | 0.48218 | Intercept | 0.84842 | 0.45278 | FACTOR1 | 0.69714 | Intercept | 0.84842 | 0.45278 | FACTOR1 | 0.69714 | |
| MD_C1 | -2.09434 | 0.05763 | MD_C1 | 0.78567 | MD_C1 | -2.11033 | 0.04221 | MD_C1 | 0.80209 | MD_C1 | -2.11033 | 0.04221 | MD_C1 | 0.80209 | |
| MD_C2 | 0.68941 | 0.41364 | MD_C2 | 0.82024 | MD_C2 | 0.58742 | 0.34312 | MD_C2 | 0.43613 | MD_C2 | 0.58742 | 0.34312 | MD_C2 | 0.43613 | |
| MD_C3 | -0.63286 | 0.08553 | MD_C3 | 0.94252 | MD_C3 | -0.55371 | 0.03380 | MD_C3 | 0.70143 | MD_C3 | -0.55371 | 0.03380 | MD_C3 | 0.70143 | |
| MD_C4M | 2.86007 | 0.79539 | MD_C4M | 0.64485 | MD_C4M | | | MD_C4M | | MD_C4M | | | MD_C4M | | |
| MD_C5M | -2.99971 | 0.78583 | MD_C5M | 0.65233 | MD_C5M | | | MD_C5M | | MD_C5M | | | MD_C5M | | |
| C1_C1 | 0.57816 | 0.31216 | C1_C1 | 0.98783 | C1_C1 | 0.60809 | 0.27156 | C1_C1 | 0.93390 | C1_C1 | 0.60809 | 0.27156 | C1_C1 | 0.93390 | |
| C2_C2 | -0.70027 | 0.11526 | C2_C2 | 0.04756 | C2_C2 | -0.69254 | 0.09853 | C2_C2 | 0.06695 | C2_C2 | -0.69254 | 0.09853 | C2_C2 | 0.06695 | |
| C3_C3 | -0.00026 | 0.99517 | C3_C3 | 0.31923 | C3_C3 | | | C3_C3 | | C3_C3 | | | C3_C3 | | |
| C4M_C4M | -0.22741 | 0.91315 | C4M_C4M | 0.94846 | C4M_C4M | | | C4M_C4M | | C4M_C4M | | | C4M_C4M | | |
| C5M_C5M | 1.11444 | 0.38709 | C5M_C5M | 0.88147 | C5M_C5M | 1.01332 | 0.06226 | C5M_C5M | 0.78273 | C5M_C5M | 1.01332 | 0.06226 | C5M_C5M | 0.78273 | |
| C1_LNF2 | 0.03356 | 0.31281 | C1_LNF2 | 0.77266 | C1_LNF2 | 0.03385 | 0.28782 | C1_LNF2 | 0.26626 | C1_LNF2 | 0.03385 | 0.28782 | C1_LNF2 | 0.26626 | |
| C2_LNF2 | 0.02099 | 0.59830 | C2_LNF2 | 0.56488 | C2_LNF2 | 0.02855 | 0.41588 | C2_LNF2 | 0.58696 | C2_LNF2 | 0.02855 | 0.41588 | C2_LNF2 | 0.58696 | |
| C3_LNF2 | 0.00763 | 0.69292 | C3_LNF2 | 0.98277 | C3_LNF2 | 0.00174 | 0.91176 | C3_LNF2 | 0.86691 | C3_LNF2 | 0.00174 | 0.91176 | C3_LNF2 | 0.86691 | |
| C4M_LNF2 | -0.14128 | 0.46202 | C4M_LNF2 | 0.90587 | C4M_LNF2 | 0.08491 | 0.26308 | C4M_LNF2 | 0.46901 | C4M_LNF2 | 0.08491 | 0.26308 | C4M_LNF2 | 0.46901 | |
| C5M_LNF2 | 0.13478 | 0.48433 | C5M_LNF2 | 0.90875 | C5M_LNF2 | -0.09790 | 0.19238 | C5M_LNF2 | 0.38108 | C5M_LNF2 | -0.09790 | 0.19238 | C5M_LNF2 | 0.38108 | |
| C1_C2 | 0.04483 | 0.92418 | C1_C2 | 0.23951 | C1_C2 | | | C1_C2 | | C1_C2 | | | C1_C2 | | |
| C1_C3 | 0.60800 | 0.06040 | C1_C3 | 0.82389 | C1_C3 | 0.62628 | 0.02163 | C1_C3 | 0.80360 | C1_C3 | 0.62628 | 0.02163 | C1_C3 | 0.80360 | |
| C1_C4M | -0.25186 | 0.87827 | C1_C4M | 0.00004 | C1_C4M | | | C1_C4M | | C1_C4M | | | C1_C4M | | |
| C1_C5M | 0.56432 | 0.73366 | C1_C5M | 0.00005 | C1_C5M | 0.29718 | 0.12265 | C1_C5M | 0.89830 | C1_C5M | 0.29718 | 0.12265 | C1_C5M | 0.89830 | |
| C2_C3 | 0.18955 | 0.38446 | C2_C3 | 0.07394 | C2_C3 | 0.17564 | 0.37829 | C2_C3 | 0.14721 | C2_C3 | 0.17564 | 0.37829 | C2_C3 | 0.14721 | |
| C2_C4M | 1.07526 | 0.52798 | C2_C4M | 0.00063 | C2_C4M | 0.73805 | 0.45114 | C2_C4M | 0.01627 | C2_C4M | 0.73805 | 0.45114 | C2_C4M | 0.01627 | |
| C2_C5M | -1.23681 | 0.46417 | C2_C5M | 0.00085 | C2_C5M | -0.87318 | 0.36593 | C2_C5M | 0.03258 | C2_C5M | -0.87318 | 0.36593 | C2_C5M | 0.03258 | |
| C3_C4M | -0.15337 | 0.82134 | C3_C4M | 0.00076 | C3_C4M | | | C3_C4M | | C3_C4M | | | C3_C4M | | |
| C3_C5M | 0.16649 | 0.80600 | C3_C5M | 0.00164 | C3_C5M | | | C3_C5M | | C3_C5M | | | C3_C5M | | |
| C4M_C5M | -0.83581 | 0.65510 | C4M_C5M | 0.98915 | C4M_C5M | -0.98101 | 0.07031 | C4M_C5M | 0.82168 | C4M_C5M | -0.98101 | 0.07031 | C4M_C5M | 0.82168 | |
| MD_LNF2 | -0.02496 | 0.72936 | MD_LNF2 | 0.80956 | MD_LNF2 | -0.01206 | 0.85199 | MD_LNF2 | 0.40943 | MD_LNF2 | -0.01206 | 0.85199 | MD_LNF2 | 0.40943 | |
| MD_F4 | -0.14840 | 0.38885 | MD_F4 | 0.10655 | MD_F4 | -0.14143 | 0.18909 | MD_F4 | 0.52573 | MD_F4 | -0.14143 | 0.18909 | MD_F4 | 0.52573 | |
| MD_F7 | -0.00880 | 0.17117 | MD_F7 | 0.00421 | MD_F7 | -0.00637 | 0.20789 | MD_F7 | 0.00621 | MD_F7 | -0.00637 | 0.20789 | MD_F7 | 0.00621 | |
| MD_F8 | -0.00442 | 0.15742 | MD_F8 | 0.04864 | MD_F8 | -0.00405 | 0.13083 | MD_F8 | 0.09886 | MD_F8 | -0.00405 | 0.13083 | MD_F8 | 0.09886 | |
| MD_F9 | -0.00050 | 0.94458 | MD_F9 | 0.42684 | MD_F9 | | | MD_F9 | | MD_F9 | | | MD_F9 | | |
| LNF2LNF2 | 0.00075 | 0.66492 | LNF2LNF2 | 0.60517 | LNF2LNF2 | 0.00050 | 0.75492 | LNF2LNF2 | 0.12570 | LNF2LNF2 | 0.00050 | 0.75492 | LNF2LNF2 | 0.12570 | |
| F4_F4 | -0.01695 | 0.24682 | F4_F4 | 0.48399 | F4_F4 | -0.01508 | 0.28199 | F4_F4 | 0.71687 | F4_F4 | -0.01508 | 0.28199 | F4_F4 | 0.71687 | |
| F7_F7 | 0.00001 | 0.13032 | F7_F7 | 0.02703 | F7_F7 | 0.00000 | 0.17165 | F7_F7 | 0.06754 | F7_F7 | 0.00000 | 0.17165 | F7_F7 | 0.06754 | |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.23034 | F8_F8 | 0.02868 | F8_F8 | 0.00000 | 0.26725 | F8_F8 | 0.06641 | F8_F8 | 0.00000 | 0.26725 | F8_F8 | 0.06641 | |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.96900 | F9_F9 | 0.78052 | F9_F9 | | | F9_F9 | | F9_F9 | | | F9_F9 | | |
| LNF2_F4 | 0.01418 | 0.42791 | LNF2_F4 | 0.05998 | LNF2_F4 | 0.01375 | 0.19390 | LNF2_F4 | 0.40926 | LNF2_F4 | 0.01375 | 0.19390 | LNF2_F4 | 0.40926 | |
| LNF2_F7 | 0.00075 | 0.30487 | LNF2_F7 | 0.00577 | LNF2_F7 | 0.00068 | 0.31978 | LNF2_F7 | 0.00865 | LNF2_F7 | 0.00068 | 0.31978 | LNF2_F7 | 0.00865 | |
| LNF2_F8 | -0.00164 | 0.30329 | LNF2_F8 | 0.05686 | LNF2_F8 | -0.00145 | 0.32792 | LNF2_F8 | 0.08547 | LNF2_F8 | -0.00145 | 0.32792 | LNF2_F8 | 0.08547 | |
| LNF2_F9 | 0.00019 | 0.84296 | LNF2_F9 | 0.22616 | LNF2_F9 | | | LNF2_F9 | | LNF2_F9 | | | LNF2_F9 | | |
| C5MDC4M | -0.71207 | 0.94249 | C5MDC4M | 0.49635 | C5MDC4M | | | C5MDC4M | | C5MDC4M | | | C5MDC4M | | |
| MOD_D1 | | 0.63149 | MOD_D1 | 0.69031 | MOD_D1 | | 0.61803 | MOD_D1 | 0.80049 | MOD_D1 | | 0.61803 | MOD_D1 | 0.80049 | |
| MOD_D2 | | 0.61225 | MOD_D2 | 0.19131 | MOD_D2 | | 0.55181 | MOD_D2 | 0.41759 | MOD_D2 | | 0.55181 | MOD_D2 | 0.41759 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.50643 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.41611 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.46743 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.60995 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.46743 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.60995 | |

Tabela A.7: Influência do controle acionário sobre a separação dos cargos de chairman e CEO - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A4 R Squared = ,172 Adjusted R Squared = ,059 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A4 R Squared = ,159 Adjusted R Squared = ,062 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 0,77093 | 0,45049 | FACTOR1 | 0,62024 | Intercept | 0,62796 | 0,51821 | FACTOR1 | 0,45299 |
| MD_C1 | -2,06731 | 0,03902 | MD_C1 | 0,95818 | MD_C1 | -1,12868 | 0,02236 | MD_C1 | 0,92833 |
| MD_C2 | 0,58455 | 0,33438 | MD_C2 | 0,32916 | MD_C3 | -0,33044 | 0,00304 | MD_C3 | 0,79612 |
| MD_C3 | -0,53484 | 0,01036 | MD_C3 | 0,24686 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| CI_C1 | 0,59965 | 0,27574 | CI_C1 | 0,93906 | | | | | |
| C2_C2 | -0,69039 | 0,09162 | C2_C2 | 0,05764 | C2_C2 | -0,30990 | 0,08329 | C2_C2 | 0,00106 |
| | | | | | | | | | |
| C5M_C5M | 1,02438 | 0,05677 | C5M_C5M | 0,79165 | C5M_C5M | 0,86237 | 0,08724 | C5M_C5M | 0,07274 |
| C1_LNF2 | 0,03119 | 0,24308 | C1_LNF2 | 0,60091 | C1_LNF2 | 0,03978 | 0,11088 | C1_LNF2 | 0,91736 |
| C2_LNF2 | 0,02939 | 0,20327 | C2_LNF2 | 0,19478 | C2_LNF2 | 0,02976 | 0,13458 | C2_LNF2 | 0,12455 |
| | | | | | | | | | |
| C4M_LNF2 | 0,08735 | 0,23888 | C4M_LNF2 | 0,43324 | C4M_LNF2 | 0,10874 | 0,09955 | C4M_LNF2 | 0,74004 |
| C5M_LNF2 | -0,09935 | 0,18134 | C5M_LNF2 | 0,41238 | C5M_LNF2 | -0,12660 | 0,05881 | C5M_LNF2 | 0,60718 |
| | | | | | | | | | |
| C1_C3 | 0,62911 | 0,01930 | C1_C3 | 0,80645 | C1_C3 | 0,50295 | 0,03534 | C1_C3 | 0,64491 |
| | | | | | | | | | |
| C1_C5M | 0,29638 | 0,11959 | C1_C5M | 0,92227 | C1_C5M | 0,22122 | 0,17899 | C1_C5M | 0,75004 |
| C2_C3 | 0,17820 | 0,35967 | C2_C3 | 0,15050 | | | | | |
| C2_C4M | 0,72571 | 0,45596 | C2_C4M | 0,01268 | | | | | |
| C2_C5M | -0,86678 | 0,36716 | C2_C5M | 0,02958 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| C4M_C5M | -0,99402 | 0,06252 | C4M_C5M | 0,82357 | C4M_C5M | -0,82749 | 0,09759 | C4M_C5M | 0,08754 |
| | | | | | | | | | |
| MD_F4 | -0,16184 | 0,05821 | MD_F4 | 0,45145 | MD_F4 | -0,02581 | 0,25013 | MD_F4 | 0,75212 |
| MD_F7 | -0,00623 | 0,21536 | MD_F7 | 0,02977 | MD_F7 | -0,00130 | 0,38401 | MD_F7 | 0,01844 |
| MD_F8 | -0,00425 | 0,09312 | MD_F8 | 0,14349 | MD_F8 | 0,00000 | 0,92643 | MD_F8 | 0,65039 |
| | | | | | | | | | |
| F4_F4 | -0,01502 | 0,27929 | F4_F4 | 0,88491 | | | | | |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,17047 | F7_F7 | 0,04281 | F7_F7 | 0,00000 | 0,32333 | F7_F7 | 0,05125 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,26272 | F8_F8 | 0,03632 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| LNF2_F4 | 0,01591 | 0,05213 | LNF2_F4 | 0,92099 | LNF2_F4 | 0,00525 | 0,27909 | LNF2_F4 | 0,83529 |
| LNF2_F7 | 0,00067 | 0,32651 | LNF2_F7 | 0,03505 | | | | | |
| LNF2_F8 | -0,00142 | 0,33301 | LNF2_F8 | 0,12786 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| MOD_D1 | | 0,60807 | MOD_D1 | 0,77677 | MOD_D1 | | 0,59813 | MOD_D1 | 0,80538 |
| MOD_D2 | | 0,52904 | MOD_D2 | 0,36445 | MOD_D2 | | 0,51398 | MOD_D2 | 0,41970 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,45827 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,54024 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,43748 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,87658 |

Tabela A.8: Influência do controle acionário sobre a separação dos cargos de chairman e CEO - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A4 R Squared = ,173 Adjusted R Squared = ,029 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A4 R Squared = ,172 Adjusted R Squared = ,045 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | -1,17019 | 0,67949 | FACTOR1 | 0,73075 | Intercept | -0,83846 | 0,61834 | FACTOR1 | 0,84773 |
| MD_C1 | -1,01778 | 0,26406 | MD_C1 | 0,69732 | MD_C1 | -0,92726 | 0,28322 | MD_C1 | 0,83514 |
| MD_C2 | -0,07853 | 0,91242 | MD_C2 | 0,30870 | MD_C2 | | | MD_C2 | |
| MD_C3 | -0,14105 | 0,18379 | MD_C3 | 0,00199 | MD_C3 | -0,10805 | 0,02846 | MD_C3 | 0,17201 |
| MD_C4M | 2,62103 | 0,31656 | MD_C4M | 0,73745 | MD_C4M | 2,07058 | 0,14578 | MD_C4M | 0,67772 |
| MD_C5M | -2,87851 | 0,29511 | MD_C5M | 0,73752 | MD_C5M | -2,28209 | 0,10878 | MD_C5M | 0,42342 |
| C1_C1 | 0,21429 | 0,69495 | C1_C1 | 0,93604 | C1_C1 | 0,22575 | 0,67199 | C1_C1 | 0,89205 |
| C2_C2 | -0,11213 | 0,74579 | C2_C2 | 0,85635 | C2_C2 | -0,11133 | 0,62858 | C2_C2 | 0,09549 |
| C3_C3 | 0,00018 | 0,81133 | C3_C3 | 0,00000 | C3_C3 | | | C3_C3 | |
| C4M_C4M | -0,43585 | 0,46481 | C4M_C4M | 0,84487 | C4M_C4M | -0,32057 | 0,15583 | C4M_C4M | 0,89616 |
| C5M_C5M | 0,33031 | 0,26185 | C5M_C5M | 0,70260 | C5M_C5M | 0,36707 | 0,12106 | C5M_C5M | 0,59114 |
| C1_LNF2 | 0,02970 | 0,38925 | C1_LNF2 | 0,62923 | C1_LNF2 | 0,02262 | 0,31497 | C1_LNF2 | 0,41208 |
| C2_LNF2 | 0,02298 | 0,43597 | C2_LNF2 | 0,82418 | C2_LNF2 | 0,02213 | 0,37013 | C2_LNF2 | 0,36978 |
| C3_LNF2 | 0,00540 | 0,43976 | C3_LNF2 | 0,14585 | C3_LNF2 | 0,00321 | 0,56878 | C3_LNF2 | 0,12302 |
| C4M_LNF2 | -0,00806 | 0,82162 | C4M_LNF2 | 0,93459 | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | |
| C5M_LNF2 | 0,00977 | 0,82758 | C5M_LNF2 | 0,94627 | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | |
| C1_C2 | 0,11034 | 0,74352 | C1_C2 | 0,67302 | C1_C2 | 0,09138 | 0,74944 | C1_C2 | 0,36789 |
| C1_C3 | 0,15706 | 0,08958 | C1_C3 | 0,01497 | C1_C3 | 0,15151 | 0,06486 | C1_C3 | 0,34766 |
| C1_C4M | -0,33790 | 0,29237 | C1_C4M | 0,96989 | C1_C4M | -0,32766 | 0,27472 | C1_C4M | 0,97323 |
| C1_C5M | 0,61820 | 0,09405 | C1_C5M | 0,94782 | C1_C5M | 0,60956 | 0,08165 | C1_C5M | 0,88528 |
| C2_C3 | 0,00839 | 0,89871 | C2_C3 | 0,00001 | C2_C3 | | | C2_C3 | |
| C2_C4M | 0,49264 | 0,23070 | C2_C4M | 0,40675 | C2_C4M | 0,49791 | 0,15736 | C2_C4M | 0,15735 |
| C2_C5M | -0,72181 | 0,08719 | C2_C5M | 0,31064 | C2_C5M | -0,76287 | 0,05066 | C2_C5M | 0,34153 |
| C3_C4M | -0,09923 | 0,20286 | C3_C4M | 0,17729 | C3_C4M | -0,09919 | 0,16390 | C3_C4M | 0,36618 |
| C3_C5M | 0,10540 | 0,17411 | C3_C5M | 0,51640 | C3_C5M | 0,10983 | 0,10531 | C3_C5M | 0,37885 |
| C4M_C5M | 0,15537 | 0,83419 | C4M_C5M | 0,81924 | C4M_C5M | | | C4M_C5M | |
| MD_LNF2 | -0,01267 | 0,82673 | MD_LNF2 | 0,93006 | MD_LNF2 | | | MD_LNF2 | |
| MD_F4 | -0,23831 | 0,17358 | MD_F4 | 0,12196 | MD_F4 | -0,23354 | 0,16692 | MD_F4 | 0,13501 |
| MD_F7 | -0,00532 | 0,41442 | MD_F7 | 0,00194 | MD_F7 | -0,00570 | 0,36386 | MD_F7 | 0,00208 |
| MD_F8 | -0,00456 | 0,14430 | MD_F8 | 0,19870 | MD_F8 | -0,00462 | 0,13059 | MD_F8 | 0,13440 |
| MD_F9 | -0,00411 | 0,59005 | MD_F9 | 0,67049 | MD_F9 | -0,00371 | 0,60979 | MD_F9 | 0,20227 |
| LNF2LNF2 | 0,00010 | 0,95274 | LNF2LNF2 | 0,91607 | LNF2LNF2 | | | LNF2LNF2 | |
| F4_F4 | -0,01011 | 0,49338 | F4_F4 | 0,35279 | F4_F4 | -0,01103 | 0,44014 | F4_F4 | 0,33914 |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,30889 | F7_F7 | 0,08022 | F7_F7 | 0,00000 | 0,26658 | F7_F7 | 0,05080 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,45687 | F8_F8 | 0,08306 | F8_F8 | 0,00000 | 0,40564 | F8_F8 | 0,05299 |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,60544 | F9_F9 | 0,87673 | F9_F9 | 0,00000 | 0,62765 | F9_F9 | 0,90260 |
| LNF2_F4 | 0,02539 | 0,16543 | LNF2_F4 | 0,05746 | LNF2_F4 | 0,02458 | 0,16250 | LNF2_F4 | 0,06411 |
| LNF2_F7 | 0,00038 | 0,60513 | LNF2_F7 | 0,00240 | LNF2_F7 | 0,00043 | 0,54871 | LNF2_F7 | 0,00275 |
| LNF2_F8 | -0,00080 | 0,62058 | LNF2_F8 | 0,23805 | LNF2_F8 | -0,00090 | 0,56239 | LNF2_F8 | 0,20811 |
| LNF2_F9 | 0,00064 | 0,50048 | LNF2_F9 | 0,26156 | LNF2_F9 | 0,00059 | 0,50534 | LNF2_F9 | 0,01629 |
| C5MDC4M | 2,03773 | 0,44692 | C5MDC4M | 0,81695 | C5MDC4M | 1,53387 | 0,25879 | C5MDC4M | 0,64252 |
| MOD_D1 | | 0,76934 | MOD_D1 | 0,76988 | MOD_D1 | | 0,77216 | MOD_D1 | 0,76429 |
| MOD_D2 | | 0,68371 | MOD_D2 | 0,27512 | MOD_D2 | | 0,63433 | MOD_D2 | 0,36785 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,37233 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,57090 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,36553 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,38607 |

Tabela A.8: Influência do controle acionário sobre a separação dos cargos de chairman e CEO - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A4 R Squared = .168 Adjusted R Squared = .059 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A4 R Squared = .163 Adjusted R Squared = .057 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | -0.98713 | 0.54836 | FACTOR1 | 0.72620 | Intercept | 0.46193 | 0.64829 | FACTOR1 | 0.11004 |
| MD_C1 | -0.66842 | 0.06845 | MD_C1 | 0.30826 | MD_C1 | -0.67566 | 0.06411 | MD_C1 | 0.29412 |
| MD_C3 | -0.09513 | 0.01793 | MD_C3 | 0.44783 | MD_C3 | -0.09 | 0.02438 | MD_C3 | 0.43617 |
| MD_C4M | 2.08328 | 0.13571 | MD_C4M | 0.50371 | MD_C4M | 0.60835 | 0.16594 | MD_C4M | 0.99458 |
| MD_C5M | -2.21503 | 0.11248 | MD_C5M | 0.22980 | MD_C5M | -0.77133 | 0.13018 | MD_C5M | 0.45418 |
| C4M_C4M | -0.31894 | 0.15035 | C4M_C4M | 0.76940 | C4M_C4M | -0.09918 | 0.31923 | C4M_C4M | 0.62361 |
| C5M_C5M | 0.34419 | 0.13850 | C5M_C5M | 0.35849 | C5M_C5M | 0.13101 | 0.31641 | C5M_C5M | 0.81416 |
| C1_LNF2 | 0.03055 | 0.10553 | C1_LNF2 | 0.46321 | C1_LNF2 | 0.0326 | 0.08319 | C1_LNF2 | 0.55949 |
| C2_LNF2 | 0.02222 | 0.23943 | C2_LNF2 | 0.93037 | C2_LNF2 | 0.02183 | 0.24784 | C2_LNF2 | 0.83172 |
| C1_C3 | 0.16428 | 0.03607 | C1_C3 | 0.33305 | C1_C3 | 0.14757 | 0.05557 | C1_C3 | 0.37246 |
| C1_C4M | -0.36643 | 0.19363 | C1_C4M | 0.98765 | C1_C4M | -0.33444 | 0.22928 | C1_C4M | 0.98902 |
| C1_C5M | 0.64775 | 0.05951 | C1_C5M | 0.92553 | C1_C5M | 0.61799 | 0.06822 | C1_C5M | 0.86423 |
| C2_C4M | 0.48361 | 0.14990 | C2_C4M | 0.49252 | C2_C4M | 0.40842 | 0.21513 | C2_C4M | 0.16304 |
| C2_C5M | -0.79374 | 0.03192 | C2_C5M | 0.57457 | C2_C5M | -0.70053 | 0.05218 | C2_C5M | 0.32297 |
| C3_C4M | -0.09886 | 0.14853 | C3_C4M | 0.27598 | C3_C4M | -0.0806 | 0.22879 | C3_C4M | 0.26554 |
| C3_C5M | 0.11933 | 0.07147 | C3_C5M | 0.32170 | C3_C5M | 0.10129 | 0.11783 | C3_C5M | 0.28163 |
| MD_F4 | -0.11623 | 0.13481 | MD_F4 | 0.88317 | MD_F4 | -0.1272 | 0.09919 | MD_F4 | 0.88412 |
| MD_F7 | -0.00165 | 0.29256 | MD_F7 | 0.00495 | MD_F7 | -0.00166 | 0.17546 | MD_F7 | 0.04936 |
| MD_F8 | -0.00168 | 0.16911 | MD_F8 | 0.00571 | MD_F8 | -0.00166 | 0.17546 | MD_F8 | 0.04936 |
| F4_F4 | -0.00127 | 0.17844 | F4_F4 | 0.72526 | F4_F4 | -0.00128 | 0.17429 | F4_F4 | 0.71978 |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.12219 | F7_F7 | 0.00053 | F7_F7 | 4.6E-07 | 0.09343 | F7_F7 | 0.00340 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.16800 | F8_F8 | 0.00056 | F8_F8 | 3.5E-08 | 0.17480 | F8_F8 | 0.00343 |
| LNF2_F4 | 0.01463 | 0.06690 | LNF2_F4 | 0.84026 | LNF2_F4 | 0.0151 | 0.05873 | LNF2_F4 | 0.88902 |
| C5MDC4M | 1.49685 | 0.25971 | C5MDC4M | 0.42751 | | | | | |
| MOD_D1 | | 0.71431 | MOD_D1 | 0.76654 | MOD_D1 | | 0.70756 | MOD_D1 | 0.79927 |
| MOD_D2 | | 0.58031 | MOD_D2 | 0.46541 | MOD_D2 | | 0.60821 | MOD_D2 | 0.52583 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.37798 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.59733 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.38753 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.71927 |

Tabela A.9: Influência do controle acionário sobre a ausência do CEO no conselho - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .207 Adjusted R Squared = .070 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .207 Adjusted R Squared = .089 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------|---------|--|---------|-----------------|-----------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | -8,72205 | 0,26729 | FACTOR1 | 0,25386 | Intercept | -10,15840 | 0,09349 | FACTOR1 | 0,07763 | Intercept | -10,15840 | 0,09349 | FACTOR1 | 0,07763 | |
| MD_C1 | 0,51473 | 0,55803 | MD_C1 | 0,51918 | MD_C1 | 0,44386 | 0,05875 | MD_C1 | 0,77513 | MD_C1 | 0,44386 | 0,05875 | MD_C1 | 0,77513 | |
| MD_C2 | 0,06649 | 0,92126 | MD_C2 | 0,74068 | MD_C2 | | | MD_C2 | | MD_C2 | | | MD_C2 | | |
| MD_C3 | 0,04028 | 0,89075 | MD_C3 | 0,84667 | MD_C3 | | | MD_C3 | | MD_C3 | | | MD_C3 | | |
| MD_C4M | 14,63625 | 0,09678 | MD_C4M | 0,29917 | MD_C4M | 16,39184 | 0,01168 | MD_C4M | 0,13423 | MD_C4M | 16,39184 | 0,01168 | MD_C4M | 0,13423 | |
| MD_C5M | -15,29255 | 0,08305 | MD_C5M | 0,31039 | MD_C5M | -17,08751 | 0,00888 | MD_C5M | 0,14080 | MD_C5M | -17,08751 | 0,00888 | MD_C5M | 0,14080 | |
| C1_C1 | 0,10415 | 0,81943 | C1_C1 | 0,08980 | C1_C1 | | | C1_C1 | | C1_C1 | | | C1_C1 | | |
| C2_C2 | -0,15132 | 0,66936 | C2_C2 | 0,63740 | C2_C2 | -0,18239 | 0,46686 | C2_C2 | 0,69696 | C2_C2 | -0,18239 | 0,46686 | C2_C2 | 0,69696 | |
| C3_C3 | -0,00472 | 0,89063 | C3_C3 | 0,81944 | C3_C3 | | | C3_C3 | | C3_C3 | | | C3_C3 | | |
| C4M_C4M | -3,01971 | 0,07004 | C4M_C4M | 0,15886 | C4M_C4M | -3,35543 | 0,01334 | C4M_C4M | 0,14282 | C4M_C4M | -3,35543 | 0,01334 | C4M_C4M | 0,14282 | |
| C5M_C5M | -0,27695 | 0,78757 | C5M_C5M | 0,05611 | C5M_C5M | | | C5M_C5M | | C5M_C5M | | | C5M_C5M | | |
| C1_LNF2 | -0,00391 | 0,88283 | C1_LNF2 | 0,05008 | C1_LNF2 | | | C1_LNF2 | | C1_LNF2 | | | C1_LNF2 | | |
| C2_LNF2 | -0,00915 | 0,77342 | C2_LNF2 | 0,53855 | C2_LNF2 | | | C2_LNF2 | | C2_LNF2 | | | C2_LNF2 | | |
| C3_LNF2 | 0,03421 | 0,02696 | C3_LNF2 | 0,63848 | C3_LNF2 | 0,03389 | 0,00211 | C3_LNF2 | 0,96563 | C3_LNF2 | 0,03389 | 0,00211 | C3_LNF2 | 0,96563 | |
| C4M_LNF2 | -0,24551 | 0,10959 | C4M_LNF2 | 0,04472 | C4M_LNF2 | -0,24473 | 0,07614 | C4M_LNF2 | 0,04235 | C4M_LNF2 | -0,24473 | 0,07614 | C4M_LNF2 | 0,04235 | |
| C5M_LNF2 | 0,29421 | 0,05616 | C5M_LNF2 | 0,05280 | C5M_LNF2 | 0,29422 | 0,03486 | C5M_LNF2 | 0,04245 | C5M_LNF2 | 0,29422 | 0,03486 | C5M_LNF2 | 0,04245 | |
| C1_C2 | -0,12381 | 0,74191 | C1_C2 | 0,85951 | C1_C2 | -0,05059 | 0,86634 | C1_C2 | 0,89879 | C1_C2 | -0,05059 | 0,86634 | C1_C2 | 0,89879 | |
| C1_C3 | -0,40125 | 0,12017 | C1_C3 | 0,87460 | C1_C3 | -0,39114 | 0,07774 | C1_C3 | 0,86814 | C1_C3 | -0,39114 | 0,07774 | C1_C3 | 0,86814 | |
| C1_C4M | -0,19277 | 0,88320 | C1_C4M | 0,00000 | C1_C4M | | | C1_C4M | | C1_C4M | | | C1_C4M | | |
| C1_C5M | 0,13463 | 0,91896 | C1_C5M | 0,00000 | C1_C5M | | | C1_C5M | | C1_C5M | | | C1_C5M | | |
| C2_C3 | -0,08158 | 0,63892 | C2_C3 | 0,52614 | C2_C3 | -0,07393 | 0,60000 | C2_C3 | 0,67153 | C2_C3 | -0,07393 | 0,60000 | C2_C3 | 0,67153 | |
| C2_C4M | 2,94828 | 0,03050 | C2_C4M | 0,00000 | C2_C4M | 3,10978 | 0,00123 | C2_C4M | 0,00001 | C2_C4M | 3,10978 | 0,00123 | C2_C4M | 0,00001 | |
| C2_C5M | -2,66622 | 0,04839 | C2_C5M | 0,00000 | C2_C5M | -2,85373 | 0,00329 | C2_C5M | 0,00001 | C2_C5M | -2,85373 | 0,00329 | C2_C5M | 0,00001 | |
| C3_C4M | -1,21654 | 0,02517 | C3_C4M | 0,00042 | C3_C4M | -1,26447 | 0,00363 | C3_C4M | 0,00295 | C3_C4M | -1,26447 | 0,00363 | C3_C4M | 0,00295 | |
| C3_C5M | 1,10832 | 0,04093 | C3_C5M | 0,00043 | C3_C5M | 1,16602 | 0,00473 | C3_C5M | 0,00261 | C3_C5M | 1,16602 | 0,00473 | C3_C5M | 0,00261 | |
| C4M_C5M | 3,32576 | 0,02630 | C4M_C5M | 0,10172 | C4M_C5M | 3,38591 | 0,01298 | C4M_C5M | 0,14570 | C4M_C5M | 3,38591 | 0,01298 | C4M_C5M | 0,14570 | |
| MD_LNF2 | -0,08651 | 0,13330 | MD_LNF2 | 0,18094 | MD_LNF2 | -0,10555 | 0,00056 | MD_LNF2 | 0,88393 | MD_LNF2 | -0,10555 | 0,00056 | MD_LNF2 | 0,88393 | |
| MD_F4 | 0,16632 | 0,22634 | MD_F4 | 0,59023 | MD_F4 | 0,17424 | 0,19182 | MD_F4 | 0,61648 | MD_F4 | 0,17424 | 0,19182 | MD_F4 | 0,61648 | |
| MD_F7 | -0,00722 | 0,15932 | MD_F7 | 0,00185 | MD_F7 | -0,00702 | 0,15761 | MD_F7 | 0,00128 | MD_F7 | -0,00702 | 0,15761 | MD_F7 | 0,00128 | |
| MD_F8 | 0,00081 | 0,74477 | MD_F8 | 0,77281 | MD_F8 | 0,00101 | 0,67574 | MD_F8 | 0,71727 | MD_F8 | 0,00101 | 0,67574 | MD_F8 | 0,71727 | |
| MD_F9 | 0,00483 | 0,42029 | MD_F9 | 0,19909 | MD_F9 | 0,00439 | 0,44588 | MD_F9 | 0,27311 | MD_F9 | 0,00439 | 0,44588 | MD_F9 | 0,27311 | |
| LNF2LNF2 | -0,00034 | 0,80454 | LNF2LNF2 | 0,80922 | LNF2LNF2 | | | LNF2LNF2 | | LNF2LNF2 | | | LNF2LNF2 | | |
| F4_F4 | -0,01171 | 0,31621 | F4_F4 | 0,01024 | F4_F4 | -0,01081 | 0,33823 | F4_F4 | 0,14641 | F4_F4 | -0,01081 | 0,33823 | F4_F4 | 0,14641 | |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,20897 | F7_F7 | 0,63155 | F7_F7 | 0,00000 | 0,21492 | F7_F7 | 0,68207 | F7_F7 | 0,00000 | 0,21492 | F7_F7 | 0,68207 | |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,34313 | F8_F8 | 0,74084 | F8_F8 | 0,00000 | 0,36756 | F8_F8 | 0,82475 | F8_F8 | 0,00000 | 0,36756 | F8_F8 | 0,82475 | |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,39697 | F9_F9 | 0,12720 | F9_F9 | 0,00000 | 0,42070 | F9_F9 | 0,06286 | F9_F9 | 0,00000 | 0,42070 | F9_F9 | 0,06286 | |
| LNF2_F4 | -0,02140 | 0,13399 | LNF2_F4 | 0,03783 | LNF2_F4 | -0,02184 | 0,11535 | LNF2_F4 | 0,14673 | LNF2_F4 | -0,02184 | 0,11535 | LNF2_F4 | 0,14673 | |
| LNF2_F7 | 0,00066 | 0,25251 | LNF2_F7 | 0,00022 | LNF2_F7 | 0,00063 | 0,26527 | LNF2_F7 | 0,00021 | LNF2_F7 | 0,00063 | 0,26527 | LNF2_F7 | 0,00021 | |
| LNF2_F8 | -0,00149 | 0,24181 | LNF2_F8 | 0,63580 | LNF2_F8 | -0,00140 | 0,25610 | LNF2_F8 | 0,67332 | LNF2_F8 | -0,00140 | 0,25610 | LNF2_F8 | 0,67332 | |
| LNF2_F9 | -0,00046 | 0,53563 | LNF2_F9 | 0,03650 | LNF2_F9 | -0,00040 | 0,57566 | LNF2_F9 | 0,20806 | LNF2_F9 | -0,00040 | 0,57566 | LNF2_F9 | 0,20806 | |
| C5MDC4M | 11,21151 | 0,15503 | C5MDC4M | 0,25767 | C5MDC4M | 12,86288 | 0,03339 | C5MDC4M | 0,07739 | C5MDC4M | 12,86288 | 0,03339 | C5MDC4M | 0,07739 | |
| MOD_D1 | | 0,75763 | MOD_D1 | 0,22611 | MOD_D1 | | 0,76229 | MOD_D1 | 0,14069 | MOD_D1 | | 0,76229 | MOD_D1 | 0,14069 | |
| MOD_D2 | | 0,01335 | MOD_D2 | 0,65547 | MOD_D2 | | 0,00901 | MOD_D2 | 0,91368 | MOD_D2 | | 0,00901 | MOD_D2 | 0,91368 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,12639 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,14469 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,10808 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,16203 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,10808 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,16203 | |

Tabela A.9: Influência do controle acionário sobre a ausência do CEO no conselho - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .205 Adjusted R Squared = .095 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .204 Adjusted R Squared = .097 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|------------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | -10.25871 | 0.08903 | FACTOR1 | 0.07693 | Intercept | -10.3625 | 0.08541 | FACTOR1 | 0.06888 |
| MD_C1 | 0.43120 | 0.02347 | MD_C1 | 0.75786 | MD_C1 | 0.434 | 0.02232 | MD_C1 | 0.74734 |
| MD_C4M | 16.50446 | 0.01077 | MD_C4M | 0.13940 | MD_C4M | 16.6892 | 0.00979 | MD_C4M | 0.12618 |
| MD_C5M | -17.20560 | 0.00814 | MD_C5M | 0.14712 | MD_C5M | -17.364 | 0.00747 | MD_C5M | 0.13158 |
| C2_C2 | -0.27342 | 0.07521 | C2_C2 | 0.75050 | C2_C2 | -0.27857 | 0.06934 | C2_C2 | 0.70299 |
| C4M_C4M | -3.37886 | 0.01232 | C4M_C4M | 0.15331 | C4M_C4M | -3.4202 | 0.01113 | C4M_C4M | 0.14283 |
| C3_LNF2 | 0.03160 | 0.00063 | C3_LNF2 | 0.98918 | C3_LNF2 | 0.03169 | 0.00059 | C3_LNF2 | 0.99187 |
| C4M_LNF2 | -0.24607 | 0.07275 | C4M_LNF2 | 0.04135 | C4M_LNF2 | -0.2521 | 0.06531 | C4M_LNF2 | 0.05165 |
| C5M_LNF2 | 0.29576 | 0.03293 | C5M_LNF2 | 0.04553 | C5M_LNF2 | 0.29949 | 0.03041 | C5M_LNF2 | 0.05400 |
| C1_C3 | -0.41936 | 0.02367 | C1_C3 | 0.81824 | C1_C3 | -0.4195 | 0.02346 | C1_C3 | 0.74407 |
| C2_C4M | 3.13200 | 0.00104 | C2_C4M | 0.00001 | C2_C4M | 3.12372 | 0.00106 | C2_C4M | 0.00001 |
| C2_C5M | -2.85193 | 0.00297 | C2_C5M | 0.00001 | C2_C5M | -2.8422 | 0.00303 | C2_C5M | 0.00001 |
| C3_C4M | -1.25130 | 0.00376 | C3_C4M | 0.00211 | C3_C4M | -1.2518 | 0.00369 | C3_C4M | 0.00168 |
| C3_C5M | 1.13911 | 0.00515 | C3_C5M | 0.00231 | C3_C5M | 1.13939 | 0.00507 | C3_C5M | 0.00167 |
| C4M_C5M | 3.40753 | 0.01203 | C4M_C5M | 0.15587 | C4M_C5M | 3.44901 | 0.01087 | C4M_C5M | 0.14484 |
| MD_LNF2 | -0.10471 | 0.00028 | MD_LNF2 | 0.82484 | MD_LNF2 | -0.1015 | 0.00032 | MD_LNF2 | 0.90500 |
| MD_F4 | 0.10436 | 0.05205 | MD_F4 | 0.27350 | MD_F4 | 0.08423 | 0.07012 | MD_F4 | 0.28622 |
| MD_F7 | -0.00702 | 0.08792 | MD_F7 | 0.00089 | MD_F7 | -0.00491 | 0.05146 | MD_F7 | 0.00175 |
| MD_F9 | 0.00137 | 0.54063 | MD_F9 | 0.29357 | | | | | |
| F4_F4 | -0.01102 | 0.06590 | F4_F4 | 0.18481 | F4_F4 | -0.00903 | 0.08645 | F4_F4 | 0.32913 |
| F7_F7 | 0.00000 | 0.09177 | F7_F7 | 0.55961 | F7_F7 | 2.5E-06 | 0.05364 | F7_F7 | 0.77519 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.06529 | F8_F8 | 0.71215 | F8_F8 | 1.8E-07 | 0.08550 | F8_F8 | 0.87347 |
| F9_F9 | 0.00000 | 0.49427 | F9_F9 | 0.09702 | | | | | |
| LNF2_F4 | -0.01465 | 0.02696 | LNF2_F4 | 0.01197 | LNF2_F4 | -0.0126 | 0.03724 | LNF2_F4 | 0.03223 |
| LNF2_F7 | 0.00061 | 0.05040 | LNF2_F7 | 0.00013 | LNF2_F7 | 0.00051 | 0.06861 | LNF2_F7 | 0.00025 |
| LNF2_F8 | -0.00133 | 0.06514 | LNF2_F8 | 0.91564 | LNF2_F8 | -0.00109 | 0.08529 | LNF2_F8 | 0.92575 |
| C5MDC4M | 13.00678 | 0.03069 | C5MDC4M | 0.07849 | C5MDC4M | 13.0727 | 0.02965 | C5MDC4M | 0.06985 |
| MOD_D1 | | 0.81142 | MOD_D1 | 0.22978 | MOD_D1 | | 0.82441 | MOD_D1 | 0.64441 |
| MOD_D2 | | 0.00859 | MOD_D2 | 0.92095 | MOD_D2 | | 0.00932 | MOD_D2 | 0.98089 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.09953 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.18388 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.11296 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.47486 |

Tabela A.10: Influência do controle acionário sobre a ausência do CEO no conselho - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A5 R Squared = ,212 Adjusted R Squared = ,075 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_A5 R Squared = ,211 Adjusted R Squared = ,092 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 5,67657 | 0,01185 | FACTOR1 | 0,64953 | Intercept | 5,93758 | 0,00438 | FACTOR1 | 0,15712 |
| MD_C1 | -0,46979 | 0,51587 | MD_C1 | 0,27126 | MD_C1 | -0,48170 | 0,48628 | MD_C1 | 0,08829 |
| MD_C2 | -0,44006 | 0,43762 | MD_C2 | 0,18718 | MD_C2 | -0,53123 | 0,03020 | MD_C2 | 0,91058 |
| MD_C3 | -0,17776 | 0,03509 | MD_C3 | 0,12059 | MD_C3 | -0,16352 | 0,00951 | MD_C3 | 0,00003 |
| MD_C4M | -3,76726 | 0,07010 | MD_C4M | 0,64094 | MD_C4M | -4,04040 | 0,03252 | MD_C4M | 0,23287 |
| MD_C5M | 3,42578 | 0,11675 | MD_C5M | 0,63670 | MD_C5M | 3,71465 | 0,05674 | MD_C5M | 0,36165 |
| C1_C1 | 0,41122 | 0,34332 | C1_C1 | 0,24545 | C1_C1 | 0,41224 | 0,33292 | C1_C1 | 0,11515 |
| C2_C2 | -0,06616 | 0,80957 | C2_C2 | 0,86665 | C2_C2 | | | C2_C2 | |
| C3_C3 | -0,00164 | 0,00543 | C3_C3 | 0,00000 | C3_C3 | -0,00164 | 0,00076 | C3_C3 | 0,00000 |
| C4M_C4M | 0,66371 | 0,16116 | C4M_C4M | 0,45208 | C4M_C4M | 0,73526 | 0,08770 | C4M_C4M | 0,25023 |
| C5M_C5M | -0,06315 | 0,78682 | C5M_C5M | 0,28084 | C5M_C5M | | | C5M_C5M | |
| C1_LNF2 | -0,01492 | 0,58567 | C1_LNF2 | 0,43589 | C1_LNF2 | -0,01699 | 0,49441 | C1_LNF2 | 0,19649 |
| C2_LNF2 | 0,00948 | 0,68545 | C2_LNF2 | 0,84155 | C2_LNF2 | 0,01278 | 0,54283 | C2_LNF2 | 0,65608 |
| C3_LNF2 | 0,00110 | 0,84280 | C3_LNF2 | 0,01632 | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | |
| C4M_LNF2 | 0,05573 | 0,04995 | C4M_LNF2 | 0,30449 | C4M_LNF2 | 0,05977 | 0,00995 | C4M_LNF2 | 0,38270 |
| C5M_LNF2 | -0,04049 | 0,25582 | C5M_LNF2 | 0,49390 | C5M_LNF2 | -0,04357 | 0,15072 | C5M_LNF2 | 0,38404 |
| C1_C2 | -0,03456 | 0,89726 | C1_C2 | 0,03094 | C1_C2 | | | C1_C2 | |
| C1_C3 | -0,11664 | 0,11218 | C1_C3 | 0,38139 | C1_C3 | -0,12024 | 0,04952 | C1_C3 | 0,16275 |
| C1_C4M | 0,18600 | 0,46515 | C1_C4M | 0,06483 | C1_C4M | 0,19469 | 0,19130 | C1_C4M | 0,00149 |
| C1_C5M | -0,00543 | 0,98520 | C1_C5M | 0,84330 | C1_C5M | | | C1_C5M | |
| C2_C3 | 0,14304 | 0,00644 | C2_C3 | 0,00000 | C2_C3 | 0,13867 | 0,00148 | C2_C3 | 0,00000 |
| C2_C4M | 0,01642 | 0,95983 | C2_C4M | 0,82497 | C2_C4M | | | C2_C4M | |
| C2_C5M | 0,01114 | 0,97344 | C2_C5M | 0,28793 | C2_C5M | | | C2_C5M | |
| C3_C4M | 0,08419 | 0,17354 | C3_C4M | 0,00128 | C3_C4M | 0,09680 | 0,00044 | C3_C4M | 0,00486 |
| C3_C5M | 0,01148 | 0,85195 | C3_C5M | 0,01195 | C3_C5M | | | C3_C5M | |
| C4M_C5M | -0,63766 | 0,27941 | C4M_C5M | 0,20852 | C4M_C5M | -0,77834 | 0,08393 | C4M_C5M | 0,27840 |
| MD_LNF2 | -0,02816 | 0,54014 | MD_LNF2 | 0,79764 | MD_LNF2 | -0,02312 | 0,51821 | MD_LNF2 | 0,88442 |
| MD_F4 | 0,18767 | 0,17701 | MD_F4 | 0,38018 | MD_F4 | 0,18639 | 0,16687 | MD_F4 | 0,39627 |
| MD_F7 | -0,00575 | 0,26713 | MD_F7 | 0,00149 | MD_F7 | -0,00565 | 0,26434 | MD_F7 | 0,00125 |
| MD_F8 | 0,00163 | 0,51162 | MD_F8 | 0,83563 | MD_F8 | 0,00168 | 0,49146 | MD_F8 | 0,83172 |
| MD_F9 | 0,00447 | 0,46053 | MD_F9 | 0,76279 | MD_F9 | 0,00471 | 0,42044 | MD_F9 | 0,36375 |
| LNF2LNF2 | 0,00025 | 0,85564 | LNF2LNF2 | 0,98706 | LNF2LNF2 | | | LNF2LNF2 | |
| F4_F4 | -0,00648 | 0,58018 | F4_F4 | 0,02438 | F4_F4 | -0,00629 | 0,58475 | F4_F4 | 0,01383 |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,37092 | F7_F7 | 0,64404 | F7_F7 | 0,00000 | 0,37014 | F7_F7 | 0,66131 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,61521 | F8_F8 | 0,71499 | F8_F8 | 0,00000 | 0,62121 | F8_F8 | 0,75568 |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,44601 | F9_F9 | 0,26634 | F9_F9 | 0,00000 | 0,40896 | F9_F9 | 0,09903 |
| LNF2_F4 | -0,01936 | 0,18264 | LNF2_F4 | 0,02862 | LNF2_F4 | -0,01909 | 0,17451 | LNF2_F4 | 0,02365 |
| LNF2_F7 | 0,00044 | 0,45066 | LNF2_F7 | 0,00018 | LNF2_F7 | 0,00043 | 0,45468 | LNF2_F7 | 0,00016 |
| LNF2_F8 | -0,00094 | 0,46200 | LNF2_F8 | 0,79926 | LNF2_F8 | -0,00092 | 0,46302 | LNF2_F8 | 0,82678 |
| LNF2_F9 | -0,00040 | 0,59063 | LNF2_F9 | 0,44698 | LNF2_F9 | -0,00043 | 0,54696 | LNF2_F9 | 0,12343 |
| C5MDC4M | -3,00441 | 0,15806 | C5MDC4M | 0,55651 | C5MDC4M | -3,28188 | 0,09020 | C5MDC4M | 0,18159 |
| MOD_D1 | | 0,87505 | MOD_D1 | 0,27808 | MOD_D1 | | 0,84029 | MOD_D1 | 0,18105 |
| MOD_D2 | | 0,00247 | MOD_D2 | 0,81983 | MOD_D2 | | 0,00158 | MOD_D2 | 0,64030 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,09037 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,20549 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,07999 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,15855 |

Tabela A.10: Influência do controle acionário sobre a ausência do CEO no conselho - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .207 Adjusted R Squared = .097 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_A5 R Squared = .200 Adjusted R Squared = .103 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------|---------|--|---------|-----------|---|--------------------------------------|--------|------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 5,46863 | 0,00732 | FACTOR1 | 0,34038 | Intercept | 4,93528 | 0,01322 | FACTOR1 | 0,52807 | | | | | | |
| MD_C1 | -0,40939 | 0,53312 | MD_C1 | 0,11241 | MD_C2 | -0,3954 | 0,00001 | MD_C2 | 0,00011 | | | | | | |
| MD_C2 | -0,39513 | 0,00002 | MD_C2 | 0,00087 | MD_C3 | -0,1717 | 0,00562 | MD_C3 | 0,00016 | | | | | | |
| MD_C3 | -0,16749 | 0,00767 | MD_C3 | 0,00010 | MD_C4M | -3,33017 | 0,06881 | MD_C4M | 0,66236 | | | | | | |
| MD_C4M | -3,77090 | 0,04387 | MD_C4M | 0,54221 | MD_C5M | 3,20847 | 0,08769 | MD_C5M | 0,61028 | | | | | | |
| MD_C5M | 3,54912 | 0,06501 | MD_C5M | 0,69982 | | | | | | | | | | | |
| C1_C1 | 0,40062 | 0,34157 | C1_C1 | 0,19319 | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C3_C3 | -0,00164 | 0,00066 | C3_C3 | 0,00000 | C3_C3 | -0,0017 | 0,00021 | C3_C3 | 0,00000 | | | | | | |
| C4M_C4M | 0,68777 | 0,10684 | C4M_C4M | 0,50851 | C4M_C4M | 0,61511 | 0,13921 | C4M_C4M | 0,51384 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| CT_LNF2 | -0,02082 | 0,30204 | C1_LNF2 | 0,25106 | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C4M_LNF2 | 0,05384 | 0,01716 | C4M_LNF2 | 0,30641 | C4M_LNF2 | 0,04521 | 0,03429 | C4M_LNF2 | 0,34545 | | | | | | |
| C5M_LNF2 | -0,04715 | 0,07241 | C5M_LNF2 | 0,15576 | C5M_LNF2 | -0,04532 | 0,05293 | C5M_LNF2 | 0,34720 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C1_C3 | -0,12163 | 0,04485 | C1_C3 | 0,20254 | C1_C3 | -0,1348 | 0,02236 | C1_C3 | 0,24806 | | | | | | |
| C1_C4M | 0,18512 | 0,21054 | C1_C4M | 0,01040 | C1_C4M | 0,12815 | 0,05324 | C1_C4M | 0,50869 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C2_C3 | 0,13967 | 0,00128 | C2_C3 | 0,00000 | C2_C3 | 0,14468 | 0,00064 | C2_C3 | 0,00000 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C3_C4M | 0,09905 | 0,00030 | C3_C4M | 0,01332 | C3_C4M | 0,10366 | 0,00012 | C3_C4M | 0,03370 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C4M_C5M | -0,72972 | 0,10213 | C4M_C5M | 0,50174 | C4M_C5M | -0,65329 | 0,13352 | C4M_C5M | 0,46996 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| MD_F4 | 0,06636 | 0,17618 | MD_F4 | 0,05360 | MD_F4 | 0,00555 | 0,82397 | MD_F4 | 0,73453 | | | | | | |
| MD_F7 | -0,00216 | 0,37086 | MD_F7 | 0,00080 | MD_F8 | 8,2E-05 | 0,70242 | MD_F8 | 0,19883 | | | | | | |
| MD_F8 | 0,00041 | 0,19127 | MD_F8 | 0,75357 | | | | | | | | | | | |
| MD_F9 | 0,00047 | 0,81884 | MD_F9 | 0,31151 | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| F7_F7 | 0,00000 | 0,44840 | F7_F7 | 0,00105 | | | | | | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| F9_F9 | 0,00000 | 0,79456 | F9_F9 | 0,12419 | | | | | | | | | | | |
| LNF2_F4 | -0,00488 | 0,27391 | LNF2_F4 | 0,01338 | | | | | | | | | | | |
| LNF2_F7 | 0,00007 | 0,15086 | LNF2_F7 | 0,00009 | LNF2_F7 | 4E-05 | 0,07232 | LNF2_F7 | 0,02715 | | | | | | |
| LNF2_F8 | -0,00005 | 0,18878 | LNF2_F8 | 0,83203 | LNF2_F8 | -1,1E-05 | 0,69353 | LNF2_F8 | 0,70735 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | | | | | |
| C5MDC4M | -3,06587 | 0,11048 | C5MDC4M | 0,41919 | C5MDC4M | -2,76346 | 0,14046 | C5MDC4M | 0,35855 | | | | | | |
| MOD_D1 | | 0,86638 | MOD_D1 | 0,25262 | MOD_D1 | | 0,75794 | MOD_D1 | 0,68206 | | | | | | |
| MOD_D2 | | 0,00221 | MOD_D2 | 0,76723 | MOD_D2 | | 0,00276 | MOD_D2 | 0,98429 | | | | | | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,10827 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,21900 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,19185 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,60067 | | | | | | |

Tabela A.11: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .997 Adjusted R Squared = .997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .997 Adjusted R Squared = .997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 3.66400 | 0.79891 | FACTOR1 | 0.00000 | Intercept | 4.68542 | 0.01198 | FACTOR1 | 0.00032 |
| MD_A1M | -0.71440 | 0.13685 | MD_A1M | 0.87840 | MD_A1M | -0.87541 | 0.06486 | MD_A1M | 0.84576 |
| MD_A2M | 0.32743 | 0.47968 | MD_A2M | 0.70527 | MD_A2M | 0.39163 | 0.35353 | MD_A2M | 0.45014 |
| MD_A3RM | -4.11051 | 0.00195 | MD_A3RM | 0.48048 | MD_A3RM | -4.00225 | 0.00165 | MD_A3RM | 0.33592 |
| MD_A4 | -0.44122 | 0.57383 | MD_A4 | 0.39147 | MD_A4 | -0.54102 | 0.47516 | MD_A4 | 0.48464 |
| MD_A5 | -1.01879 | 0.27029 | MD_A5 | 0.11879 | MD_A5 | -0.96367 | 0.27980 | MD_A5 | 0.14085 |
| MD_C1 | 0.32248 | 0.84693 | MD_C1 | 0.65290 | MD_C1 | | | | |
| MD_C2 | -2.00162 | 0.09836 | MD_C2 | 0.11119 | MD_C2 | -1.43346 | 0.09949 | MD_C2 | 0.69989 |
| MD_C3 | 0.70816 | 0.12297 | MD_C3 | 0.04317 | MD_C3 | 0.70930 | 0.01634 | MD_C3 | 0.00230 |
| MD_C4M | -2.44871 | 0.87888 | MD_C4M | 0.00120 | | | | | |
| MD_C5M | 0.52958 | 0.97372 | MD_C5M | 0.00111 | | | | | |
| MD_LNF1 | -0.69694 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.27865 | MD_LNF1 | -0.66638 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.25603 |
| MD_LNF2 | -0.01946 | 0.85524 | MD_LNF2 | 0.62243 | | | | | |
| MD_LNF3 | -0.03550 | 0.49555 | MD_LNF3 | 0.18827 | MD_LNF3 | -0.03576 | 0.48697 | MD_LNF3 | 0.16706 |
| MD_F7 | 0.03190 | 0.00000 | MD_F7 | 0.81612 | MD_F7 | 0.03059 | 0.00000 | MD_F7 | 0.52523 |
| MD_F8 | 0.00496 | 0.00000 | MD_F8 | 0.22209 | MD_F8 | 0.00496 | 0.00000 | MD_F8 | 0.99577 |
| MD_F9 | -0.01174 | 0.00137 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | -0.01116 | 0.00180 | MD_F9 | 0.00000 |
| C1_C1 | -0.28612 | 0.73287 | C1_C1 | 0.43796 | C1_C1 | -0.04023 | 0.93431 | C1_C1 | 0.37845 |
| C2_C2 | -0.29363 | 0.60336 | C2_C2 | 0.16011 | C2_C2 | -0.42498 | 0.37692 | C2_C2 | 0.86151 |
| C3_C3 | 0.00731 | 0.88890 | C3_C3 | 0.00000 | | | | | |
| C4M_C4M | -0.75129 | 0.80381 | C4M_C4M | 0.01880 | | | | | |
| C5M_C5M | -0.19378 | 0.91840 | C5M_C5M | 0.00275 | | | | | |
| A1M_A1M | -0.12055 | 0.12698 | A1M_A1M | 0.61136 | A1M_A1M | -0.11042 | 0.12264 | A1M_A1M | 0.54083 |
| A2M_A2M | -0.04805 | 0.58311 | A2M_A2M | 0.10486 | A2M_A2M | -0.01133 | 0.88894 | A2M_A2M | 0.00715 |
| A3MA3RM | 0.89792 | 0.32727 | A3MA3RM | 0.85160 | A3MA3RM | 1.19048 | 0.18694 | A3MA3RM | 0.85439 |
| A4_A4 | 0.48027 | 0.42506 | A4_A4 | 0.02293 | A4_A4 | 0.51787 | 0.37045 | A4_A4 | 0.03000 |
| A5_A5 | 0.71304 | 0.23451 | A5_A5 | 0.09928 | A5_A5 | 0.65542 | 0.26570 | A5_A5 | 0.13953 |
| LNF1LNF1 | 0.02169 | 0.00031 | LNF1LNF1 | 0.94679 | LNF1LNF1 | 0.02000 | 0.00061 | LNF1LNF1 | 0.29663 |
| LNF2LNF2 | -0.02598 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.76012 | LNF2LNF2 | -0.02428 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.01768 |
| LNF3LNF3 | 0.00439 | 0.12857 | LNF3LNF3 | 0.14381 | LNF3LNF3 | 0.00463 | 0.10121 | LNF3LNF3 | 0.09847 |
| F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.22659 | F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.34870 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.00000 | F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.80207 |
| F9_F9 | 0.00001 | 0.00071 | F9_F9 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | 0.00089 | F9_F9 | 0.00000 |
| C1_LNF2 | 0.08095 | 0.13813 | C1_LNF2 | 0.73905 | C1_LNF2 | 0.10267 | 0.02949 | C1_LNF2 | 0.50952 |
| C2_LNF2 | 0.18095 | 0.00169 | C2_LNF2 | 0.69468 | C2_LNF2 | 0.16881 | 0.00033 | C2_LNF2 | 0.43684 |
| C3_LNF2 | -0.03296 | 0.21104 | C3_LNF2 | 0.03645 | C3_LNF2 | -0.03388 | 0.11078 | C3_LNF2 | 0.00294 |
| C4M_LNF2 | 0.43343 | 0.13536 | C4M_LNF2 | 0.00219 | C4M_LNF2 | -0.01260 | 0.70443 | C4M_LNF2 | 0.00003 |
| C5M_LNF2 | -0.31460 | 0.27880 | C5M_LNF2 | 0.00319 | C5M_LNF2 | 0.08531 | 0.01274 | C5M_LNF2 | 0.00030 |
| A1M_LNF2 | 0.09828 | 0.00149 | A1M_LNF2 | 0.21863 | A1M_LNF2 | 0.11738 | 0.00005 | A1M_LNF2 | 0.12738 |
| A2M_LNF2 | 0.01088 | 0.78881 | A2M_LNF2 | 0.14620 | A2M_LNF2 | -0.00327 | 0.93115 | A2M_LNF2 | 0.03334 |
| A3RMLNF2 | 0.39820 | 0.00001 | A3RMLNF2 | 0.19572 | A3RMLNF2 | 0.39067 | 0.00001 | A3RMLNF2 | 0.25269 |
| A4_LNF2 | -0.04525 | 0.15582 | A4_LNF2 | 0.72262 | A4_LNF2 | -0.04541 | 0.13852 | A4_LNF2 | 0.45352 |
| A5_LNF2 | 0.05266 | 0.23740 | A5_LNF2 | 0.19612 | A5_LNF2 | 0.05538 | 0.17866 | A5_LNF2 | 0.53230 |
| C1_C2 | -0.18107 | 0.78696 | C1_C2 | 0.19104 | C1_C2 | -0.12641 | 0.83741 | C1_C2 | 0.64742 |
| C1_C3 | -0.56217 | 0.23239 | C1_C3 | 0.01088 | C1_C3 | -0.43817 | 0.28119 | C1_C3 | 0.08671 |
| C1_C4M | 0.60943 | 0.81025 | C1_C4M | 0.00000 | | | | | |
| C1_C5M | -0.65868 | 0.79644 | C1_C5M | 0.00000 | C1_C5M | -0.32782 | 0.17232 | C1_C5M | 0.76571 |
| C2_C4M | -0.26524 | 0.89810 | C2_C4M | 0.00000 | | | | | |
| C2_C5M | 0.49878 | 0.80927 | C2_C5M | 0.00000 | | | | | |
| C3_C5M | -0.00026 | 0.99884 | C3_C5M | 0.38162 | | | | | |
| C4M_C5M | 1.07379 | 0.69591 | C4M_C5M | 0.03461 | C4M_C5M | -0.16979 | 0.06931 | C4M_C5M | 0.89369 |
| A1M_A2M | 0.03111 | 0.81012 | A1M_A2M | 0.82153 | | | | | |
| A1M_A3RM | -0.12888 | 0.73304 | A1M_A3RM | 0.48999 | A1M_A3RM | -0.26007 | 0.41277 | A1M_A3RM | 0.70717 |
| A1M_A4 | 0.24217 | 0.09611 | A1M_A4 | 0.37918 | A1M_A4 | 0.21610 | 0.10768 | A1M_A4 | 0.81581 |
| A1M_A5 | 0.00687 | 0.97208 | A1M_A5 | 0.26240 | | | | | |
| A2M_A3RM | -0.47297 | 0.30529 | A2M_A3RM | 0.84888 | A2M_A3RM | -0.45941 | 0.30667 | A2M_A3RM | 0.63290 |
| A2M_A4 | -0.05335 | 0.76391 | A2M_A4 | 0.06285 | A2M_A4 | 0.00114 | 0.99452 | A2M_A4 | 0.04570 |
| A2M_A5 | -0.06885 | 0.76481 | A2M_A5 | 0.69410 | A2M_A5 | -0.09621 | 0.65623 | A2M_A5 | 0.40869 |
| A3RM_A4 | 0.18108 | 0.69744 | A3RM_A4 | 0.38663 | A3RM_A4 | 0.21229 | 0.64372 | A3RM_A4 | 0.95927 |
| A3RM_A5 | 0.72666 | 0.20584 | A3RM_A5 | 0.16583 | A3RM_A5 | 0.71027 | 0.19641 | A3RM_A5 | 0.27922 |
| A4_A5 | -0.39534 | 0.14955 | A4_A5 | 0.05648 | A4_A5 | -0.35864 | 0.18175 | A4_A5 | 0.24184 |
| C5MDC4M | 3.01001 | 0.83385 | C5MDC4M | 0.00000 | | | | | |
| MOD_D1 | | 0.06565 | MOD_D1 | 0.00000 | MOD_D1 | 0.05249 | | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | | 0.00871 | MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.00730 | | MOD_D2 | 0.00000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.02507 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.02653 | | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 |

Tabela A.11: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .997 Adjusted R Squared = .997 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .997 Adjusted R Squared = .997 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|----------|---------|--|---------|-----------------|----------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 4,81064 | 0,00827 | FACTOR1 | 0,00005 | Intercept | 5,42778 | 0,00180 | FACTOR1 | 0,00017 | Intercept | 5,42778 | 0,00180 | FACTOR1 | 0,00017 | |
| MD_A1M | -0,88825 | 0,04508 | MD_A1M | 0,85410 | MD_A1M | -1,04355 | 0,00600 | MD_A1M | 0,67321 | MD_A1M | -1,04355 | 0,00600 | MD_A1M | 0,67321 | |
| MD_A2M | 0,26806 | 0,04767 | MD_A2M | 0,75726 | MD_A2M | 0,28747 | 0,03000 | MD_A2M | 0,64875 | MD_A2M | 0,28747 | 0,03000 | MD_A2M | 0,64875 | |
| MD_A3RM | -3,80875 | 0,00080 | MD_A3RM | 0,23206 | MD_A3RM | -4,08477 | 0,00008 | MD_A3RM | 0,29362 | MD_A3RM | -4,08477 | 0,00008 | MD_A3RM | 0,29362 | |
| MD_A4 | -0,33808 | 0,60909 | MD_A4 | 0,46721 | MD_A4 | | | MD_A4 | | MD_A4 | | | MD_A4 | | |
| MD_A5 | -1,06786 | 0,18584 | MD_A5 | 0,16001 | MD_A5 | -1,25386 | 0,11263 | MD_A5 | 0,46674 | MD_A5 | -1,25386 | 0,11263 | MD_A5 | 0,46674 | |
| MD_C2 | -1,52238 | 0,04705 | MD_C2 | 0,42965 | MD_C2 | -1,55854 | 0,04063 | MD_C2 | 0,48465 | MD_C2 | -1,55854 | 0,04063 | MD_C2 | 0,48465 | |
| MD_C3 | 0,77163 | 0,00323 | MD_C3 | 0,00016 | MD_C3 | 0,77188 | 0,00269 | MD_C3 | 0,00007 | MD_C3 | 0,77188 | 0,00269 | MD_C3 | 0,00007 | |
| MD_LNF1 | -0,66200 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,25950 | MD_LNF1 | -0,71040 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,79782 | MD_LNF1 | -0,71040 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,79782 | |
| MD_LNF3 | -0,03904 | 0,43224 | MD_LNF3 | 0,22586 | MD_LNF3 | | | MD_LNF3 | | MD_LNF3 | | | MD_LNF3 | | |
| MD_F7 | 0,03046 | 0,00000 | MD_F7 | 0,46529 | MD_F7 | 0,03016 | 0,00000 | MD_F7 | 0,46344 | MD_F7 | 0,03016 | 0,00000 | MD_F7 | 0,46344 | |
| MD_F8 | 0,00496 | 0,00000 | MD_F8 | 0,99470 | MD_F8 | 0,00495 | 0,00000 | MD_F8 | 0,97791 | MD_F8 | 0,00495 | 0,00000 | MD_F8 | 0,97791 | |
| MD_F9 | -0,01105 | 0,00153 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | -0,01107 | 0,00135 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | -0,01107 | 0,00135 | MD_F9 | 0,00000 | |
| C2_C2 | -0,42951 | 0,36111 | C2_C2 | 0,98151 | C2_C2 | -0,42089 | 0,36895 | C2_C2 | 0,97580 | C2_C2 | -0,42089 | 0,36895 | C2_C2 | 0,97580 | |
| A1M_A1M | -0,10566 | 0,11857 | A1M_A1M | 0,62858 | A1M_A1M | -0,08942 | 0,16813 | A1M_A1M | 0,50864 | A1M_A1M | -0,08942 | 0,16813 | A1M_A1M | 0,50864 | |
| A3RMA3RM | 0,97329 | 0,21956 | A3RMA3RM | 0,76243 | A3RMA3RM | 0,92752 | 0,23601 | A3RMA3RM | 0,85409 | A3RMA3RM | 0,92752 | 0,23601 | A3RMA3RM | 0,85409 | |
| A4_A4 | 0,44497 | 0,42731 | A4_A4 | 0,02357 | A4_A4 | | | A4_A4 | | A4_A4 | | | A4_A4 | | |
| A5_A5 | 0,65357 | 0,25711 | A5_A5 | 0,07348 | A5_A5 | 0,77130 | 0,17055 | A5_A5 | 0,26215 | A5_A5 | 0,77130 | 0,17055 | A5_A5 | 0,26215 | |
| LNF1LNF1 | 0,01975 | 0,00049 | LNF1LNF1 | 0,21485 | LNF1LNF1 | 0,02168 | 0,00001 | LNF1LNF1 | 0,00792 | LNF1LNF1 | 0,02168 | 0,00001 | LNF1LNF1 | 0,00792 | |
| LNF2LNF2 | -0,02426 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00059 | LNF2LNF2 | -0,02406 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00054 | LNF2LNF2 | -0,02406 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00054 | |
| LNF3LNF3 | 0,00476 | 0,08376 | LNF3LNF3 | 0,19419 | LNF3LNF3 | 0,00288 | 0,03530 | LNF3LNF3 | 0,65110 | LNF3LNF3 | 0,00288 | 0,03530 | LNF3LNF3 | 0,65110 | |
| F7_F7 | -0,00002 | 0,00000 | F7_F7 | 0,43234 | F7_F7 | -0,00002 | 0,00000 | F7_F7 | 0,50857 | F7_F7 | -0,00002 | 0,00000 | F7_F7 | 0,50857 | |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,00000 | F8_F8 | 0,98103 | F8_F8 | 0,00000 | 0,00000 | F8_F8 | 0,94889 | F8_F8 | 0,00000 | 0,00000 | F8_F8 | 0,94889 | |
| F9_F9 | 0,00001 | 0,00069 | F9_F9 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00001 | 0,00060 | F9_F9 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00001 | 0,00060 | F9_F9 | 0,00000 | |
| C1_LNF2 | 0,09778 | 0,00790 | C1_LNF2 | 0,56393 | C1_LNF2 | 0,09874 | 0,00694 | C1_LNF2 | 0,59823 | C1_LNF2 | 0,09874 | 0,00694 | C1_LNF2 | 0,59823 | |
| C2_LNF2 | 0,17250 | 0,00010 | C2_LNF2 | 0,32755 | C2_LNF2 | 0,17593 | 0,00007 | C2_LNF2 | 0,36124 | C2_LNF2 | 0,17593 | 0,00007 | C2_LNF2 | 0,36124 | |
| C3_LNF2 | -0,03591 | 0,08329 | C3_LNF2 | 0,00322 | C3_LNF2 | -0,03635 | 0,07530 | C3_LNF2 | 0,00184 | C3_LNF2 | -0,03635 | 0,07530 | C3_LNF2 | 0,00184 | |
| C5M_LNF2 | 0,07614 | 0,00107 | C5M_LNF2 | 0,61949 | C5M_LNF2 | 0,07718 | 0,00076 | C5M_LNF2 | 0,58732 | C5M_LNF2 | 0,07718 | 0,00076 | C5M_LNF2 | 0,58732 | |
| A1M_LNF2 | 0,11608 | 0,00001 | A1M_LNF2 | 0,30570 | A1M_LNF2 | 0,11442 | 0,00001 | A1M_LNF2 | 0,27232 | A1M_LNF2 | 0,11442 | 0,00001 | A1M_LNF2 | 0,27232 | |
| A3RMLNF2 | 0,38556 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,11892 | A3RMLNF2 | 0,37338 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,11619 | A3RMLNF2 | 0,37338 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,11619 | |
| A4_LNF2 | -0,04742 | 0,09803 | A4_LNF2 | 0,35693 | A4_LNF2 | -0,04440 | 0,04743 | A4_LNF2 | 0,38449 | A4_LNF2 | -0,04440 | 0,04743 | A4_LNF2 | 0,38449 | |
| A5_LNF2 | 0,05182 | 0,17719 | A5_LNF2 | 0,26309 | A5_LNF2 | 0,05614 | 0,13460 | A5_LNF2 | 0,20463 | A5_LNF2 | 0,05614 | 0,13460 | A5_LNF2 | 0,20463 | |
| C1_C3 | -0,52941 | 0,07657 | C1_C3 | 0,28026 | C1_C3 | -0,52718 | 0,07430 | C1_C3 | 0,29680 | C1_C3 | -0,52718 | 0,07430 | C1_C3 | 0,29680 | |
| C1_C5M | -0,33962 | 0,09901 | C1_C5M | 0,99282 | C1_C5M | -0,34872 | 0,08817 | C1_C5M | 0,99519 | C1_C5M | -0,34872 | 0,08817 | C1_C5M | 0,99519 | |
| C4M_C5M | -0,17810 | 0,03512 | C4M_C5M | 0,59473 | C4M_C5M | -0,17818 | 0,03282 | C4M_C5M | 0,54329 | C4M_C5M | -0,17818 | 0,03282 | C4M_C5M | 0,54329 | |
| A1M_A3RM | -0,25079 | 0,41657 | A1M_A3RM | 0,79178 | A1M_A4 | 0,23840 | 0,02049 | A1M_A4 | 0,57867 | A1M_A4 | 0,23840 | 0,02049 | A1M_A4 | 0,57867 | |
| A1M_A4 | 0,21017 | 0,09169 | A1M_A4 | 0,51194 | A2M_A3RM | -0,47672 | 0,17728 | A2M_A3RM | 0,94526 | A2M_A3RM | -0,47672 | 0,17728 | A2M_A3RM | 0,94526 | |
| A2M_A3RM | -0,38991 | 0,29933 | A2M_A3RM | 0,97143 | | | | | | | | | | | |
| A3RM_A5 | 0,64572 | 0,22728 | A3RM_A5 | 0,67440 | A3RM_A5 | 0,56219 | 0,28264 | A3RM_A5 | 0,56283 | A3RM_A5 | 0,56219 | 0,28264 | A3RM_A5 | 0,56283 | |
| A4_A5 | -0,40954 | 0,09950 | A4_A5 | 0,43819 | A4_A5 | -0,38126 | 0,12135 | A4_A5 | 0,25187 | A4_A5 | -0,38126 | 0,12135 | A4_A5 | 0,25187 | |
| MOD_D1 | | 0,04085 | MOD_D1 | 0,00000 | MOD_D1 | | 0,03838 | MOD_D1 | 0,00000 | MOD_D1 | | 0,03838 | MOD_D1 | 0,00000 | |
| MOD_D2 | | 0,00511 | MOD_D2 | 0,00000 | MOD_D2 | | 0,00584 | MOD_D2 | 0,00000 | MOD_D2 | | 0,00584 | MOD_D2 | 0,00000 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,02414 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,02979 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,02979 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,00000 | |

Tabela A.11: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = ,997 Adjusted R Squared = ,997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 5,88584 | 0,00058 | FACTOR1 | 0,00016 |
| MD_A1M | -1,03174 | 0,00647 | MD_A1M | 0,77418 |
| MD_A2M | 0,23158 | 0,06378 | MD_A2M | 0,65204 |
| MD_A3RM | -3,42219 | 0,00011 | MD_A3RM | 0,23570 |
| MD_A5 | -0,93667 | 0,17298 | MD_A5 | 0,08086 |
| MD_C2 | -2,03379 | 0,00006 | MD_C2 | 0,35215 |
| MD_C3 | 0,77851 | 0,00237 | MD_C3 | 0,00008 |
| MD_LNF1 | -0,69533 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,75916 |
| MD_F7 | 0,03043 | 0,00000 | MD_F7 | 0,44317 |
| MD_F8 | 0,00495 | 0,00000 | MD_F8 | 0,96993 |
| MD_F9 | -0,01115 | 0,00120 | MD_F9 | 0,00000 |
| A1M_A1M | -0,08382 | 0,19441 | A1M_A1M | 0,58008 |
| A5_A5 | 0,70802 | 0,19443 | A5_A5 | 0,05836 |
| LNF1LNF1 | 0,02092 | 0,00001 | LNF1LNF1 | 0,00810 |
| LNF2LNF2 | -0,02338 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00049 |
| LNF3LNF3 | 0,00283 | 0,03822 | LNF3LNF3 | 0,71407 |
| F7_F7 | -0,00002 | 0,00000 | F7_F7 | 0,48505 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,00000 | F8_F8 | 0,92458 |
| F9_F9 | 0,00001 | 0,00049 | F9_F9 | 0,00000 |
| C1_LNF2 | 0,10149 | 0,00531 | C1_LNF2 | 0,59558 |
| C2_LNF2 | 0,17260 | 0,00009 | C2_LNF2 | 0,33690 |
| C3_LNF2 | -0,03696 | 0,06909 | C3_LNF2 | 0,00207 |
| C5M_LNF2 | 0,07913 | 0,00054 | C5M_LNF2 | 0,52051 |
| A1M_LNF2 | 0,11146 | 0,00001 | A1M_LNF2 | 0,26422 |
| A3RMLNF2 | 0,35772 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,08524 |
| A4_LNF2 | -0,04324 | 0,05273 | A4_LNF2 | 0,36270 |
| A5_LNF2 | 0,05111 | 0,16423 | A5_LNF2 | 0,17880 |
| C1_C3 | -0,49826 | 0,08707 | C1_C3 | 0,29045 |
| C1_C5M | -0,38682 | 0,05678 | C1_C5M | 0,99679 |
| C4M_C5M | -0,17578 | 0,03504 | C4M_C5M | 0,51840 |
| A1M_A4 | 0,23785 | 0,02036 | A1M_A4 | 0,55847 |
| A2M_A3RM | -0,34703 | 0,30359 | A2M_A3RM | 0,89038 |
| A4_A5 | -0,43517 | 0,05338 | A4_A5 | 0,61354 |
| MOD_D1 | | 0,03290 | MOD_D1 | 0,00000 |
| MOD_D2 | | 0,00627 | MOD_D2 | 0,00000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,04028 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,00000 |

Tabela A.12: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = ,998 Adjusted R Squared = ,997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F4 R Squared = ,998 Adjusted R Squared = ,997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|--|-----------------|----------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 5.44257 | 0.19662 | FACTOR1 | 0.63576 | Intercept | 5.21538 | 0.18986 | FACTOR1 | 0.66299 |
| MD_A1M | -1.00994 | 0.03086 | MD_A1M | 0.73686 | MD_A1M | -0.96564 | 0.01413 | MD_A1M | 0.81456 |
| MD_A2M | 0.47156 | 0.30431 | MD_A2M | 0.68137 | MD_A2M | 0.47675 | 0.11171 | MD_A2M | 0.21631 |
| MD_A3RM | -3.68049 | 0.00479 | MD_A3RM | 0.58668 | MD_A3RM | -3.63906 | 0.00340 | MD_A3RM | 0.48317 |
| MD_A4 | -0.68529 | 0.36393 | MD_A4 | 0.29236 | MD_A4 | -0.70287 | 0.33067 | MD_A4 | 0.22418 |
| MD_A5 | -1.31328 | 0.14467 | MD_A5 | 0.21429 | MD_A5 | -1.27768 | 0.14676 | MD_A5 | 0.19297 |
| MD_C1 | -0.74578 | 0.57505 | MD_C1 | 0.66419 | MD_C1 | -0.73965 | 0.56917 | MD_C1 | 0.57644 |
| MD_C2 | -3.11847 | 0.00340 | MD_C2 | 0.94732 | MD_C2 | -3.06162 | 0.00271 | MD_C2 | 0.97689 |
| MD_C3 | 0.17448 | 0.06241 | MD_C3 | 0.35392 | MD_C3 | 0.16670 | 0.03557 | MD_C3 | 0.27829 |
| MD_C4M | 2.34753 | 0.51045 | MD_C4M | 0.77724 | MD_C4M | 2.31886 | 0.50621 | MD_C4M | 0.79870 |
| MD_C5M | -5.18134 | 0.16960 | MD_C5M | 0.61953 | MD_C5M | -5.08936 | 0.16485 | MD_C5M | 0.73100 |
| MD_LNF1 | -0.84068 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.07172 | MD_LNF1 | -0.82688 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.92824 |
| MD_LNF2 | -0.00978 | 0.91509 | MD_LNF2 | 0.15991 | | | | | |
| MD_LNF3 | 0.01190 | 0.81695 | MD_LNF3 | 0.09778 | | | | | |
| MD_F7 | 0.03223 | 0.00000 | MD_F7 | 0.41564 | MD_F7 | 0.03240 | 0.00000 | MD_F7 | 0.38489 |
| MD_F8 | 0.00494 | 0.00000 | MD_F8 | 0.92824 | MD_F8 | 0.00494 | 0.00000 | MD_F8 | 0.87097 |
| MD_F9 | -0.01356 | 0.00012 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | -0.01363 | 0.00008 | MD_F9 | 0.00000 |
| C1_C1 | 0.35418 | 0.65145 | C1_C1 | 0.55320 | C1_C1 | -0.35660 | 0.64380 | C1_C1 | 0.45182 |
| C2_C2 | 0.15839 | 0.73019 | C2_C2 | 0.89459 | C2_C2 | -0.14833 | 0.74270 | C2_C2 | 0.85903 |
| C3_C3 | -0.00050 | 0.49635 | C3_C3 | 0.02191 | C3_C3 | -0.00045 | 0.48673 | C3_C3 | 0.01009 |
| C4M_C4M | -0.81710 | 0.33584 | C4M_C4M | 0.54468 | C4M_C4M | -0.80707 | 0.32761 | C4M_C4M | 0.53262 |
| C5M_C5M | 0.18227 | 0.66884 | C5M_C5M | 0.35813 | C5M_C5M | 0.19909 | 0.62965 | C5M_C5M | 0.49599 |
| A1M_A1M | -0.10297 | 0.18852 | A1M_A1M | 0.67357 | A1M_A1M | -0.10018 | 0.15873 | A1M_A1M | 0.49705 |
| A2M_A2M | -0.05756 | 0.49485 | A2M_A2M | 0.00270 | A2M_A2M | -0.05230 | 0.41544 | A2M_A2M | 0.33900 |
| A3MA3RM | 0.73219 | 0.41317 | A3MA3RM | 0.53552 | A3MA3RM | 0.74105 | 0.39605 | A3MA3RM | 0.83761 |
| A4_A4 | 0.37796 | 0.50357 | A4_A4 | 0.00971 | A4_A4 | 0.38661 | 0.48951 | A4_A4 | 0.00780 |
| A5_A5 | 0.54466 | 0.34993 | A5_A5 | 0.04547 | A5_A5 | 0.54601 | 0.33877 | A5_A5 | 0.03273 |
| LNF1LNF1 | 0.02858 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.83493 | LNF1LNF1 | 0.02809 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00180 |
| LNF2LNF2 | -0.03000 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.91263 | LNF2LNF2 | -0.03008 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.00008 |
| LNF3LNF3 | 0.00195 | 0.49134 | LNF3LNF3 | 0.07950 | LNF3LNF3 | 0.00249 | 0.06846 | LNF3LNF3 | 0.62399 |
| F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.32875 | F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.37741 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.93035 | F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.87975 |
| F9_F9 | 0.00001 | 0.00003 | F9_F9 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | 0.00002 | F9_F9 | 0.00000 |
| C1_LNF2 | 0.05929 | 0.26713 | C1_LNF2 | 0.66564 | C1_LNF2 | 0.05827 | 0.24635 | C1_LNF2 | 0.80548 |
| C2_LNF2 | 0.22225 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.54817 | C2_LNF2 | 0.21978 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.81554 |
| C3_LNF2 | -0.01656 | 0.10224 | C3_LNF2 | 0.44827 | C3_LNF2 | -0.01650 | 0.08836 | C3_LNF2 | 0.87430 |
| C4M_LNF2 | 0.11356 | 0.02779 | C4M_LNF2 | 0.14814 | C4M_LNF2 | 0.11372 | 0.02415 | C4M_LNF2 | 0.13946 |
| C5M_LNF2 | 0.06582 | 0.30762 | C5M_LNF2 | 0.26698 | C5M_LNF2 | 0.06198 | 0.28590 | C5M_LNF2 | 0.18020 |
| A1M_LNF2 | 0.11478 | 0.00014 | A1M_LNF2 | 0.17718 | A1M_LNF2 | 0.11510 | 0.00001 | A1M_LNF2 | 0.65023 |
| A2M_LNF2 | 0.00130 | 0.97403 | A2M_LNF2 | 0.02290 | | | | | |
| A3RMLNF2 | 0.32038 | 0.00017 | A3RMLNF2 | 0.47410 | A3RMLNF2 | 0.32197 | 0.00005 | A3RMLNF2 | 0.37317 |
| A4_LNF2 | -0.00911 | 0.77923 | A4_LNF2 | 0.72257 | A4_LNF2 | -0.01247 | 0.67606 | A4_LNF2 | 0.52773 |
| A5_LNF2 | 0.10267 | 0.02076 | A5_LNF2 | 0.31849 | A5_LNF2 | 0.10270 | 0.01279 | A5_LNF2 | 0.05862 |
| C1_C2 | -0.62754 | 0.17896 | C1_C2 | 0.92810 | C1_C2 | -0.63718 | 0.14976 | C1_C2 | 0.90817 |
| C1_C3 | -0.01571 | 0.87989 | C1_C3 | 0.29171 | | | | | |
| C1_C4M | -0.26025 | 0.57661 | C1_C4M | 0.98367 | C1_C4M | -0.25634 | 0.57178 | C1_C4M | 0.98944 |
| C1_C5M | 0.29951 | 0.57167 | C1_C5M | 0.83588 | C1_C5M | 0.28363 | 0.58608 | C1_C5M | 0.98526 |
| C2_C4M | 0.88964 | 0.10990 | C2_C4M | 0.25112 | C2_C4M | 0.85180 | 0.10951 | C2_C4M | 0.44560 |
| C2_C5M | -0.47283 | 0.42164 | C2_C5M | 0.23589 | C2_C5M | -0.44433 | 0.43672 | C2_C5M | 0.46577 |
| C3_C5M | 0.01896 | 0.63590 | C3_C5M | 0.06994 | C3_C5M | 0.01842 | 0.63368 | C3_C5M | 0.12005 |
| C4M_C5M | 0.78242 | 0.45987 | C4M_C5M | 0.45915 | C4M_C5M | 0.75320 | 0.45934 | C4M_C5M | 0.47250 |
| A1M_A2M | 0.01799 | 0.88729 | A1M_A2M | 0.59692 | | | | | |
| A1M_A3RM | 0.05940 | 0.87640 | A1M_A3RM | 0.25762 | | | | | |
| A1M_A4 | 0.19981 | 0.16974 | A1M_A4 | 0.86218 | A1M_A4 | 0.19027 | 0.16144 | A1M_A4 | 0.83877 |
| A1M_A5 | 0.09152 | 0.63753 | A1M_A5 | 0.65406 | A1M_A5 | 0.08092 | 0.62386 | A1M_A5 | 0.65582 |
| A2M_A3RM | -0.40038 | 0.37632 | A2M_A3RM | 0.56193 | A2M_A3RM | -0.35336 | 0.36631 | A2M_A3RM | 0.82630 |
| A2M_A4 | -0.03783 | 0.82770 | A2M_A4 | 0.00371 | | | | | |
| A2M_A5 | -0.23075 | 0.31464 | A2M_A5 | 0.41249 | A2M_A5 | -0.23406 | 0.27715 | A2M_A5 | 0.20884 |
| A3RM_A4 | 0.12566 | 0.78322 | A3RM_A4 | 0.83568 | A3RM_A4 | 0.11117 | 0.80234 | A3RM_A4 | 0.90213 |
| A3RM_A5 | 0.47636 | 0.38639 | A3RM_A5 | 0.09790 | A3RM_A5 | 0.48510 | 0.36992 | A3RM_A5 | 0.08499 |
| A4_A5 | -0.36920 | 0.16877 | A4_A5 | 0.13507 | A4_A5 | -0.37382 | 0.15537 | A4_A5 | 0.16298 |
| C5MDC4M | 4.27979 | 0.25064 | C5MDC4M | 0.61157 | C5MDC4M | 4.20993 | 0.24586 | C5MDC4M | 0.66594 |
| MOD_D1 | 0.24694 | 0.00000 | MOD_D1 | 0.00000 | MOD_D1 | 0.22594 | 0.00000 | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | 0.03400 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.02146 | 0.00000 | MOD_D2 | 0.00000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0.17313 | 0.00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.15438 | 0.00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 |

Tabela A.12: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .998 Adjusted R Squared = .997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F4 R Squared = .998 Adjusted R Squared = .997 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|--|----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 4.83198 | 0.21331 | FACTOR1 | 0.64790 | Intercept | 7.74929 | 0.00002 | FACTOR1 | 0.00462 |
| MD_A1M | -0.96872 | 0.01020 | MD_A1M | 0.90063 | MD_A1M | -0.93522 | 0.01051 | MD_A1M | 0.92081 |
| MD_A2M | 0.46870 | 0.11207 | MD_A2M | 0.23345 | MD_A2M | 0.22617 | 0.10441 | MD_A2M | 0.60897 |
| MD_A3RM | -3.62518 | 0.00094 | MD_A3RM | 0.39112 | MD_A3RM | -3.10325 | 0.00039 | MD_A3RM | 0.17414 |
| MD_A4 | -0.80409 | 0.19120 | MD_A4 | 0.02518 | MD_A4 | -0.32980 | 0.25022 | MD_A4 | 0.42620 |
| MD_A5 | -1.24915 | 0.14682 | MD_A5 | 0.16071 | MD_A5 | -1.33448 | 0.11004 | MD_A5 | 0.43290 |
| MD_C1 | -0.22331 | 0.76626 | MD_C1 | 0.94950 | | | | | |
| MD_C2 | -2.93377 | 0.00008 | MD_C2 | 0.98702 | MD_C2 | -3.06363 | 0.00002 | MD_C2 | 0.95362 |
| MD_C3 | 0.15800 | 0.02960 | MD_C3 | 0.74929 | MD_C3 | 0.15280 | 0.01736 | MD_C3 | 0.10929 |
| MD_C4M | 2.51336 | 0.46202 | MD_C4M | 0.78251 | | | | | |
| MD_C5M | -5.28005 | 0.14241 | MD_C5M | 0.70363 | MD_C5M | -2.90648 | 0.00001 | MD_C5M | 0.56270 |
| MD_LNF1 | -0.82515 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.91366 | MD_LNF1 | -0.81667 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.83310 |
| | | | | | | | | | |
| MD_F7 | 0.03215 | 0.00000 | MD_F7 | 0.37715 | MD_F7 | 0.03199 | 0.00000 | MD_F7 | 0.29728 |
| MD_F8 | 0.00494 | 0.00000 | MD_F8 | 0.93091 | MD_F8 | 0.00493 | 0.00000 | MD_F8 | 0.91565 |
| MD_F9 | -0.01350 | 0.00008 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | -0.01351 | 0.00005 | MD_F9 | 0.00000 |
| | | | | | | | | | |
| C3_C3 | -0.00022 | 0.66503 | C3_C3 | 0.01777 | | | | | |
| C4M_C4M | -0.89169 | 0.25997 | C4M_C4M | 0.53438 | C4M_C4M | -0.34553 | 0.03196 | C4M_C4M | 0.35640 |
| | | | | | | | | | |
| A1M_A1M | -0.08137 | 0.22567 | A1M_A1M | 0.50714 | A1M_A1M | -0.08552 | 0.17165 | A1M_A1M | 0.59396 |
| A2M_A2M | -0.05190 | 0.41074 | A2M_A2M | 0.36235 | | | | | |
| A3RMA3RM | 0.64850 | 0.41004 | A3RMA3RM | 0.70612 | | | | | |
| A4_A4 | 0.40605 | 0.46092 | A4_A4 | 0.00859 | | | | | |
| A5_A5 | 0.59347 | 0.29413 | A5_A5 | 0.02585 | A5_A5 | 0.68277 | 0.21174 | A5_A5 | 0.11766 |
| LNF1LNF1 | 0.02800 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00182 | LNF1LNF1 | 0.02734 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00046 |
| LNF2LNF2 | -0.02968 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.00008 | LNF2LNF2 | -0.02911 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.00001 |
| LNF3LNF3 | 0.00237 | 0.07743 | LNF3LNF3 | 0.67150 | LNF3LNF3 | 0.00215 | 0.10393 | LNF3LNF3 | 0.75692 |
| F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.38685 | F7_F7 | -0.00002 | 0.00000 | F7_F7 | 0.37761 |
| F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.89050 | F8_F8 | 0.00000 | 0.00000 | F8_F8 | 0.89025 |
| F9_F9 | 0.00001 | 0.00002 | F9_F9 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | 0.00001 | F9_F9 | 0.00000 |
| C1_LNF2 | 0.05459 | 0.25646 | C1_LNF2 | 0.86848 | C1_LNF2 | 0.03280 | 0.13513 | C1_LNF2 | 0.97121 |
| C2_LNF2 | 0.21974 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.75381 | C2_LNF2 | 0.22423 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.55565 |
| C3_LNF2 | -0.01346 | 0.01827 | C3_LNF2 | 0.79657 | C3_LNF2 | -0.01398 | 0.01229 | C3_LNF2 | 0.52884 |
| C4M_LNF2 | 0.10127 | 0.03592 | C4M_LNF2 | 0.23999 | C4M_LNF2 | 0.10503 | 0.01016 | C4M_LNF2 | 0.35551 |
| C5M_LNF2 | 0.07324 | 0.19043 | C5M_LNF2 | 0.32798 | C5M_LNF2 | 0.07593 | 0.12085 | C5M_LNF2 | 0.56082 |
| A1M_LNF2 | 0.10809 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.64438 | A1M_LNF2 | 0.10862 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.45413 |
| | | | | | | | | | |
| A3RMLNF2 | 0.33440 | 0.00001 | A3RMLNF2 | 0.44580 | A3RMLNF2 | 0.32956 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.18900 |
| | | | | | | | | | |
| A5_LNF2 | 0.10817 | 0.00615 | A5_LNF2 | 0.11136 | A5_LNF2 | 0.11107 | 0.00381 | A5_LNF2 | 0.09552 |
| C1_C2 | -0.61307 | 0.16166 | C1_C2 | 0.90094 | C1_C2 | -0.60760 | 0.11501 | C1_C2 | 0.77419 |
| | | | | | | | | | |
| C1_C4M | -0.24439 | 0.58659 | C1_C4M | 0.96684 | | | | | |
| C1_C5M | 0.25541 | 0.61994 | C1_C5M | 0.99637 | | | | | |
| C2_C4M | 0.76338 | 0.12135 | C2_C4M | 0.30660 | C2_C4M | 0.50829 | 0.05422 | C2_C4M | 0.88718 |
| C2_C5M | -0.32890 | 0.55226 | C2_C5M | 0.34951 | | | | | |
| | | | | | | | | | |
| C4M_C5M | 1.04285 | 0.21150 | C4M_C5M | 0.49821 | C4M_C5M | 0.51127 | 0.04820 | C4M_C5M | 0.39600 |
| | | | | | | | | | |
| A1M_A4 | 0.18534 | 0.11246 | A1M_A4 | 0.56532 | A1M_A4 | 0.16182 | 0.14748 | A1M_A4 | 0.56514 |
| | | | | | | | | | |
| A2M_A3RM | -0.36323 | 0.34190 | A2M_A3RM | 0.88008 | A2M_A3RM | -0.34357 | 0.32483 | A2M_A3RM | 0.87922 |
| | | | | | | | | | |
| A2M_A5 | -0.20013 | 0.33241 | A2M_A5 | 0.17465 | A2M_A5 | -0.19354 | 0.32563 | A2M_A5 | 0.07944 |
| | | | | | | | | | |
| A3RM_A5 | 0.48388 | 0.36504 | A3RM_A5 | 0.09545 | A3RM_A5 | 0.27470 | 0.57244 | A3RM_A5 | 0.04686 |
| A4_A5 | -0.36916 | 0.12989 | A4_A5 | 0.12605 | A4_A5 | -0.34571 | 0.14760 | A4_A5 | 0.04905 |
| C5MDC4M | 4.36650 | 0.21766 | C5MDC4M | 0.64328 | C5MDC4M | 1.84767 | 0.01241 | C5MDC4M | 0.28428 |
| MOD_D1 | | 0.23335 | MOD_D1 | 0.00000 | MOD_D1 | | 0.23245 | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | | 0.01723 | MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D2 | | 0.01053 | MOD_D2 | 0.00000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.15499 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.13824 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00000 |

Tabela A.12: Influência das estruturas de governança sobre a rentabilidade - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F4 R Squared = ,998 Adjusted R Squared = ,997 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|----------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Sig. |
| Intercept | 8,10999 | 0,00000 | 0,00219 |
| MD_A1M | -1,01506 | 0,00473 | 0,90476 |
| MD_A2M | 0,08326 | 0,21463 | 0,06560 |
| MD_A3RM | -3,39891 | 0,00000 | 0,08260 |
| MD_A5 | -0,85118 | 0,05167 | 0,20207 |
| MD_C2 | -2,88427 | 0,00004 | 0,94637 |
| MD_C3 | 0,16032 | 0,01220 | 0,00499 |
| MD_C5M | -2,95127 | 0,00001 | 0,58977 |
| MD_LNF1 | -0,80155 | 0,00000 | 0,84134 |
| MD_F7 | 0,03219 | 0,00000 | 0,28742 |
| MD_F8 | 0,00493 | 0,00000 | 0,91686 |
| MD_F9 | -0,01379 | 0,00003 | 0,00000 |
| C4M_C4M | -0,34143 | 0,03202 | 0,38527 |
| A1M_A1M | -0,06891 | 0,25106 | 0,65576 |
| LNF1LNF1 | 0,02659 | 0,00000 | 0,00019 |
| LNF2LNF2 | -0,02876 | 0,00000 | 0,00000 |
| LNF3LNF3 | 0,00231 | 0,07724 | 0,75673 |
| F7_F7 | -0,00002 | 0,00000 | 0,29298 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,00000 | 0,88321 |
| F9_F9 | 0,00001 | 0,00001 | 0,00000 |
| C1_LNF2 | 0,03479 | 0,11067 | 0,96998 |
| C2_LNF2 | 0,21405 | 0,00000 | 0,62495 |
| C3_LNF2 | -0,01457 | 0,00877 | 0,07581 |
| C4M_LNF2 | 0,10160 | 0,01259 | 0,45903 |
| C5M_LNF2 | 0,08236 | 0,09071 | 0,71019 |
| A1M_LNF2 | 0,11170 | 0,00000 | 0,40283 |
| A3RMLNF2 | 0,30343 | 0,00000 | 0,09208 |
| A5_LNF2 | 0,10054 | 0,00589 | 0,15817 |
| C1_C2 | -0,68117 | 0,07383 | 0,82197 |
| C2_C4M | 0,50731 | 0,05294 | 0,89683 |
| C4M_C5M | 0,51183 | 0,04549 | 0,44960 |
| A1M_A4 | 0,03863 | 0,19061 | 0,36066 |
| A4_A5 | -0,38512 | 0,07706 | 0,60650 |
| C5MDC4M | 1,77768 | 0,01591 | 0,40541 |
| MOD_D1 | | 0,21612 | 0,00000 |
| MOD_D2 | | 0,00884 | 0,00000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,12458 | 0,00000 |

Tabela A.13: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .856 Adjusted R Squared = .823 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .856 Adjusted R Squared = .826 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|------------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|------------|---------|--|---------|-----------------|------------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 698.06671 | 0.51202 | FACTOR1 | 0.99070 | Intercept | 547.87575 | 0.04205 | FACTOR1 | 0.11674 | Intercept | 547.87575 | 0.04205 | FACTOR1 | 0.11674 | |
| MD_A1M | 70.67377 | 0.04916 | MD_A1M | 0.19955 | MD_A1M | 68.60981 | 0.02893 | MD_A1M | 0.02280 | MD_A1M | 68.60981 | 0.02893 | MD_A1M | 0.02280 | |
| MD_A2M | -5.52222 | 0.87271 | MD_A2M | 0.22964 | MD_A2M | | | MD_A2M | | MD_A2M | | | MD_A2M | | |
| MD_A3RM | -630.60366 | 0.00000 | MD_A3RM | 0.00027 | MD_A3RM | -640.28213 | 0.00000 | MD_A3RM | 0.00055 | MD_A3RM | -640.28213 | 0.00000 | MD_A3RM | 0.00055 | |
| MD_A4 | -102.17643 | 0.08044 | MD_A4 | 0.23832 | MD_A4 | -106.13807 | 0.05647 | MD_A4 | 0.11605 | MD_A4 | -106.13807 | 0.05647 | MD_A4 | 0.11605 | |
| MD_A5 | -163.14418 | 0.01810 | MD_A5 | 0.33804 | MD_A5 | -173.28807 | 0.00015 | MD_A5 | 0.77074 | MD_A5 | -173.28807 | 0.00015 | MD_A5 | 0.77074 | |
| MD_C1 | -212.06890 | 0.08901 | MD_C1 | 0.02150 | MD_C1 | -192.23373 | 0.11371 | MD_C1 | 0.02922 | MD_C1 | -192.23373 | 0.11371 | MD_C1 | 0.02922 | |
| MD_C2 | -366.11076 | 0.00005 | MD_C2 | 0.67043 | MD_C2 | -364.58278 | 0.00000 | MD_C2 | 0.09353 | MD_C2 | -364.58278 | 0.00000 | MD_C2 | 0.09353 | |
| MD_C3 | 65.76655 | 0.05275 | MD_C3 | 0.12978 | MD_C3 | 77.33823 | 0.01396 | MD_C3 | 0.12670 | MD_C3 | 77.33823 | 0.01396 | MD_C3 | 0.12670 | |
| MD_C4M | 3.58356 | 0.99761 | MD_C4M | 0.95865 | MD_C4M | | | MD_C4M | | MD_C4M | | | MD_C4M | | |
| MD_C5M | -39.15517 | 0.97385 | MD_C5M | 0.94845 | MD_C5M | | | MD_C5M | | MD_C5M | | | MD_C5M | | |
| MD_LNF1 | -89.43852 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.00000 | MD_LNF1 | -88.68131 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.00000 | MD_LNF1 | -88.68131 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.00000 | |
| MD_LNF2 | -29.47013 | 0.00024 | MD_LNF2 | 0.00143 | MD_LNF2 | -28.67265 | 0.00015 | MD_LNF2 | 0.00167 | MD_LNF2 | -28.67265 | 0.00015 | MD_LNF2 | 0.00167 | |
| MD_LNF3 | 16.35419 | 0.00002 | MD_LNF3 | 0.21908 | MD_LNF3 | 16.36280 | 0.00002 | MD_LNF3 | 0.26483 | MD_LNF3 | 16.36280 | 0.00002 | MD_LNF3 | 0.26483 | |
| MD_F4 | 64.69508 | 0.00000 | MD_F4 | 0.09442 | MD_F4 | 64.76992 | 0.00000 | MD_F4 | 0.09938 | MD_F4 | 64.76992 | 0.00000 | MD_F4 | 0.09938 | |
| MD_F8 | 1.91449 | 0.00000 | MD_F8 | 0.25758 | MD_F8 | 1.91283 | 0.00000 | MD_F8 | 0.16351 | MD_F8 | 1.91283 | 0.00000 | MD_F8 | 0.16351 | |
| MD_F9 | 1.03045 | 0.00000 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | 1.04258 | 0.00000 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | 1.04258 | 0.00000 | MD_F9 | 0.00000 | |
| C1_C1 | -19.17661 | 0.75886 | C1_C1 | 0.25190 | C1_C1 | -20.35827 | 0.74026 | C1_C1 | 0.33767 | C1_C1 | -20.35827 | 0.74026 | C1_C1 | 0.33767 | |
| C2_C2 | -5.54956 | 0.89482 | C2_C2 | 0.37798 | C2_C2 | | | C2_C2 | | C2_C2 | | | C2_C2 | | |
| C3_C3 | 8.44867 | 0.02955 | C3_C3 | 0.76949 | C3_C3 | 7.40983 | 0.03496 | C3_C3 | 0.81652 | C3_C3 | 7.40983 | 0.03496 | C3_C3 | 0.81652 | |
| C4M_C4M | 52.19209 | 0.81641 | C4M_C4M | 0.96586 | C4M_C4M | | | C4M_C4M | | C4M_C4M | | | C4M_C4M | | |
| C5M_C5M | 157.03430 | 0.26473 | C5M_C5M | 0.89555 | C5M_C5M | 86.53759 | 0.23518 | C5M_C5M | 0.98968 | C5M_C5M | 86.53759 | 0.23518 | C5M_C5M | 0.98968 | |
| A1M_A1M | -6.32996 | 0.28164 | A1M_A1M | 0.04477 | A1M_A1M | -6.04441 | 0.26145 | A1M_A1M | 0.02119 | A1M_A1M | -6.04441 | 0.26145 | A1M_A1M | 0.02119 | |
| A2M_A2M | -3.82485 | 0.55450 | A2M_A2M | 0.79083 | A2M_A2M | -3.84324 | 0.53171 | A2M_A2M | 0.64133 | A2M_A2M | -3.84324 | 0.53171 | A2M_A2M | 0.64133 | |
| A3RMA3RM | 202.02056 | 0.00312 | A3RMA3RM | 0.02326 | A3RMA3RM | 204.48502 | 0.00179 | A3RMA3RM | 0.03110 | A3RMA3RM | 204.48502 | 0.00179 | A3RMA3RM | 0.03110 | |
| A4_A4 | 13.79964 | 0.75799 | A4_A4 | 0.54960 | A4_A4 | 14.57989 | 0.72929 | A4_A4 | 0.56323 | A4_A4 | 14.57989 | 0.72929 | A4_A4 | 0.56323 | |
| A5_A5 | -6.22969 | 0.88925 | A5_A5 | 0.67895 | A5_A5 | | | A5_A5 | | A5_A5 | | | A5_A5 | | |
| LNF1LNF1 | 4.23145 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00001 | LNF1LNF1 | 4.21303 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 4.21303 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00000 | |
| LNF2LNF2 | -2.36111 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.01075 | LNF2LNF2 | -2.34850 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.01187 | LNF2LNF2 | -2.34850 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.01187 | |
| LNF3LNF3 | -0.78141 | 0.00030 | LNF3LNF3 | 0.19653 | LNF3LNF3 | -0.77956 | 0.00020 | LNF3LNF3 | 0.16604 | LNF3LNF3 | -0.77956 | 0.00020 | LNF3LNF3 | 0.16604 | |
| F4_F4 | 1.47332 | 0.00000 | F4_F4 | 0.03136 | F4_F4 | 1.47226 | 0.00000 | F4_F4 | 0.02690 | F4_F4 | 1.47226 | 0.00000 | F4_F4 | 0.02690 | |
| F8_F8 | -0.00004 | 0.00000 | F8_F8 | 0.57539 | F8_F8 | -0.00004 | 0.00000 | F8_F8 | 0.59576 | F8_F8 | -0.00004 | 0.00000 | F8_F8 | 0.59576 | |
| F9_F9 | -0.00071 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00004 | F9_F9 | -0.00072 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | F9_F9 | -0.00072 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | |
| C1_LNF2 | 7.43454 | 0.06933 | C1_LNF2 | 0.00002 | C1_LNF2 | 7.46975 | 0.06193 | C1_LNF2 | 0.00004 | C1_LNF2 | 7.46975 | 0.06193 | C1_LNF2 | 0.00004 | |
| C2_LNF2 | 29.22420 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.03004 | C2_LNF2 | 29.04469 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.05953 | C2_LNF2 | 29.04469 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.05953 | |
| C3_LNF2 | -6.94432 | 0.00030 | C3_LNF2 | 0.00917 | C3_LNF2 | -7.06776 | 0.00016 | C3_LNF2 | 0.01706 | C3_LNF2 | -7.06776 | 0.00016 | C3_LNF2 | 0.01706 | |
| C4M_LNF2 | 20.93072 | 0.33013 | C4M_LNF2 | 0.40398 | C4M_LNF2 | 28.41287 | 0.09072 | C4M_LNF2 | 0.57078 | C4M_LNF2 | 28.41287 | 0.09072 | C4M_LNF2 | 0.57078 | |
| C5M_LNF2 | -14.37998 | 0.50328 | C5M_LNF2 | 0.31116 | C5M_LNF2 | -22.64894 | 0.17779 | C5M_LNF2 | 0.52907 | C5M_LNF2 | -22.64894 | 0.17779 | C5M_LNF2 | 0.52907 | |
| A1M_LNF2 | -0.07528 | 0.97409 | A1M_LNF2 | 0.42319 | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | | |
| A2M_LNF2 | 4.76782 | 0.11229 | A2M_LNF2 | 0.37747 | A2M_LNF2 | 4.67427 | 0.06331 | A2M_LNF2 | 0.90402 | A2M_LNF2 | 4.67427 | 0.06331 | A2M_LNF2 | 0.90402 | |
| A3RMLNF2 | 58.41070 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 58.36946 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 58.36946 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.00000 | |
| A4_LNF2 | 2.62635 | 0.26049 | A4_LNF2 | 0.05158 | A4_LNF2 | 2.72288 | 0.21524 | A4_LNF2 | 0.04354 | A4_LNF2 | 2.72288 | 0.21524 | A4_LNF2 | 0.04354 | |
| A5_LNF2 | 14.24861 | 0.00002 | A5_LNF2 | 0.23721 | A5_LNF2 | 13.66592 | 0.00001 | A5_LNF2 | 0.37080 | A5_LNF2 | 13.66592 | 0.00001 | A5_LNF2 | 0.37080 | |
| C1_C2 | 77.42769 | 0.12076 | C1_C2 | 0.05038 | C1_C2 | 71.94048 | 0.13542 | C1_C2 | 0.05481 | C1_C2 | 71.94048 | 0.13542 | C1_C2 | 0.05481 | |
| C1_C3 | 26.02730 | 0.45855 | C1_C3 | 0.44947 | C1_C3 | 24.58328 | 0.45966 | C1_C3 | 0.34958 | C1_C3 | 24.58328 | 0.45966 | C1_C3 | 0.34958 | |
| C1_C4M | -40.67123 | 0.82842 | C1_C4M | 0.59043 | C1_C4M | | | C1_C4M | | C1_C4M | | | C1_C4M | | |
| C1_C5M | 75.90441 | 0.68736 | C1_C5M | 0.66797 | C1_C5M | 27.49653 | 0.22701 | C1_C5M | 0.15806 | C1_C5M | 27.49653 | 0.22701 | C1_C5M | 0.15806 | |
| C2_C4M | 120.55600 | 0.43296 | C2_C4M | 0.88639 | C2_C4M | 95.35739 | 0.38519 | C2_C4M | 0.99112 | C2_C4M | 95.35739 | 0.38519 | C2_C4M | 0.99112 | |
| C2_C5M | -120.87570 | 0.43123 | C2_C5M | 0.94831 | C2_C5M | -97.27717 | 0.38273 | C2_C5M | 0.96240 | C2_C5M | -97.27717 | 0.38273 | C2_C5M | 0.96240 | |
| C3_C5M | -19.31558 | 0.14892 | C3_C5M | 0.84030 | C3_C5M | -22.86713 | 0.06279 | C3_C5M | 0.76739 | C3_C5M | -22.86713 | 0.06279 | C3_C5M | 0.76739 | |
| C4M_C5M | -223.88419 | 0.27395 | C4M_C5M | 0.95072 | C4M_C5M | -105.98551 | 0.14686 | C4M_C5M | 0.98742 | C4M_C5M | -105.98551 | 0.14686 | C4M_C5M | 0.98742 | |
| A1M_A2M | -4.38731 | 0.64943 | A1M_A2M | 0.88602 | A1M_A2M | -5.74723 | 0.50831 | A1M_A2M | 0.75605 | A1M_A2M | -5.74723 | 0.50831 | A1M_A2M | 0.75605 | |
| A1M_A3RM | -53.99595 | 0.05564 | A1M_A3RM | 0.27236 | A1M_A3RM | -50.48392 | 0.02904 | A1M_A3RM | 0.07298 | A1M_A3RM | -50.48392 | 0.02904 | A1M_A3RM | 0.07298 | |
| A1M_A4 | -1.11785 | 0.91768 | A1M_A4 | 0.83097 | A1M_A4 | | | A1M_A4 | | A1M_A4 | | | A1M_A4 | | |
| A1M_A5 | -3.48897 | 0.81149 | A1M_A5 | 0.07789 | A1M_A5 | | | A1M_A5 | | A1M_A5 | | | A1M_A5 | | |
| A2M_A3RM | -65.41840 | 0.05597 | A2M_A3RM | 0.11412 | A2M_A3RM | -66.42494 | 0.02855 | A2M_A3RM | 0.19595 | A2M_A3RM | -66.42494 | 0.02855 | A2M_A3RM | 0.19595 | |
| A2M_A4 | 6.65080 | 0.61571 | A2M_A4 | 0.36554 | A2M_A4 | 6.00034 | 0.62029 | A2M_A4 | 0.35866 | A2M_A4 | 6.00034 | 0.62029 | A2M_A4 | 0.35866 | |
| A2M_A5 | -11.91587 | 0.48705 | A2M_A5 | 0.19829 | A2M_A5 | -11.44752 | 0.46474 | A2M_A5 | 0.19651 | A2M_A5 | -11.44752 | 0.46474 | A2M_A5 | 0.19651 | |
| A3RM_A4 | 96.66652 | 0.00544 | A3RM_A4 | 0.05566 | A3RM_A4 | 98.74344 | 0.00384 | A3RM_A4 | 0.02572 | A3RM_A4 | 98.74344 | 0.00384 | A3RM_A4 | 0.02572 | |
| A3RM_A5 | 68.08479 | 0.11265 | A3RM_A5 | 0.70683 | A3RM_A5 | 67.92967 | 0.09394 | A3RM_A5 | 0.90763 | A3RM_A5 | 67.92967 | 0.09394 | A3RM_A5 | 0.90763 | |
| A4_A5 | 26.37681 | 0.19736 | A4_A5 | 0.68114 | A4_A5 | 26.99892 | 0.17633 | A4_A5 | 0.82284 | A4_A5 | 26.99892 | 0.17633 | A4_A5 | 0.82284 | |
| C5MDC4M | 311.37130 | 0.76934 | C5MDC4M | 0.95288 | C5MDC4M | 417.61270 | 0.06999 | C5MDC4M | 0.43870 | C5MDC4M | 417.61270 | 0.06999 | C5MDC4M | 0.43870 | |
| MOD_D1 | | 0.86917 | MOD_D1 | 0.00106 | MOD_D1 | | 0.85353 | MOD_D1 | 0.00050 | MOD_D1 | | 0.85353 | MOD_D1 | 0.00050 | |
| MOD_D2 | | 0.00429 | MOD_D2 | 0.06214 | MOD_D2 | | 0.00284 | MOD_D2 | 0.01679 | MOD_D2 | | 0.00284 | MOD_D2 | 0.01679 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.06035 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00715 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.03871 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00338 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.03871 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00338 | |

Tabela A.13: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .855 Adjusted R Squared = .827 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .855 Adjusted R Squared = .828 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|------------|---------|--------------------------------------|---------|--|------------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 547.31765 | 0.04123 | FACTOR1 | 0.16158 | Intercept | 542.17244 | 0.04270 | FACTOR1 | 0.16185 |
| MD_A1M | 67.12579 | 0.03080 | MD_A1M | 0.04383 | MD_A1M | 64.98341 | 0.03253 | MD_A1M | 0.02111 |
| MD_A3RM | -632.48649 | 0.00000 | MD_A3RM | 0.00063 | MD_A3RM | -632.18383 | 0.00000 | MD_A3RM | 0.00029 |
| MD_A4 | -82.37499 | 0.00687 | MD_A4 | 0.03754 | MD_A4 | -84.63889 | 0.00501 | MD_A4 | 0.03056 |
| MD_A5 | -175.37790 | 0.00012 | MD_A5 | 0.74195 | MD_A5 | -195.07540 | 0.00000 | MD_A5 | 0.81843 |
| MD_C1 | -219.91693 | 0.00357 | MD_C1 | 0.04224 | MD_C1 | -197.42692 | 0.00573 | MD_C1 | 0.06002 |
| MD_C2 | -340.51682 | 0.00000 | MD_C2 | 0.13350 | MD_C2 | -374.31129 | 0.00000 | MD_C2 | 0.17545 |
| MD_C3 | 77.55966 | 0.01110 | MD_C3 | 0.27573 | MD_C3 | 88.75028 | 0.00131 | MD_C3 | 0.32074 |
| MD_LNF1 | -88.82404 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.00000 | MD_LNF1 | -87.86977 | 0.00000 | MD_LNF1 | 0.00000 |
| MD_LNF2 | -28.84459 | 0.00013 | MD_LNF2 | 0.00165 | MD_LNF2 | -24.47813 | 0.00018 | MD_LNF2 | 0.00193 |
| MD_LNF3 | 16.45038 | 0.00001 | MD_LNF3 | 0.27133 | MD_LNF3 | 17.12349 | 0.00000 | MD_LNF3 | 0.24267 |
| MD_F4 | 64.76907 | 0.00000 | MD_F4 | 0.12046 | MD_F4 | 64.43056 | 0.00000 | MD_F4 | 0.24734 |
| MD_F8 | 1.91122 | 0.00000 | MD_F8 | 0.15691 | MD_F8 | 1.90811 | 0.00000 | MD_F8 | 0.23357 |
| MD_F9 | 1.04295 | 0.00000 | MD_F9 | 0.00000 | MD_F9 | 1.04558 | 0.00000 | MD_F9 | 0.00000 |
| C3_C3 | 7.32516 | 0.03491 | C3_C3 | 0.83087 | C3_C3 | 7.12400 | 0.03872 | C3_C3 | 0.95201 |
| C5M_C5M | 89.93611 | 0.21439 | C5M_C5M | 0.98941 | C5M_C5M | 76.37656 | 0.28084 | C5M_C5M | 0.99796 |
| A1M_A1M | -6.31049 | 0.23623 | A1M_A1M | 0.02244 | A1M_A1M | -7.61895 | 0.12365 | A1M_A1M | 0.02432 |
| A2M_A2M | -4.47955 | 0.45381 | A2M_A2M | 0.77305 | A2M_A2M | -4.47955 | 0.45381 | A2M_A2M | 0.77305 |
| A3RMA3RM | 204.47321 | 0.00172 | A3RMA3RM | 0.03444 | A3RMA3RM | 200.02389 | 0.00191 | A3RMA3RM | 0.03172 |
| LNF1LNF1 | 4.21970 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 4.18236 | 0.00000 | LNF1LNF1 | 0.00000 |
| LNF2LNF2 | -2.34526 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.01258 | LNF2LNF2 | -2.26308 | 0.00000 | LNF2LNF2 | 0.00786 |
| LNF3LNF3 | -0.78379 | 0.00017 | LNF3LNF3 | 0.19508 | LNF3LNF3 | -0.82447 | 0.00005 | LNF3LNF3 | 0.16096 |
| F4_F4 | 1.47130 | 0.00000 | F4_F4 | 0.02871 | F4_F4 | 1.46801 | 0.00000 | F4_F4 | 0.08272 |
| F8_F8 | -0.00004 | 0.00000 | F8_F8 | 0.57115 | F8_F8 | -0.00004 | 0.00000 | F8_F8 | 0.68801 |
| F9_F9 | -0.00072 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00001 | F9_F9 | -0.00072 | 0.00000 | F9_F9 | 0.00002 |
| C1_LNF2 | 7.43434 | 0.06163 | C1_LNF2 | 0.00005 | C1_LNF2 | 7.78100 | 0.04915 | C1_LNF2 | 0.00012 |
| C2_LNF2 | 28.92933 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.06349 | C2_LNF2 | 28.93371 | 0.00000 | C2_LNF2 | 0.08763 |
| C3_LNF2 | -7.10944 | 0.00013 | C3_LNF2 | 0.02118 | C3_LNF2 | -6.87570 | 0.00018 | C3_LNF2 | 0.02766 |
| C4M_LNF2 | 28.95389 | 0.08342 | C4M_LNF2 | 0.57239 | C4M_LNF2 | 26.82865 | 0.10573 | C4M_LNF2 | 0.61744 |
| C5M_LNF2 | -23.25715 | 0.16416 | C5M_LNF2 | 0.53297 | C5M_LNF2 | -21.06254 | 0.20392 | C5M_LNF2 | 0.56276 |
| A2M_LNF2 | 4.87238 | 0.04724 | A2M_LNF2 | 0.95279 | A2M_LNF2 | 2.29997 | 0.00391 | A2M_LNF2 | 0.63357 |
| A3RMLNF2 | 58.21380 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 59.17697 | 0.00000 | A3RMLNF2 | 0.00000 |
| A4_LNF2 | 2.97486 | 0.16175 | A4_LNF2 | 0.08078 | A4_LNF2 | 3.33797 | 0.11013 | A4_LNF2 | 0.08166 |
| A5_LNF2 | 13.42825 | 0.00001 | A5_LNF2 | 0.59681 | A5_LNF2 | 13.69728 | 0.00000 | A5_LNF2 | 0.64524 |
| C1_C2 | 69.40771 | 0.14366 | C1_C2 | 0.10679 | C1_C2 | 81.41374 | 0.05771 | C1_C2 | 0.10954 |
| C1_C3 | 25.50099 | 0.41107 | C1_C3 | 0.72322 | C1_C3 | 25.50099 | 0.41107 | C1_C3 | 0.72322 |
| C1_C5M | 28.70473 | 0.19964 | C1_C5M | 0.07377 | C1_C5M | 20.72003 | 0.33172 | C1_C5M | 0.13489 |
| C2_C4M | 95.48530 | 0.38131 | C2_C4M | 0.99652 | C2_C4M | 94.63996 | 0.37859 | C2_C4M | 0.99091 |
| C2_C5M | -98.16200 | 0.37522 | C2_C5M | 0.97140 | C2_C5M | -91.54018 | 0.40085 | C2_C5M | 0.93807 |
| C3_C5M | -22.96722 | 0.06005 | C3_C5M | 0.74154 | C3_C5M | -24.45735 | 0.04374 | C3_C5M | 0.88288 |
| C4M_C5M | -109.12897 | 0.13299 | C4M_C5M | 0.98768 | C4M_C5M | -95.31522 | 0.17962 | C4M_C5M | 0.99478 |
| A1M_A2M | -4.16558 | 0.60376 | A1M_A2M | 0.48834 | A1M_A2M | -4.16558 | 0.60376 | A1M_A2M | 0.48834 |
| A1M_A3RM | -50.85441 | 0.02734 | A1M_A3RM | 0.08754 | A1M_A3RM | -51.22847 | 0.02337 | A1M_A3RM | 0.11278 |
| A2M_A3RM | -68.70818 | 0.01936 | A2M_A3RM | 0.13851 | A2M_A3RM | -71.51670 | 0.00610 | A2M_A3RM | 0.43919 |
| A2M_A5 | -9.32483 | 0.53967 | A2M_A5 | 0.25459 | A2M_A5 | -9.32483 | 0.53967 | A2M_A5 | 0.25459 |
| A3RM_A4 | 99.48755 | 0.00318 | A3RM_A4 | 0.03034 | A3RM_A4 | 96.96290 | 0.00384 | A3RM_A4 | 0.01614 |
| A3RM_A5 | 64.79980 | 0.10159 | A3RM_A5 | 0.88431 | A3RM_A5 | 60.71058 | 0.12068 | A3RM_A5 | 0.97544 |
| A4_A5 | 27.82819 | 0.16058 | A4_A5 | 0.89970 | A4_A5 | 24.71108 | 0.20909 | A4_A5 | 0.86932 |
| C5MDC4M | 422.27454 | 0.04544 | C5MDC4M | 0.43284 | C5MDC4M | 408.61424 | 0.07369 | C5MDC4M | 0.45157 |
| MOD_D1 | | 0.85021 | MOD_D1 | 0.00032 | MOD_D1 | | 0.73830 | MOD_D1 | 0.00048 |
| MOD_D2 | | 0.00253 | MOD_D2 | 0.01273 | MOD_D2 | | 0.00141 | MOD_D2 | 0.01467 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.03587 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00297 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.03569 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.00481 |

Tabela A.13: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .853 Adjusted R Squared = .828 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Sig. |
| Intercept | 880.1105 | 0.0000 | 0.00000 |
| MD_A1M | 65.6343 | 0.0271 | 0.02576 |
| MD_A3RM | -622.9478 | 0.0000 | 0.00073 |
| MD_A4 | -74.8243 | 0.0090 | 0.03722 |
| MD_A5 | -181.8437 | 0.0000 | 0.81014 |
| MD_C1 | -142.9613 | 0.0074 | 0.00081 |
| MD_C2 | -338.6376 | 0.0000 | 0.09258 |
| MD_C3 | 88.5411 | 0.0004 | 0.17030 |
| MD_LNF1 | -89.7414 | 0.0000 | 0.00000 |
| MD_LNF2 | -26.4708 | 0.0001 | 0.00208 |
| MD_LNF3 | 17.5146 | 0.0000 | 0.17175 |
| MD_F4 | 63.8849 | 0.0000 | 0.18326 |
| MD_F8 | 1.9166 | 0.0000 | 0.19669 |
| MD_F9 | 0.9348 | 0.0000 | 0.00000 |
| C3_C3 | 7.6815 | 0.0215 | 0.93943 |
| A1M_A1M | -7.8387 | 0.0999 | 0.03438 |
| A3RMA3RM | 185.0917 | 0.0037 | 0.02458 |
| LNF1LNF1 | 4.2892 | 0.0000 | 0.00000 |
| LNF2LNF2 | -2.3204 | 0.0000 | 0.00902 |
| LNF3LNF3 | -0.8557 | 0.0000 | 0.11219 |
| F4_F4 | 1.4719 | 0.0000 | 0.04851 |
| F8_F8 | 0.0000 | 0.0000 | 0.56025 |
| F9_F9 | -0.0006 | 0.0000 | 0.00000 |
| C1_LNF2 | 7.8823 | 0.0439 | 0.00016 |
| C2_LNF2 | 28.2004 | 0.0000 | 0.14109 |
| C3_LNF2 | -6.8254 | 0.0002 | 0.03448 |
| C4M_LNF2 | 6.5511 | 0.0021 | 0.79886 |
| A2M_LNF2 | 2.2796 | 0.0040 | 0.62062 |
| A3RMLNF2 | 59.8470 | 0.0000 | 0.00000 |
| A4_LNF2 | 3.2330 | 0.1181 | 0.11792 |
| A5_LNF2 | 14.4426 | 0.0000 | 0.78496 |
| C1_C2 | 52.3126 | 0.1716 | 0.22649 |
| C3_C5M | -25.3093 | 0.0080 | 0.99486 |
| C4M_C5M | -16.7820 | 0.0137 | 0.79502 |
| A1M_A3RM | -50.8108 | 0.0238 | 0.07011 |
| A2M_A3RM | -70.1163 | 0.0048 | 0.45849 |
| A3RM_A4 | 82.5540 | 0.0081 | 0.00835 |
| A3RM_A5 | 38.7492 | 0.2814 | 0.88604 |
| C5MDC4M | 68.4922 | 0.1965 | 0.77006 |
| MOD_D1 | | 0.7305 | 0.00015 |
| MOD_D2 | | 0.0019 | 0.01117 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.0483 | 0.00157 |

Tabela A.14: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = ,844 Adjusted R Squared = ,809 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F7 R Squared = ,844 Adjusted R Squared = ,810 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-------------------|----------------|-----------------|--------------------------------------|------------------|-------------------|----------------|--|----------------|------------------|-------------------|--------------------------------------|-----------------|----------------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 1327,60772 | 0,00007 | FACTOR1 | 0,03081 | Intercept | 1331,56845 | 0,00000 | FACTOR1 | 0,00003 | Intercept | 1331,56845 | 0,00000 | FACTOR1 | 0,00003 | |
| MD_A1M | 47,46326 | 0,20019 | MD_A1M | 0,23684 | MD_A1M | 47,11292 | 0,20205 | MD_A1M | 0,20777 | MD_A1M | 47,11292 | 0,20205 | MD_A1M | 0,20777 | |
| MD_A2M | 20,73122 | 0,56666 | MD_A2M | 0,16714 | MD_A2M | 21,24023 | 0,55512 | MD_A2M | 0,17897 | MD_A2M | 21,24023 | 0,55512 | MD_A2M | 0,17897 | |
| MD_A3RM | -605,95282 | 0,00000 | MD_A3RM | 0,00022 | MD_A3RM | -605,70542 | 0,00000 | MD_A3RM | 0,00023 | MD_A3RM | -605,70542 | 0,00000 | MD_A3RM | 0,00023 | |
| MD_A4 | -105,55244 | 0,07626 | MD_A4 | 0,16947 | MD_A4 | -105,49062 | 0,07531 | MD_A4 | 0,18151 | MD_A4 | -105,49062 | 0,07531 | MD_A4 | 0,18151 | |
| MD_A5 | -173,96245 | 0,01500 | MD_A5 | 0,21896 | MD_A5 | -173,86188 | 0,01473 | MD_A5 | 0,21953 | MD_A5 | -173,86188 | 0,01473 | MD_A5 | 0,21953 | |
| MD_C1 | -126,68890 | 0,22648 | MD_C1 | 0,09538 | MD_C1 | -124,56484 | 0,23087 | MD_C1 | 0,07043 | MD_C1 | -124,56484 | 0,23087 | MD_C1 | 0,07043 | |
| MD_C2 | -281,01064 | 0,00084 | MD_C2 | 0,75011 | MD_C2 | -282,20046 | 0,00075 | MD_C2 | 0,76919 | MD_C2 | -282,20046 | 0,00075 | MD_C2 | 0,76919 | |
| MD_C3 | 7,59527 | 0,30387 | MD_C3 | 0,01466 | MD_C3 | 7,54940 | 0,30538 | MD_C3 | 0,01495 | MD_C3 | 7,54940 | 0,30538 | MD_C3 | 0,01495 | |
| MD_C4M | -189,12036 | 0,50005 | MD_C4M | 0,76447 | MD_C4M | -200,47971 | 0,00130 | MD_C4M | 0,96745 | MD_C4M | -200,47971 | 0,00130 | MD_C4M | 0,96745 | |
| MD_C5M | -13,81855 | 0,96286 | MD_C5M | 0,69459 | MD_C5M | -13,81855 | 0,96286 | MD_C5M | 0,96745 | MD_C5M | -13,81855 | 0,96286 | MD_C5M | 0,96745 | |
| MD_LNF1 | -100,27807 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,00000 | MD_LNF1 | -100,31044 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,00000 | MD_LNF1 | -100,31044 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,00000 | |
| MD_LNF2 | -23,17370 | 0,00144 | MD_LNF2 | 0,00046 | MD_LNF2 | -23,03591 | 0,00142 | MD_LNF2 | 0,00063 | MD_LNF2 | -23,03591 | 0,00142 | MD_LNF2 | 0,00063 | |
| MD_LNF3 | 23,18292 | 0,00000 | MD_LNF3 | 0,29031 | MD_LNF3 | 23,17585 | 0,00000 | MD_LNF3 | 0,29840 | MD_LNF3 | 23,17585 | 0,00000 | MD_LNF3 | 0,29840 | |
| MD_F4 | 68,91815 | 0,00000 | MD_F4 | 0,12486 | MD_F4 | 68,93499 | 0,00000 | MD_F4 | 0,13141 | MD_F4 | 68,93499 | 0,00000 | MD_F4 | 0,13141 | |
| MD_F8 | 1,96960 | 0,00000 | MD_F8 | 0,34793 | MD_F8 | 1,97029 | 0,00000 | MD_F8 | 0,33741 | MD_F8 | 1,97029 | 0,00000 | MD_F8 | 0,33741 | |
| MD_F9 | 0,86305 | 0,00000 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | 0,86187 | 0,00000 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | 0,86187 | 0,00000 | MD_F9 | 0,00000 | |
| C1_C1 | -31,95150 | 0,60573 | C1_C1 | 0,38639 | C1_C1 | -31,80998 | 0,60649 | C1_C1 | 0,39712 | C1_C1 | -31,80998 | 0,60649 | C1_C1 | 0,39712 | |
| C2_C2 | 60,56255 | 0,09465 | C2_C2 | 0,18289 | C2_C2 | 60,78504 | 0,09246 | C2_C2 | 0,18173 | C2_C2 | 60,78504 | 0,09246 | C2_C2 | 0,18173 | |
| C3_C3 | -0,07120 | 0,21971 | C3_C3 | 0,92187 | C3_C3 | -0,07054 | 0,22195 | C3_C3 | 0,96742 | C3_C3 | -0,07054 | 0,22195 | C3_C3 | 0,96742 | |
| C4M_C4M | 24,66154 | 0,71149 | C4M_C4M | 0,80106 | C4M_C4M | 25,65835 | 0,20855 | C4M_C4M | 0,56375 | C4M_C4M | 25,65835 | 0,20855 | C4M_C4M | 0,56375 | |
| C5M_C5M | 13,38933 | 0,69033 | C5M_C5M | 0,54355 | C5M_C5M | 13,46947 | 0,68723 | C5M_C5M | 0,72728 | C5M_C5M | 13,46947 | 0,68723 | C5M_C5M | 0,72728 | |
| A1M_A1M | -8,57350 | 0,16576 | A1M_A1M | 0,10252 | A1M_A1M | -8,38281 | 0,16523 | A1M_A1M | 0,08678 | A1M_A1M | -8,38281 | 0,16523 | A1M_A1M | 0,08678 | |
| A2M_A2M | -4,46381 | 0,50119 | A2M_A2M | 0,67987 | A2M_A2M | -4,48306 | 0,49833 | A2M_A2M | 0,64566 | A2M_A2M | -4,48306 | 0,49833 | A2M_A2M | 0,64566 | |
| A3RMA3RM | 181,68014 | 0,01010 | A3RMA3RM | 0,02777 | A3RMA3RM | 181,84399 | 0,00984 | A3RMA3RM | 0,02623 | A3RMA3RM | 181,84399 | 0,00984 | A3RMA3RM | 0,02623 | |
| A4_A4 | -18,24782 | 0,68240 | A4_A4 | 0,55484 | A4_A4 | -17,91924 | 0,68686 | A4_A4 | 0,59759 | A4_A4 | -17,91924 | 0,68686 | A4_A4 | 0,59759 | |
| A5_A5 | -36,07910 | 0,43294 | A5_A5 | 0,53707 | A5_A5 | -36,03109 | 0,43250 | A5_A5 | 0,53273 | A5_A5 | -36,03109 | 0,43250 | A5_A5 | 0,53273 | |
| LNF1LNF1 | 4,95713 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 4,96223 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 4,96223 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 0,00000 | |
| LNF2LNF2 | -2,82332 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00467 | LNF2LNF2 | -2,82504 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00426 | LNF2LNF2 | -2,82504 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00426 | |
| LNF3LNF3 | -1,16464 | 0,00000 | LNF3LNF3 | 0,22529 | LNF3LNF3 | -1,16577 | 0,00000 | LNF3LNF3 | 0,23987 | LNF3LNF3 | -1,16577 | 0,00000 | LNF3LNF3 | 0,23987 | |
| F4_F4 | 1,52414 | 0,00000 | F4_F4 | 0,01966 | F4_F4 | 1,52464 | 0,00000 | F4_F4 | 0,02058 | F4_F4 | 1,52464 | 0,00000 | F4_F4 | 0,02058 | |
| F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | F8_F8 | 0,80969 | F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | F8_F8 | 0,75105 | F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | F8_F8 | 0,75105 | |
| F9_F9 | -0,00061 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00011 | F9_F9 | -0,00061 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00013 | F9_F9 | -0,00061 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00013 | |
| C1_LNF2 | 6,71056 | 0,10934 | C1_LNF2 | 0,00040 | C1_LNF2 | 6,71233 | 0,10819 | C1_LNF2 | 0,00038 | C1_LNF2 | 6,71233 | 0,10819 | C1_LNF2 | 0,00038 | |
| C2_LNF2 | 16,43690 | 0,00001 | C2_LNF2 | 0,38165 | C2_LNF2 | 16,45472 | 0,00001 | C2_LNF2 | 0,37746 | C2_LNF2 | 16,45472 | 0,00001 | C2_LNF2 | 0,37746 | |
| C3_LNF2 | -0,96020 | 0,22919 | C3_LNF2 | 0,22713 | C3_LNF2 | -0,95124 | 0,23164 | C3_LNF2 | 0,24665 | C3_LNF2 | -0,95124 | 0,23164 | C3_LNF2 | 0,24665 | |
| C4M_LNF2 | 1,97831 | 0,62646 | C4M_LNF2 | 0,26118 | C4M_LNF2 | 2,20079 | 0,57052 | C4M_LNF2 | 0,28975 | C4M_LNF2 | 2,20079 | 0,57052 | C4M_LNF2 | 0,28975 | |
| C5M_LNF2 | 8,47100 | 0,09372 | C5M_LNF2 | 0,11011 | C5M_LNF2 | 8,19997 | 0,08652 | C5M_LNF2 | 0,14312 | C5M_LNF2 | 8,19997 | 0,08652 | C5M_LNF2 | 0,14312 | |
| A1M_LNF2 | 2,97407 | 0,21448 | A1M_LNF2 | 0,33357 | A1M_LNF2 | 2,93457 | 0,21539 | A1M_LNF2 | 0,37187 | A1M_LNF2 | 2,93457 | 0,21539 | A1M_LNF2 | 0,37187 | |
| A2M_LNF2 | 2,72484 | 0,38549 | A2M_LNF2 | 0,26323 | A2M_LNF2 | 2,68051 | 0,39107 | A2M_LNF2 | 0,25236 | A2M_LNF2 | 2,68051 | 0,39107 | A2M_LNF2 | 0,25236 | |
| A3RMLNF2 | 56,17489 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 56,27923 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 56,27923 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,00000 | |
| A4_LNF2 | 3,91961 | 0,12130 | A4_LNF2 | 0,03068 | A4_LNF2 | 3,91469 | 0,11799 | A4_LNF2 | 0,02964 | A4_LNF2 | 3,91469 | 0,11799 | A4_LNF2 | 0,02964 | |
| A5_LNF2 | 18,27088 | 0,00000 | A5_LNF2 | 0,28318 | A5_LNF2 | 18,27784 | 0,00000 | A5_LNF2 | 0,30431 | A5_LNF2 | 18,27784 | 0,00000 | A5_LNF2 | 0,30431 | |
| C1_C2 | 39,03174 | 0,29004 | C1_C2 | 0,74638 | C1_C2 | 40,07420 | 0,27157 | C1_C2 | 0,61394 | C1_C2 | 40,07420 | 0,27157 | C1_C2 | 0,61394 | |
| C1_C3 | -4,70633 | 0,56576 | C1_C3 | 0,81827 | C1_C3 | -4,70699 | 0,56028 | C1_C3 | 0,83815 | C1_C3 | -4,70699 | 0,56028 | C1_C3 | 0,83815 | |
| C1_C4M | 37,58253 | 0,30599 | C1_C4M | 0,84212 | C1_C4M | 43,30631 | 0,06411 | C1_C4M | 0,19980 | C1_C4M | 43,30631 | 0,06411 | C1_C4M | 0,19980 | |
| C1_C5M | 8,50114 | 0,83808 | C1_C5M | 0,43544 | C1_C5M | 8,50114 | 0,83808 | C1_C5M | 0,83815 | C1_C5M | 8,50114 | 0,83808 | C1_C5M | 0,83815 | |
| C2_C4M | -28,24701 | 0,52057 | C2_C4M | 0,81466 | C2_C4M | -28,73348 | 0,51152 | C2_C4M | 0,75650 | C2_C4M | -28,73348 | 0,51152 | C2_C4M | 0,75650 | |
| C2_C5M | 33,62268 | 0,46899 | C2_C5M | 0,97010 | C2_C5M | 34,25709 | 0,45748 | C2_C5M | 0,99447 | C2_C5M | 34,25709 | 0,45748 | C2_C5M | 0,99447 | |
| C3_C5M | 4,39231 | 0,16470 | C3_C5M | 0,20691 | C3_C5M | 4,34100 | 0,16728 | C3_C5M | 0,15909 | C3_C5M | 4,34100 | 0,16728 | C3_C5M | 0,15909 | |
| C4M_C5M | -24,64499 | 0,76732 | C4M_C5M | 0,60416 | C4M_C5M | -25,76533 | 0,57084 | C4M_C5M | 0,66034 | C4M_C5M | -25,76533 | 0,57084 | C4M_C5M | 0,66034 | |
| A1M_A2M | -5,71452 | 0,56837 | A1M_A2M | 0,86962 | A1M_A2M | -5,68048 | 0,56931 | A1M_A2M | 0,89276 | A1M_A2M | -5,68048 | 0,56931 | A1M_A2M | 0,89276 | |
| A1M_A3RM | -52,67056 | 0,08012 | A1M_A3RM | 0,35208 | A1M_A3RM | -53,11119 | 0,07365 | A1M_A3RM | 0,34856 | A1M_A3RM | -53,11119 | 0,07365 | A1M_A3RM | 0,34856 | |
| A1M_A4 | 4,04468 | 0,72444 | A1M_A4 | 0,91875 | A1M_A4 | 3,91783 | 0,72880 | A1M_A4 | 0,89674 | A1M_A4 | 3,91783 | 0,72880 | A1M_A4 | 0,89674 | |
| A1M_A5 | -5,06937 | 0,74085 | A1M_A5 | 0,30947 | A1M_A5 | -5,18870 | 0,73429 | A1M_A5 | 0,28305 | A1M_A5 | -5,18870 | 0,73429 | A1M_A5 | 0,28305 | |
| A2M_A3RM | -64,16655 | 0,07194 | A2M_A3RM | 0,18914 | A2M_A3RM | -64,33347 | 0,07051 | A2M_A3RM | 0,20368 | A2M_A3RM | -64,33347 | 0,07051 | A2M_A3RM | 0,20368 | |
| A2M_A4 | 7,14827 | 0,60238 | A2M_A4 | 0,25002 | A2M_A4 | 7,22885 | 0,59647 | A2M_A4 | 0,28198 | A2M_A4 | 7,22885 | 0,59647 | A2M_A4 | 0,28198 | |
| A2M_A5 | -19,66276 | 0,27805 | A2M_A5 | 0,29580 | A2M_A5 | -19,59127 | 0,27661 | A2M_A5 | 0,32855 | A2M_A5 | -19,59127 | 0,27661 | A2M_A5 | 0,32855 | |
| < | | | | | | | | | | | | | | | |

Tabela A.14: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = ,844 Adjusted R Squared = ,811 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F7 R Squared = ,842 Adjusted R Squared = ,813 | | | Multivariate Tests: Pillai's Trace | |
|--|------------|---------|--------------------------------------|---------|--|------------|---------|---------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 1329,54253 | 0,00000 | FACTOR1 | 0,00003 | Intercept | 1262,71818 | 0,00000 | FACTOR1 | 0,00000 |
| MD_A1M | 48,25289 | 0,18430 | MD_A1M | 0,30024 | MD_A1M | 46,22429 | 0,18531 | MD_A1M | 0,34428 |
| MD_A2M | 20,98350 | 0,55598 | MD_A2M | 0,19302 | MD_A2M | | | MD_A2M | |
| MD_A3RM | -610,01187 | 0,00000 | MD_A3RM | 0,00036 | MD_A3RM | -590,70338 | 0,00000 | MD_A3RM | 0,00095 |
| MD_A4 | -116,69065 | 0,00177 | MD_A4 | 0,04314 | MD_A4 | -111,00455 | 0,00059 | MD_A4 | 0,04971 |
| MD_A5 | -173,64446 | 0,01102 | MD_A5 | 0,31460 | MD_A5 | -170,85730 | 0,01144 | MD_A5 | 0,27469 |
| MD_C1 | -165,35251 | 0,00697 | MD_C1 | 0,04995 | MD_C1 | -164,14721 | 0,00623 | MD_C1 | 0,04319 |
| MD_C2 | -274,80602 | 0,00089 | MD_C2 | 0,72516 | MD_C2 | -263,49389 | 0,00003 | MD_C2 | 0,71845 |
| MD_C3 | 7,73185 | 0,28822 | MD_C3 | 0,02042 | MD_C3 | 4,23262 | 0,49270 | MD_C3 | 0,02668 |
| MD_C4M | -197,01695 | 0,00131 | MD_C4M | 0,97051 | MD_C4M | -164,44766 | 0,00123 | MD_C4M | 0,80814 |
| MD_LNF1 | -100,02303 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,00000 | MD_LNF1 | -98,17162 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,00000 |
| MD_LNF2 | -22,94113 | 0,00139 | MD_LNF2 | 0,00093 | MD_LNF2 | -20,12410 | 0,00098 | MD_LNF2 | 0,00039 |
| MD_LNF3 | 23,08823 | 0,00000 | MD_LNF3 | 0,39177 | MD_LNF3 | 23,45919 | 0,00000 | MD_LNF3 | 0,26471 |
| MD_F4 | 68,81819 | 0,00000 | MD_F4 | 0,17951 | MD_F4 | 69,58253 | 0,00000 | MD_F4 | 0,10785 |
| MD_F8 | 1,96953 | 0,00000 | MD_F8 | 0,24261 | MD_F8 | 1,96678 | 0,00000 | MD_F8 | 0,22337 |
| MD_F9 | 0,86110 | 0,00000 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | 0,86630 | 0,00000 | MD_F9 | 0,00000 |
| C2_C2 | 58,54126 | 0,10198 | C2_C2 | 0,14375 | C2_C2 | 61,22250 | 0,05724 | C2_C2 | 0,40574 |
| C3_C3 | -0,06905 | 0,22561 | C3_C3 | 0,97037 | C3_C3 | -0,04555 | 0,35732 | C3_C3 | 0,86725 |
| C4M_C4M | 20,71330 | 0,22807 | C4M_C4M | 0,48880 | C4M_C4M | 14,89657 | 0,10519 | C4M_C4M | 0,85879 |
| A1M_A1M | -8,25502 | 0,16459 | A1M_A1M | 0,07533 | A1M_A1M | -9,53901 | 0,08054 | A1M_A1M | 0,06313 |
| A2M_A2M | -4,06327 | 0,53101 | A2M_A2M | 0,60564 | A2M_A2M | | | A2M_A2M | |
| A3RMA3RM | 178,51165 | 0,00981 | A3RMA3RM | 0,02147 | A3RMA3RM | 184,02773 | 0,00662 | A3RMA3RM | 0,03804 |
| A5_A5 | -40,68783 | 0,36162 | A5_A5 | 0,50008 | A5_A5 | -42,36357 | 0,33250 | A5_A5 | 0,48765 |
| LNF1LNF1 | 4,93026 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 4,87575 | 0,00000 | LNF1LNF1 | 0,00000 |
| LNF2LNF2 | -2,80477 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00627 | LNF2LNF2 | -2,68750 | 0,00000 | LNF2LNF2 | 0,00522 |
| LNF3LNF3 | -1,16116 | 0,00000 | LNF3LNF3 | 0,28925 | LNF3LNF3 | -1,18462 | 0,00000 | LNF3LNF3 | 0,20234 |
| F4_F4 | 1,52358 | 0,00000 | F4_F4 | 0,02300 | F4_F4 | 1,52417 | 0,00000 | F4_F4 | 0,01707 |
| F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | F8_F8 | 0,71506 | F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | F8_F8 | 0,64714 |
| F9_F9 | -0,00061 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00012 | F9_F9 | -0,00061 | 0,00000 | F9_F9 | 0,00001 |
| C1_LNF2 | 6,75710 | 0,10294 | C1_LNF2 | 0,00037 | C1_LNF2 | 7,26969 | 0,07134 | C1_LNF2 | 0,00025 |
| C2_LNF2 | 16,15310 | 0,00001 | C2_LNF2 | 0,36813 | C2_LNF2 | 15,67205 | 0,00001 | C2_LNF2 | 0,54698 |
| C3_LNF2 | -0,99832 | 0,20420 | C3_LNF2 | 0,24053 | C3_LNF2 | -0,86112 | 0,25281 | C3_LNF2 | 0,34589 |
| C4M_LNF2 | 2,08899 | 0,57554 | C4M_LNF2 | 0,30576 | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | |
| C5M_LNF2 | 8,37321 | 0,07096 | C5M_LNF2 | 0,17070 | C5M_LNF2 | 7,36181 | 0,00183 | C5M_LNF2 | 0,55585 |
| A1M_LNF2 | 2,88099 | 0,22085 | A1M_LNF2 | 0,35635 | A1M_LNF2 | 2,59177 | 0,23449 | A1M_LNF2 | 0,32405 |
| A2M_LNF2 | 2,74431 | 0,37460 | A2M_LNF2 | 0,23927 | A2M_LNF2 | 2,16048 | 0,02145 | A2M_LNF2 | 0,54380 |
| A3RMLNF2 | 56,35987 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 56,48656 | 0,00000 | A3RMLNF2 | 0,00001 |
| A4_LNF2 | 4,03355 | 0,09607 | A4_LNF2 | 0,02629 | A4_LNF2 | 4,78685 | 0,03615 | A4_LNF2 | 0,13974 |
| A5_LNF2 | 18,14313 | 0,00000 | A5_LNF2 | 0,20601 | A5_LNF2 | 17,97705 | 0,00000 | A5_LNF2 | 0,78508 |
| C1_C2 | 36,65167 | 0,30798 | C1_C2 | 0,82105 | C1_C2 | 30,30945 | 0,37322 | C1_C2 | 0,73307 |
| C1_C3 | 4,74197 | 0,54781 | C1_C3 | 0,80613 | C1_C3 | | | C1_C3 | |
| C1_C4M | 43,24374 | 0,06223 | C1_C4M | 0,20418 | C1_C4M | 35,30586 | 0,10183 | C1_C4M | 0,21751 |
| C2_C4M | 29,01213 | 0,49645 | C2_C4M | 0,51763 | C2_C4M | | | C2_C4M | |
| C2_C5M | 35,15127 | 0,42988 | C2_C5M | 0,89050 | C2_C5M | | | C2_C5M | |
| C3_C5M | 4,47558 | 0,15005 | C3_C5M | 0,19793 | C3_C5M | 4,00740 | 0,18309 | C3_C5M | 0,16147 |
| C4M_C5M | -9,18942 | 0,59181 | C4M_C5M | 0,20119 | C4M_C5M | | | C4M_C5M | |
| A1M_A2M | -6,44273 | 0,51213 | A1M_A2M | 0,91557 | A1M_A2M | | | A1M_A2M | |
| A1M_A3RM | -48,90747 | 0,04780 | A1M_A3RM | 0,19805 | A1M_A3RM | -54,28310 | 0,02025 | A1M_A3RM | 0,11784 |
| A2M_A3RM | -65,69551 | 0,05847 | A2M_A3RM | 0,16868 | A2M_A3RM | -72,74336 | 0,01107 | A2M_A3RM | 0,37804 |
| A2M_A4 | 8,41438 | 0,50694 | A2M_A4 | 0,29752 | A2M_A4 | | | A2M_A4 | |
| A2M_A5 | -21,94279 | 0,19453 | A2M_A5 | 0,22816 | A2M_A5 | -21,31492 | 0,17348 | A2M_A5 | 0,49511 |
| A3RM_A4 | 111,39129 | 0,00172 | A3RM_A4 | 0,00159 | A3RM_A4 | 116,52613 | 0,00086 | A3RM_A4 | 0,00319 |
| A3RM_A5 | 65,24366 | 0,12472 | A3RM_A5 | 0,68365 | A3RM_A5 | 63,76414 | 0,12335 | A3RM_A5 | 0,93511 |
| A4_A5 | 34,74747 | 0,09269 | A4_A5 | 0,77726 | A4_A5 | 35,93377 | 0,07914 | A4_A5 | 0,88421 |
| C5MDC4M | -226,29195 | 0,00547 | C5MDC4M | 0,54289 | C5MDC4M | -209,61450 | 0,00019 | C5MDC4M | 0,63406 |
| MOD_D1 | | 0,82975 | MOD_D1 | 0,00516 | MOD_D1 | | 0,71268 | MOD_D1 | 0,00116 |
| MOD_D2 | | 0,01481 | MOD_D2 | 0,08578 | MOD_D2 | | 0,01172 | MOD_D2 | 0,03291 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,18079 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,02333 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,17256 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,01006 |

Tabela A.14: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento da receita líquida - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F7 R Squared = .841 Adjusted R Squared = .814 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|------------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Sig. |
| Intercept | 1200.21505 | 0,00000 | 0,00001 |
| MD_A1M | 65,99682 | 0,03552 | 0,08131 |
| MD_A3RM | -595,97942 | 0,00000 | 0,00069 |
| MD_A4 | -108,33323 | 0,00061 | 0,00875 |
| MD_A5 | -217,46378 | 0,00000 | 0,43665 |
| MD_C1 | -153,69271 | 0,00341 | 0,01802 |
| MD_C2 | -221,65589 | 0,00003 | 0,72017 |
| MD_C4M | -151,05894 | 0,00239 | 0,72901 |
| MD_LNF1 | -98,82745 | 0,00000 | 0,00000 |
| MD_LNF2 | -18,04359 | 0,00085 | 0,00010 |
| MD_LNF3 | 23,49671 | 0,00000 | 0,08145 |
| MD_F4 | 69,93802 | 0,00000 | 0,10778 |
| MD_F8 | 1,96781 | 0,00000 | 0,14780 |
| MD_F9 | 0,83508 | 0,00000 | 0,00000 |
| C2_C2 | 55,37086 | 0,07872 | 0,30079 |
| C4M_C4M | 13,45611 | 0,13808 | 0,82756 |
| A1M_A1M | -7,62897 | 0,13375 | 0,13189 |
| A3RMA3RM | 178,27277 | 0,00818 | 0,03327 |
| LNF1LNF1 | 4,94934 | 0,00000 | 0,00000 |
| LNF2LNF2 | -2,61654 | 0,00000 | 0,01153 |
| LNF3LNF3 | -1,20108 | 0,00000 | 0,05329 |
| F4_F4 | 1,52612 | 0,00000 | 0,02518 |
| F8_F8 | -0,00004 | 0,00000 | 0,52126 |
| F9_F9 | -0,00059 | 0,00000 | 0,00001 |
| C1_LNF2 | 8,73992 | 0,02298 | 0,00072 |
| C2_LNF2 | 14,15106 | 0,00003 | 0,40708 |
| C5M_LNF2 | 7,19356 | 0,00201 | 0,55089 |
| A2M_LNF2 | 2,26258 | 0,01411 | 0,50307 |
| A3RMLNF2 | 57,26979 | 0,00000 | 0,00000 |
| A4_LNF2 | 4,70906 | 0,03212 | 0,03399 |
| A5_LNF2 | 18,72457 | 0,00000 | 0,72571 |
| C1_C4M | 30,16241 | 0,13698 | 0,40052 |
| C3_C5M | 0,12192 | 0,70476 | 0,39929 |
| A1M_A3RM | -53,91832 | 0,02036 | 0,08529 |
| A2M_A3RM | -72,68636 | 0,00986 | 0,33201 |
| A2M_A5 | -23,18578 | 0,13079 | 0,39145 |
| A3RM_A4 | 113,31203 | 0,00113 | 0,00476 |
| A3RM_A5 | 69,00720 | 0,08378 | 0,85178 |
| A4_A5 | 35,68753 | 0,08062 | 0,90316 |
| C5MDC4M | -196,04773 | 0,00040 | 0,55893 |
| MOD_D1 | | 0,73744 | 0,00048 |
| MOD_D2 | | 0,00895 | 0,01854 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,23509 | 0,00702 |

Tabela A.15: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F8 R Squared = ,841 Adjusted R Squared = ,805 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | Dependent Variable: MD_F8 R Squared = ,840 Adjusted R Squared = ,809 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------|---------|--------------------------------------|--------|--|-----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 3449.111 | 0.92609 | FACTOR1 | 0.9699 | Intercept | 3818.325 | 0.41640 | FACTOR1 | 0.00567 |
| MD_A1M | -1810.090 | 0.14531 | MD_A1M | 0.4147 | MD_A1M | -2045.870 | 0.07989 | MD_A1M | 0.73533 |
| MD_A2M | -231.393 | 0.84687 | MD_A2M | 0.2515 | | | | | |
| MD_A3RM | -205.807 | 0.95214 | MD_A3RM | 0.0107 | | | | | |
| MD_A4 | 5654.583 | 0.00509 | MD_A4 | 0.0981 | MD_A4 | 5379.145 | 0.00398 | MD_A4 | 0.58922 |
| MD_A5 | -1410.939 | 0.55470 | MD_A5 | 0.0835 | MD_A5 | -1162.631 | 0.60473 | MD_A5 | 0.22910 |
| MD_C1 | 3291.442 | 0.44595 | MD_C1 | 0.6283 | MD_C1 | 2327.003 | 0.55802 | MD_C1 | 0.18029 |
| MD_C2 | -522.902 | 0.86731 | MD_C2 | 0.8855 | | | | | |
| MD_C3 | 1677.979 | 0.15755 | MD_C3 | 0.4471 | MD_C3 | 1178.076 | 0.25464 | MD_C3 | 0.46597 |
| MD_C4M | -9984.334 | 0.81006 | MD_C4M | 0.9836 | | | | | |
| MD_C5M | 10209.783 | 0.80590 | MD_C5M | 0.9765 | | | | | |
| MD_LNF1 | -659.449 | 0.04004 | MD_LNF1 | 0.0001 | MD_LNF1 | -706.041 | 0.00064 | MD_LNF1 | 0.00001 |
| MD_LNF2 | 850.951 | 0.00193 | MD_LNF2 | 0.3230 | MD_LNF2 | 756.006 | 0.00168 | MD_LNF2 | 0.23151 |
| MD_LNF3 | -20.445 | 0.87935 | MD_LNF3 | 0.4574 | | | | | |
| MD_F4 | -1066.927 | 0.00000 | MD_F4 | 0.1315 | MD_F4 | -1067.875 | 0.00000 | MD_F4 | 0.01509 |
| MD_F7 | 25.386 | 0.02038 | MD_F7 | 0.8460 | MD_F7 | 24.637 | 0.01725 | MD_F7 | 0.92498 |
| MD_F9 | -18.270 | 0.05562 | MD_F9 | 0.0000 | MD_F9 | -17.379 | 0.05687 | MD_F9 | 0.00000 |
| C1_C1 | -2763.657 | 0.20181 | C1_C1 | 0.2756 | C1_C1 | -2680.972 | 0.19881 | C1_C1 | 0.38088 |
| C2_C2 | -2468.198 | 0.09066 | C2_C2 | 0.3340 | C2_C2 | -2858.595 | 0.00325 | C2_C2 | 0.15940 |
| C3_C3 | 46.217 | 0.73255 | C3_C3 | 0.7777 | C3_C3 | 88.142 | 0.48593 | C3_C3 | 0.41002 |
| C4M_C4M | -1153.088 | 0.88275 | C4M_C4M | 0.9606 | | | | | |
| C5M_C5M | 862.897 | 0.85993 | C5M_C5M | 0.9702 | | | | | |
| A1M_A1M | 904.548 | 0.00001 | A1M_A1M | 0.0348 | A1M_A1M | 977.696 | 0.00000 | A1M_A1M | 0.12725 |
| A2M_A2M | 4.172 | 0.98529 | A2M_A2M | 0.1865 | | | | | |
| A3RMA3RM | -3960.533 | 0.09402 | A3RMA3RM | 0.4640 | A3RMA3RM | -4241.860 | 0.03091 | A3RMA3RM | 0.27587 |
| A4_A4 | -5003.344 | 0.00122 | A4_A4 | 0.8030 | A4_A4 | -4683.474 | 0.00171 | A4_A4 | 0.92069 |
| A5_A5 | 2559.002 | 0.09868 | A5_A5 | 0.9696 | A5_A5 | 2320.579 | 0.12331 | A5_A5 | 0.86051 |
| LNF1LNF1 | 22.373 | 0.14814 | LNF1LNF1 | 0.0152 | LNF1LNF1 | 23.667 | 0.00200 | LNF1LNF1 | 0.08271 |
| LNF2LNF2 | 0.325 | 0.97440 | LNF2LNF2 | 0.0688 | | | | | |
| LNF3LNF3 | 0.812 | 0.91369 | LNF3LNF3 | 0.4112 | | | | | |
| F4_F4 | -2.959 | 0.00000 | F4_F4 | 0.0932 | F4_F4 | -2.954 | 0.00000 | F4_F4 | 0.01333 |
| F7_F7 | -0.012 | 0.02719 | F7_F7 | 0.8134 | F7_F7 | -0.012 | 0.02406 | F7_F7 | 0.94152 |
| F9_F9 | 0.013 | 0.02889 | F9_F9 | 0.0001 | F9_F9 | 0.012 | 0.02834 | F9_F9 | 0.00005 |
| C1_LNF2 | 223.839 | 0.11221 | C1_LNF2 | 0.0248 | C1_LNF2 | 238.665 | 0.06960 | C1_LNF2 | 0.00546 |
| C2_LNF2 | 345.983 | 0.01977 | C2_LNF2 | 0.0229 | C2_LNF2 | 358.213 | 0.00654 | C2_LNF2 | 0.04819 |
| C3_LNF2 | -39.343 | 0.56373 | C3_LNF2 | 0.0022 | C3_LNF2 | -26.678 | 0.67895 | C3_LNF2 | 0.00040 |
| C4M_LNF2 | 987.486 | 0.18799 | C4M_LNF2 | 0.9432 | C4M_LNF2 | 185.658 | 0.38964 | C4M_LNF2 | 0.97577 |
| C5M_LNF2 | -1014.762 | 0.17631 | C5M_LNF2 | 0.9453 | C5M_LNF2 | -130.824 | 0.53416 | C5M_LNF2 | 0.95352 |
| A1M_LNF2 | -425.747 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.3105 | A1M_LNF2 | -423.653 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.62889 |
| A2M_LNF2 | -99.851 | 0.34134 | A2M_LNF2 | 0.2344 | A2M_LNF2 | -116.510 | 0.05762 | A2M_LNF2 | 0.73255 |
| A3RMLNF2 | 70.084 | 0.75891 | A3RMLNF2 | 0.0572 | A3RMLNF2 | 53.308 | 0.75693 | A3RMLNF2 | 0.31409 |
| A4_LNF2 | 61.701 | 0.45427 | A4_LNF2 | 0.0513 | A4_LNF2 | 61.183 | 0.39835 | A4_LNF2 | 0.63034 |
| A5_LNF2 | 149.060 | 0.19537 | A5_LNF2 | 0.6451 | A5_LNF2 | 164.954 | 0.11456 | A5_LNF2 | 0.78526 |
| C1_C2 | 301.351 | 0.86191 | C1_C2 | 0.0669 | | | | | |
| C1_C3 | -1399.208 | 0.25040 | C1_C3 | 0.6353 | C1_C3 | -1391.164 | 0.17606 | C1_C3 | 0.27121 |
| C1_C4M | 7200.371 | 0.27222 | C1_C4M | 0.9672 | C1_C4M | -999.739 | 0.65301 | C1_C4M | 0.97671 |
| C1_C5M | -7709.255 | 0.24254 | C1_C5M | 0.9961 | C1_C5M | 849.902 | 0.71177 | C1_C5M | 0.99444 |
| C2_C4M | -5238.473 | 0.32770 | C2_C4M | 0.8814 | C2_C4M | -2252.908 | 0.55665 | C2_C4M | 0.90263 |
| C2_C5M | 5502.021 | 0.30287 | C2_C5M | 0.9432 | C2_C5M | 2297.684 | 0.55510 | C2_C5M | 0.91076 |
| C3_C5M | -654.817 | 0.15945 | C3_C5M | 0.1703 | C3_C5M | -529.358 | 0.19179 | C3_C5M | 0.43331 |
| C4M_C5M | 578.698 | 0.93507 | C4M_C5M | 0.9569 | | | | | |
| A1M_A2M | 777.989 | 0.01975 | A1M_A2M | 0.1401 | A1M_A2M | 734.830 | 0.01087 | A1M_A2M | 0.50677 |
| A1M_A3RM | 1926.253 | 0.04802 | A1M_A3RM | 0.5710 | A1M_A3RM | 1857.476 | 0.03699 | A1M_A3RM | 0.80658 |
| A1M_A4 | 210.338 | 0.57661 | A1M_A4 | 0.9565 | A1M_A4 | 137.602 | 0.70266 | A1M_A4 | 0.89744 |
| A1M_A5 | -618.543 | 0.22254 | A1M_A5 | 0.0121 | A1M_A5 | -644.287 | 0.17571 | A1M_A5 | 0.02162 |
| A2M_A3RM | -777.551 | 0.51445 | A2M_A3RM | 0.0624 | A2M_A3RM | -574.318 | 0.57086 | A2M_A3RM | 0.23752 |
| A2M_A4 | -460.349 | 0.31595 | A2M_A4 | 0.4963 | A2M_A4 | -375.857 | 0.37289 | A2M_A4 | 0.94845 |
| A2M_A5 | -193.840 | 0.74455 | A2M_A5 | 0.1772 | A2M_A5 | -208.141 | 0.70901 | A2M_A5 | 0.36377 |
| A3RM_A4 | -1732.271 | 0.14971 | A3RM_A4 | 0.0079 | A3RM_A4 | -1799.591 | 0.10817 | A3RM_A4 | 0.06177 |
| A3RM_A5 | -1607.616 | 0.27870 | A3RM_A5 | 0.4478 | A3RM_A5 | -2168.370 | 0.11666 | A3RM_A5 | 0.67534 |
| A4_A5 | -887.145 | 0.21129 | A4_A5 | 0.8597 | A4_A5 | -942.570 | 0.17162 | A4_A5 | 0.96835 |
| C5MDC4M | 1418.352 | 0.96950 | C5MDC4M | 0.9537 | | | | | |
| MOD_D1 | | 0.80313 | MOD_D1 | 0.0000 | MOD_D1 | | 0.80380 | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | | 0.00911 | MOD_D2 | 0.9481 | MOD_D2 | | 0.00363 | MOD_D2 | 0.94283 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.48593 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.1070 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.41839 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.09343 |

Tabela A.15: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F8 R Squared = .840 Adjusted R Squared = .811 | | | | Dependent Variable: MD_F8 R Squared = .838 Adjusted R Squared = .813 | | | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--|-----------------|-----------|---------|-----------------|---------|
| Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | | |
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 4469.305 | 0.32527 | FACTOR1 | 0.06273 | Intercept | 4088.261 | 0.34717 | FACTOR1 | 0.01848 |
| MD_A1M | -2142.278 | 0.05066 | MD_A1M | 0.63245 | MD_A1M | -2145.878 | 0.04236 | MD_A1M | 0.43887 |
| MD_A4 | 5278.423 | 0.00269 | MD_A4 | 0.26597 | MD_A4 | 5142.705 | 0.00174 | MD_A4 | 0.21708 |
| MD_C1 | 1456.827 | 0.67068 | MD_C1 | 0.34678 | MD_C1 | | | MD_C1 | |
| MD_C3 | 876.704 | 0.32936 | MD_C3 | 0.35159 | MD_C3 | 469.223 | 0.29485 | MD_C3 | 0.03709 |
| MD_LNF1 | -712.048 | 0.00051 | MD_LNF1 | 0.00002 | MD_LNF1 | -697.173 | 0.00040 | MD_LNF1 | 0.00005 |
| MD_LNF2 | 720.465 | 0.00120 | MD_LNF2 | 0.03280 | MD_LNF2 | 826.819 | 0.00003 | MD_LNF2 | 0.05387 |
| MD_F4 | -1050.645 | 0.00000 | MD_F4 | 0.02536 | MD_F4 | -1044.034 | 0.00000 | MD_F4 | 0.04220 |
| MD_F7 | 24.747 | 0.01205 | MD_F7 | 0.97453 | MD_F7 | 25.246 | 0.00846 | MD_F7 | 0.98218 |
| MD_F9 | -17.984 | 0.04260 | MD_F9 | 0.00001 | MD_F9 | -18.382 | 0.03499 | MD_F9 | 0.00003 |
| C1_C1 | -2605.852 | 0.20109 | C1_C1 | 0.53925 | C1_C1 | -1840.822 | 0.05384 | C1_C1 | 0.46120 |
| C2_C2 | -2721.990 | 0.00331 | C2_C2 | 0.40835 | C2_C2 | -2245.112 | 0.00732 | C2_C2 | 0.47776 |
| C3_C3 | 69.343 | 0.51506 | C3_C3 | 0.55544 | C3_C3 | | | C3_C3 | |
| A1M_A1M | 1002.822 | 0.00000 | A1M_A1M | 0.17604 | A1M_A1M | 1044.085 | 0.00000 | A1M_A1M | 0.07702 |
| A3RMA3RM | -4040.871 | 0.03174 | A3RMA3RM | 0.51440 | A3RMA3RM | -4089.057 | 0.01416 | A3RMA3RM | 0.43129 |
| A4_A4 | -4529.910 | 0.00169 | A4_A4 | 0.67139 | A4_A4 | -4731.162 | 0.00073 | A4_A4 | 0.67524 |
| A5_A5 | 1710.366 | 0.08882 | A5_A5 | 0.89420 | A5_A5 | 1467.120 | 0.12550 | A5_A5 | 0.74637 |
| LNF1LNF1 | 24.093 | 0.00144 | LNF1LNF1 | 0.10545 | LNF1LNF1 | 24.448 | 0.00089 | LNF1LNF1 | 0.08500 |
| F4_F4 | -2.893 | 0.00000 | F4_F4 | 0.07585 | F4_F4 | -2.849 | 0.00000 | F4_F4 | 0.10736 |
| F7_F7 | -0.012 | 0.01787 | F7_F7 | 0.96906 | F7_F7 | -0.012 | 0.01328 | F7_F7 | 0.98210 |
| F9_F9 | 0.013 | 0.01924 | F9_F9 | 0.00024 | F9_F9 | 0.013 | 0.01495 | F9_F9 | 0.00049 |
| C1_LNF2 | 271.176 | 0.01995 | C1_LNF2 | 0.05187 | C1_LNF2 | 295.875 | 0.00418 | C1_LNF2 | 0.15273 |
| C2_LNF2 | 350.071 | 0.00519 | C2_LNF2 | 0.28990 | C2_LNF2 | 249.091 | 0.00911 | C2_LNF2 | 0.61134 |
| C4M_LNF2 | 142.077 | 0.47531 | C4M_LNF2 | 0.97269 | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | |
| C5M_LNF2 | -91.056 | 0.63928 | C5M_LNF2 | 0.99034 | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | |
| A1M_LNF2 | -418.894 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.54080 | A1M_LNF2 | -402.699 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.44784 |
| A2M_LNF2 | -116.140 | 0.05270 | A2M_LNF2 | 0.90572 | A2M_LNF2 | -120.045 | 0.03184 | A2M_LNF2 | 0.58613 |
| A4_LNF2 | 65.890 | 0.32352 | A4_LNF2 | 0.57997 | A4_LNF2 | 49.845 | 0.42282 | A4_LNF2 | 0.61409 |
| A5_LNF2 | 136.313 | 0.13963 | A5_LNF2 | 0.75995 | A5_LNF2 | 131.535 | 0.12883 | A5_LNF2 | 0.38945 |
| C1_C3 | -1269.416 | 0.16795 | C1_C3 | 0.41368 | C1_C3 | -1162.520 | 0.13889 | C1_C3 | 0.03572 |
| C2_C4M | -2790.813 | 0.41788 | C2_C4M | 0.94670 | C2_C4M | | | C2_C4M | |
| C2_C5M | 2763.138 | 0.42888 | C2_C5M | 0.90179 | C2_C5M | | | C2_C5M | |
| C3_C5M | -528.100 | 0.18687 | C3_C5M | 0.30251 | C3_C5M | -103.623 | 0.56223 | C3_C5M | 0.14292 |
| A1M_A2M | 707.495 | 0.00975 | A1M_A2M | 0.61442 | A1M_A2M | 589.055 | 0.02030 | A1M_A2M | 0.48260 |
| A1M_A3RM | 1929.249 | 0.01123 | A1M_A3RM | 0.44216 | A1M_A3RM | 1615.858 | 0.00805 | A1M_A3RM | 0.55080 |
| A1M_A5 | -588.497 | 0.16421 | A1M_A5 | 0.00550 | A1M_A5 | -746.929 | 0.05084 | A1M_A5 | 0.00492 |
| A2M_A3RM | -467.160 | 0.62325 | A2M_A3RM | 0.48514 | A2M_A3RM | | | A2M_A3RM | |
| A2M_A4 | -285.469 | 0.46895 | A2M_A4 | 0.81571 | A2M_A4 | | | A2M_A4 | |
| A2M_A5 | -354.984 | 0.49114 | A2M_A5 | 0.40744 | A2M_A5 | | | A2M_A5 | |
| A3RM_A4 | -1669.379 | 0.12476 | A3RM_A4 | 0.06848 | A3RM_A4 | -1878.448 | 0.06748 | A3RM_A4 | 0.02020 |
| A3RM_A5 | -2329.518 | 0.06974 | A3RM_A5 | 0.54770 | A3RM_A5 | -2574.970 | 0.03581 | A3RM_A5 | 0.28780 |
| A4_A5 | -996.789 | 0.13605 | A4_A5 | 0.57074 | A4_A5 | -1000.670 | 0.12818 | A4_A5 | 0.60060 |
| MOD_D1 | | 0.79243 | MOD_D1 | 0.00000 | MOD_D1 | | 0.82471 | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | | 0.00259 | MOD_D2 | 0.98780 | MOD_D2 | | 0.00254 | MOD_D2 | 0.99087 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.35127 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.22269 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.35080 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.33619 |

Tabela A.15: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F8 R Squared = .837 Adjusted R Squared = .813 | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-----------|---------|--------------------------------------|---------|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 4232.144 | 0.32672 | FACTOR1 | 0.01672 |
| MD_A1M | -2237.978 | 0.03517 | MD_A1M | 0.39759 |
| MD_A4 | 5606.210 | 0.00016 | MD_A4 | 0.33792 |
| MD_LNF1 | -690.130 | 0.00043 | MD_LNF1 | 0.00005 |
| MD_LNF2 | 836.273 | 0.00001 | MD_LNF2 | 0.02264 |
| MD_F4 | -1042.433 | 0.00000 | MD_F4 | 0.07239 |
| MD_F7 | 27.231 | 0.00370 | MD_F7 | 0.97689 |
| MD_F9 | -19.618 | 0.02326 | MD_F9 | 0.00000 |
| C1_C1 | -2090.499 | 0.01450 | C1_C1 | 0.56975 |
| C2_C2 | -2251.954 | 0.00677 | C2_C2 | 0.41591 |
| A1M_A1M | 1031.115 | 0.00000 | A1M_A1M | 0.09352 |
| A3RMA3RM | -4063.740 | 0.01373 | A3RMA3RM | 0.51552 |
| A4_A4 | -4616.392 | 0.00089 | A4_A4 | 0.59290 |
| A5_A5 | 1338.055 | 0.15364 | A5_A5 | 0.72546 |
| LNFI_LNF1 | 23.969 | 0.00108 | LNFI_LNF1 | 0.06743 |
| F4_F4 | -2.860 | 0.00000 | F4_F4 | 0.09016 |
| F7_F7 | -0.013 | 0.00624 | F7_F7 | 0.97562 |
| F9_F9 | 0.014 | 0.00905 | F9_F9 | 0.00005 |
| C1_LNF2 | 268.677 | 0.00722 | C1_LNF2 | 0.16513 |
| C2_LNF2 | 245.783 | 0.00924 | C2_LNF2 | 0.57872 |
| A1M_LNF2 | -390.384 | 0.00000 | A1M_LNF2 | 0.34561 |
| A2M_LNF2 | -116.773 | 0.03594 | A2M_LNF2 | 0.47661 |
| A5_LNF2 | 141.262 | 0.09437 | A5_LNF2 | 0.23919 |
| C1_C3 | -511.092 | 0.12351 | C1_C3 | 0.10962 |
| A1M_A2M | 575.293 | 0.02258 | A1M_A2M | 0.35855 |
| A1M_A3RM | 1664.752 | 0.00590 | A1M_A3RM | 0.51404 |
| A1M_A5 | -726.628 | 0.05462 | A1M_A5 | 0.00331 |
| A3RM_A4 | -1964.521 | 0.05499 | A3RM_A4 | 0.02437 |
| A3RM_A5 | -2633.433 | 0.03146 | A3RM_A5 | 0.30063 |
| A4_A5 | -995.008 | 0.12886 | A4_A5 | 0.75505 |
| MOD_D1 | | 0.80682 | MOD_D1 | 0.00000 |
| MOD_D2 | | 0.00249 | MOD_D2 | 0.96987 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0.38637 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0.18965 |

Tabela A.16: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F8 R Squared = ,847 Adjusted R Squared = ,812 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F8 R Squared = ,847: Adjusted R Squared = ,816 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|------------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|------------|---------|---|---------|-----------------|------------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | -17825,524 | 0,10088 | FACTOR1 | 0,35358 | Intercept | -17773,293 | 0,09483 | FACTOR1 | 0,50422 | Intercept | -17773,293 | 0,09483 | FACTOR1 | 0,50422 | |
| MD_A1M | -2237,387 | 0,06443 | MD_A1M | 0,14985 | MD_A1M | -2220,110 | 0,04954 | MD_A1M | 0,34554 | MD_A1M | -2220,110 | 0,04954 | MD_A1M | 0,34554 | |
| MD_A2M | 223,254 | 0,85070 | MD_A2M | 0,15876 | MD_A2M | | | MD_A2M | | MD_A2M | | | MD_A2M | | |
| MD_A3RM | 1853,824 | 0,58184 | MD_A3RM | 0,01290 | MD_A3RM | 2115,622 | 0,44211 | MD_A3RM | 0,01378 | MD_A3RM | 2115,622 | 0,44211 | MD_A3RM | 0,01378 | |
| MD_A4 | 5515,691 | 0,00447 | MD_A4 | 0,08144 | MD_A4 | 5702,747 | 0,00176 | MD_A4 | 0,05586 | MD_A4 | 5702,747 | 0,00176 | MD_A4 | 0,05586 | |
| MD_A5 | -1931,613 | 0,40579 | MD_A5 | 0,06334 | MD_A5 | -1924,781 | 0,39359 | MD_A5 | 0,17639 | MD_A5 | -1924,781 | 0,39359 | MD_A5 | 0,17639 | |
| MD_C1 | 596,706 | 0,86209 | MD_C1 | 0,63518 | MD_C1 | | | MD_C1 | | MD_C1 | | | MD_C1 | | |
| MD_C2 | -3075,263 | 0,26378 | MD_C2 | 0,94926 | MD_C2 | -2897,731 | 0,26776 | MD_C2 | 0,87178 | MD_C2 | -2897,731 | 0,26776 | MD_C2 | 0,87178 | |
| MD_C3 | 31,559 | 0,89630 | MD_C3 | 0,09405 | MD_C3 | | | MD_C3 | | MD_C3 | | | MD_C3 | | |
| MD_C4M | 19198,193 | 0,03671 | MD_C4M | 0,61299 | MD_C4M | 19443,378 | 0,02877 | MD_C4M | 0,61072 | MD_C4M | 19443,378 | 0,02877 | MD_C4M | 0,61072 | |
| MD_C5M | -21699,728 | 0,02562 | MD_C5M | 0,70845 | MD_C5M | -21919,977 | 0,01920 | MD_C5M | 0,64812 | MD_C5M | -21919,977 | 0,01920 | MD_C5M | 0,64812 | |
| MD_LNF1 | -840,697 | 0,00929 | MD_LNF1 | 0,00042 | MD_LNF1 | -822,935 | 0,00155 | MD_LNF1 | 0,00183 | MD_LNF1 | -822,935 | 0,00155 | MD_LNF1 | 0,00183 | |
| MD_LNF2 | 1083,212 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,57668 | MD_LNF2 | 1059,235 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,11886 | MD_LNF2 | 1059,235 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,11886 | |
| MD_LNF3 | -19,204 | 0,88501 | MD_LNF3 | 0,64046 | MD_LNF3 | | | MD_LNF3 | | MD_LNF3 | | | MD_LNF3 | | |
| MD_F4 | -1032,606 | 0,00000 | MD_F4 | 0,20111 | MD_F4 | -1031,015 | 0,00000 | MD_F4 | 0,14254 | MD_F4 | -1031,015 | 0,00000 | MD_F4 | 0,14254 | |
| MD_F7 | 31,275 | 0,00211 | MD_F7 | 0,93454 | MD_F7 | 31,559 | 0,00141 | MD_F7 | 0,89654 | MD_F7 | 31,559 | 0,00141 | MD_F7 | 0,89654 | |
| MD_F9 | -22,526 | 0,01384 | MD_F9 | 0,00001 | MD_F9 | -22,786 | 0,01096 | MD_F9 | 0,00000 | MD_F9 | -22,786 | 0,01096 | MD_F9 | 0,00000 | |
| C1_C1 | -1890,313 | 0,35032 | C1_C1 | 0,42147 | C1_C1 | -1565,637 | 0,17147 | C1_C1 | 0,64086 | C1_C1 | -1565,637 | 0,17147 | C1_C1 | 0,64086 | |
| C2_C2 | -651,574 | 0,58262 | C2_C2 | 0,95179 | C2_C2 | -663,593 | 0,56458 | C2_C2 | 0,97457 | C2_C2 | -663,593 | 0,56458 | C2_C2 | 0,97457 | |
| C3_C3 | 1,405 | 0,45904 | C3_C3 | 0,82630 | C3_C3 | 1,615 | 0,25508 | C3_C3 | 0,94653 | C3_C3 | 1,615 | 0,25508 | C3_C3 | 0,94653 | |
| C4M_C4M | -6269,858 | 0,00408 | C4M_C4M | 0,71001 | C4M_C4M | -6300,481 | 0,00319 | C4M_C4M | 0,53762 | C4M_C4M | -6300,481 | 0,00319 | C4M_C4M | 0,53762 | |
| C5M_C5M | -3476,735 | 0,00148 | C5M_C5M | 0,65760 | C5M_C5M | -3445,678 | 0,00101 | C5M_C5M | 0,73248 | C5M_C5M | -3445,678 | 0,00101 | C5M_C5M | 0,73248 | |
| A1M_A1M | 1083,479 | 0,00000 | A1M_A1M | 0,04323 | A1M_A1M | 1085,679 | 0,00000 | A1M_A1M | 0,04933 | A1M_A1M | 1085,679 | 0,00000 | A1M_A1M | 0,04933 | |
| A2M_A2M | 52,136 | 0,81074 | A2M_A2M | 0,13536 | A2M_A2M | | | A2M_A2M | | A2M_A2M | | | A2M_A2M | | |
| A3RMA3RM | -4237,938 | 0,06598 | A3RMA3RM | 0,64306 | A3RMA3RM | -4369,368 | 0,04220 | A3RMA3RM | 0,96475 | A3RMA3RM | -4369,368 | 0,04220 | A3RMA3RM | 0,96475 | |
| A4_A4 | -4792,365 | 0,00095 | A4_A4 | 0,71354 | A4_A4 | -4855,432 | 0,00063 | A4_A4 | 0,74342 | A4_A4 | -4855,432 | 0,00063 | A4_A4 | 0,74342 | |
| A5_A5 | 2377,884 | 0,11373 | A5_A5 | 0,91020 | A5_A5 | 2426,017 | 0,10020 | A5_A5 | 0,94285 | A5_A5 | 2426,017 | 0,10020 | A5_A5 | 0,94285 | |
| LNF1LNF1 | 32,228 | 0,03795 | LNF1LNF1 | 0,03010 | LNF1LNF1 | 31,173 | 0,01577 | LNF1LNF1 | 0,06181 | LNF1LNF1 | 31,173 | 0,01577 | LNF1LNF1 | 0,06181 | |
| LNF2LNF2 | -2,708 | 0,78731 | LNF2LNF2 | 0,12243 | LNF2LNF2 | -2,811 | 0,76270 | LNF2LNF2 | 0,19716 | LNF2LNF2 | -2,811 | 0,76270 | LNF2LNF2 | 0,19716 | |
| LNF3LNF3 | -2,331 | 0,75051 | LNF3LNF3 | 0,61226 | LNF3LNF3 | -1,407 | 0,69168 | LNF3LNF3 | 0,86906 | LNF3LNF3 | -1,407 | 0,69168 | LNF3LNF3 | 0,86906 | |
| F4_F4 | -2,854 | 0,00000 | F4_F4 | 0,04139 | F4_F4 | -2,847 | 0,00000 | F4_F4 | 0,05468 | F4_F4 | -2,847 | 0,00000 | F4_F4 | 0,05468 | |
| F7_F7 | -0,015 | 0,00380 | F7_F7 | 0,90070 | F7_F7 | -0,015 | 0,00269 | F7_F7 | 0,88197 | F7_F7 | -0,015 | 0,00269 | F7_F7 | 0,88197 | |
| F9_F9 | 0,016 | 0,00497 | F9_F9 | 0,00011 | F9_F9 | 0,016 | 0,00361 | F9_F9 | 0,00005 | F9_F9 | 0,016 | 0,00361 | F9_F9 | 0,00005 | |
| C1_LNF2 | 170,660 | 0,21575 | C1_LNF2 | 0,05137 | C1_LNF2 | 176,990 | 0,11208 | C1_LNF2 | 0,04535 | C1_LNF2 | 176,990 | 0,11208 | C1_LNF2 | 0,04535 | |
| C2_LNF2 | 287,413 | 0,01681 | C2_LNF2 | 0,41007 | C2_LNF2 | 284,803 | 0,01053 | C2_LNF2 | 0,40965 | C2_LNF2 | 284,803 | 0,01053 | C2_LNF2 | 0,40965 | |
| C3_LNF2 | 5,844 | 0,82338 | C3_LNF2 | 0,28518 | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | | |
| C4M_LNF2 | 2,053 | 0,98773 | C4M_LNF2 | 0,25125 | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | | |
| C5M_LNF2 | -48,609 | 0,77044 | C5M_LNF2 | 0,28097 | C5M_LNF2 | -45,271 | 0,66029 | C5M_LNF2 | 0,33395 | C5M_LNF2 | -45,271 | 0,66029 | C5M_LNF2 | 0,33395 | |
| A1M_LNF2 | -422,576 | 0,00000 | A1M_LNF2 | 0,09687 | A1M_LNF2 | -426,188 | 0,00000 | A1M_LNF2 | 0,40760 | A1M_LNF2 | -426,188 | 0,00000 | A1M_LNF2 | 0,40760 | |
| A2M_LNF2 | -134,828 | 0,19056 | A2M_LNF2 | 0,15028 | A2M_LNF2 | -104,394 | 0,08887 | A2M_LNF2 | 0,54681 | A2M_LNF2 | -104,394 | 0,08887 | A2M_LNF2 | 0,54681 | |
| A3RMLNF2 | 35,616 | 0,87091 | A3RMLNF2 | 0,09213 | A3RMLNF2 | | | A3RMLNF2 | | A3RMLNF2 | | | A3RMLNF2 | | |
| A4_LNF2 | 76,222 | 0,36334 | A4_LNF2 | 0,13297 | A4_LNF2 | 76,639 | 0,29785 | A4_LNF2 | 0,06883 | A4_LNF2 | 76,639 | 0,29785 | A4_LNF2 | 0,06883 | |
| A5_LNF2 | 240,775 | 0,03522 | A5_LNF2 | 0,57196 | A5_LNF2 | 227,151 | 0,02517 | A5_LNF2 | 0,79762 | A5_LNF2 | 227,151 | 0,02517 | A5_LNF2 | 0,79762 | |
| C1_C2 | -357,113 | 0,76738 | C1_C2 | 0,58682 | C1_C2 | -480,215 | 0,67063 | C1_C2 | 0,14384 | C1_C2 | -480,215 | 0,67063 | C1_C2 | 0,14384 | |
| C1_C3 | -143,990 | 0,59155 | C1_C3 | 0,57834 | C1_C3 | -63,926 | 0,71782 | C1_C3 | 0,74350 | C1_C3 | -63,926 | 0,71782 | C1_C3 | 0,74350 | |
| C1_C4M | 1206,778 | 0,31590 | C1_C4M | 0,21896 | C1_C4M | 1166,590 | 0,29259 | C1_C4M | 0,61125 | C1_C4M | 1166,590 | 0,29259 | C1_C4M | 0,61125 | |
| C1_C5M | -1211,129 | 0,37562 | C1_C5M | 0,36340 | C1_C5M | -1144,854 | 0,37467 | C1_C5M | 0,43481 | C1_C5M | -1144,854 | 0,37467 | C1_C5M | 0,43481 | |
| C2_C4M | -652,425 | 0,65029 | C2_C4M | 0,60538 | C2_C4M | -705,987 | 0,58477 | C2_C4M | 0,60846 | C2_C4M | -705,987 | 0,58477 | C2_C4M | 0,60846 | |
| C2_C5M | 1201,195 | 0,42906 | C2_C5M | 0,92777 | C2_C5M | 1212,867 | 0,37085 | C2_C5M | 0,88353 | C2_C5M | 1212,867 | 0,37085 | C2_C5M | 0,88353 | |
| C3_C5M | -62,543 | 0,54529 | C3_C5M | 0,40060 | C3_C5M | -33,803 | 0,51886 | C3_C5M | 0,82034 | C3_C5M | -33,803 | 0,51886 | C3_C5M | 0,82034 | |
| C4M_C5M | 10579,880 | 0,00010 | C4M_C5M | 0,84726 | C4M_C5M | 10577,519 | 0,00006 | C4M_C5M | 0,70193 | C4M_C5M | 10577,519 | 0,00006 | C4M_C5M | 0,70193 | |
| A1M_A2M | 663,174 | 0,04254 | A1M_A2M | 0,05362 | A1M_A2M | 680,357 | 0,01640 | A1M_A2M | 0,27626 | A1M_A2M | 680,357 | 0,01640 | A1M_A2M | 0,27626 | |
| A1M_A3RM | 1534,195 | 0,11925 | A1M_A3RM | 0,68541 | A1M_A3RM | 1517,208 | 0,08882 | A1M_A3RM | 0,25393 | A1M_A3RM | 1517,208 | 0,08882 | A1M_A3RM | 0,25393 | |
| A1M_A4 | 46,398 | 0,90179 | A1M_A4 | 0,95332 | A1M_A4 | | | A1M_A4 | | A1M_A4 | | | A1M_A4 | | |
| A1M_A5 | -676,772 | 0,17686 | A1M_A5 | 0,05136 | A1M_A5 | -659,813 | 0,14910 | A1M_A5 | 0,06674 | A1M_A5 | -659,813 | 0,14910 | A1M_A5 | 0,06674 | |
| A2M_A3RM | -833,978 | 0,47530 | A2M_A3RM | 0,11238 | A2M_A3RM | -691,574 | 0,49023 | A2M_A3RM | 0,11949 | A2M_A3RM | -691,574 | 0,49023 | A2M_A3RM | 0,11949 | |
| A2M_A4 | -367,997 | 0,41207 | A2M_A4 | 0,29154 | A2M_A4 | -372,948 | 0,35512 | A2M_A4 | 0,64769 | A2M_A4 | -372,948 | 0,35512 | A2M_A4 | 0,64769 | |
| A2M_A5 | -244,020 | 0,68048 | A2M_A5 | 0,24766 | A2M_A5 | -212,577 | 0,70191 | A2M_A5 | 0,33729 | A2M_A5 | -212,577 | 0,70191 | A2M_A5 | 0,33729 | |
| A3RM_A4 | -1636,059 | 0,16487 | A3RM_A4 | 0,00110 | A3RM_A4 | -1653,644 | 0,15247 | A3RM_A4 | 0,00086 | A3RM_A4 | -1653,644 | 0,15247 | A3RM_A4 | 0,00086 | |
| A3RM_A5 | -2497,401 | 0,07804 | A3RM_A5 | 0,67428 | A3RM_A5 | -2462,140 | 0,07276 | A3RM_A5 | 0,73567 | A3RM_A5 | -2462,140 | 0,07276 | A3RM_A5 | 0,73567 | |
| A4_A5 | -770,418 | 0,26654 | A4_A5 | 0,59068 | A4_A5 | -767,769 | 0,25872 | A4_A5 | 0,83170 | A4_A5 | -767,769 | 0,25872 | A4_A5 | 0,83170 | |
| C5MDC4M | 23078,976 | 0,01619 | C5MDC4M | 0,84188 | C5MDC4M | 23229,126 | 0,01355 | C5MDC4M | 0,74603 | C5MDC4M | 23229,126 | 0,01355 | C5MDC4M | 0,74603 | |
| MOD_D1 | | 0,80990 | MOD_D1 | 0,00000 | MOD_D1 | | 0,75444 | MOD_D1 | 0,00000 | MOD_D1 | | 0,75444 | MOD_D1 | 0,00000 | |
| MOD_D2 | | 0,00075 | MOD_D2 | 0,98674 | MOD_D2 | | 0,00036 | MOD_D2 | 0,96782 | MOD_D2 | | 0,00036 | MOD_D2 | 0,96782 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,27013 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,15662 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,24472 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,18259 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,24472 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,18259 | |

Tabela A.16: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_FB R Squared = .847 Adjusted R Squared = .818 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_FB R Squared = .846 Adjusted R Squared = .819 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|------------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|------------|---------|--|---------|-----------------|------------|--------------------------------------|-----------------|---------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | -16511,870 | 0,10788 | FACTOR1 | 0,33693 | Intercept | -15442,141 | 0,12210 | FACTOR1 | 0,43407 | Intercept | -15442,141 | 0,12210 | FACTOR1 | 0,43407 | |
| MD_A1M | -2281,367 | 0,03851 | MD_A1M | 0,31751 | MD_A1M | -2382,595 | 0,02705 | MD_A1M | 0,22912 | MD_A1M | -2382,595 | 0,02705 | MD_A1M | 0,22912 | |
| MD_A3RM | 2103,016 | 0,43483 | MD_A3RM | 0,01282 | MD_A3RM | 5341,376 | 0,00197 | MD_A3RM | 0,37060 | MD_A3RM | 5341,376 | 0,00197 | MD_A3RM | 0,37060 | |
| MD_A4 | 5685,477 | 0,00147 | MD_A4 | 0,05872 | MD_A4 | -2607,691 | 0,20172 | MD_A4 | 0,17954 | MD_A4 | -2607,691 | 0,20172 | MD_A4 | 0,17954 | |
| MD_A5 | -2278,261 | 0,28054 | MD_A5 | 0,19652 | MD_A5 | -4426,951 | 0,00562 | MD_A5 | 0,71453 | MD_A5 | -4426,951 | 0,00562 | MD_A5 | 0,71453 | |
| MD_C2 | -3198,974 | 0,17997 | MD_C2 | 0,79303 | MD_C2 | 18800,385 | 0,02924 | MD_C2 | 0,41112 | MD_C2 | 18800,385 | 0,02924 | MD_C2 | 0,41112 | |
| MD_C4M | 18874,361 | 0,03073 | MD_C4M | 0,58666 | MD_C4M | -21692,101 | 0,01562 | MD_C4M | 0,41486 | MD_C4M | -21692,101 | 0,01562 | MD_C4M | 0,41486 | |
| MD_C5M | -21745,750 | 0,01682 | MD_C5M | 0,57564 | MD_C5M | -731,655 | 0,00021 | MD_C5M | 0,00002 | MD_C5M | -731,655 | 0,00021 | MD_C5M | 0,00002 | |
| MD_LNF1 | -746,204 | 0,00018 | MD_LNF1 | 0,00003 | MD_LNF1 | 968,335 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,07783 | MD_LNF1 | 968,335 | 0,00000 | MD_LNF1 | 0,07783 | |
| MD_LNF2 | 985,010 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,23504 | MD_LNF2 | -1041,822 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,07013 | MD_LNF2 | -1041,822 | 0,00000 | MD_LNF2 | 0,07013 | |
| MD_F4 | -1033,141 | 0,00000 | MD_F4 | 0,16023 | MD_F4 | 31,113 | 0,00124 | MD_F4 | 0,91782 | MD_F4 | 31,113 | 0,00124 | MD_F4 | 0,91782 | |
| MD_F7 | 31,052 | 0,00135 | MD_F7 | 0,87364 | MD_F7 | -22,048 | 0,01123 | MD_F7 | 0,00003 | MD_F7 | -22,048 | 0,01123 | MD_F7 | 0,00003 | |
| MD_F9 | -22,245 | 0,01097 | MD_F9 | 0,00002 | MD_F9 | -1729,249 | 0,08819 | MD_F9 | 0,92596 | MD_F9 | -1729,249 | 0,08819 | MD_F9 | 0,92596 | |
| C1_C1 | -1733,899 | 0,09039 | C1_C1 | 0,88955 | C1_C1 | 1,652 | 0,21293 | C1_C1 | 0,92169 | C1_C1 | 1,652 | 0,21293 | C1_C1 | 0,92169 | |
| C2_C2 | -672,172 | 0,55577 | C2_C2 | 0,92646 | C2_C2 | -6127,790 | 0,00284 | C2_C2 | 0,33868 | C2_C2 | -6127,790 | 0,00284 | C2_C2 | 0,33868 | |
| C3_C3 | 1,722 | 0,20360 | C3_C3 | 0,75590 | C3_C3 | -3396,211 | 0,00087 | C3_C3 | 0,83323 | C3_C3 | -3396,211 | 0,00087 | C3_C3 | 0,83323 | |
| C4M_C4M | -6154,192 | 0,00316 | C4M_C4M | 0,49991 | C4M_C4M | 1101,440 | 0,00000 | C4M_C4M | 0,02525 | C4M_C4M | 1101,440 | 0,00000 | C4M_C4M | 0,02525 | |
| C5M_C5M | -3414,233 | 0,00086 | C5M_C5M | 0,70970 | C5M_C5M | -4134,039 | 0,01494 | C5M_C5M | 0,40951 | C5M_C5M | -4134,039 | 0,01494 | C5M_C5M | 0,40951 | |
| A1M_A1M | 1096,988 | 0,00000 | A1M_A1M | 0,03441 | A1M_A1M | -5079,853 | 0,00026 | A1M_A1M | 0,91680 | A1M_A1M | -5079,853 | 0,00026 | A1M_A1M | 0,91680 | |
| A3RMA3RM | -4532,236 | 0,03083 | A3RMA3RM | 0,90338 | A3RMA3RM | 2582,855 | 0,07415 | A3RMA3RM | 0,82610 | A3RMA3RM | 2582,855 | 0,07415 | A3RMA3RM | 0,82610 | |
| A4_A4 | -4981,159 | 0,00037 | A4_A4 | 0,75160 | A4_A4 | 24,725 | 0,00068 | A4_A4 | 0,13780 | A4_A4 | 24,725 | 0,00068 | A4_A4 | 0,13780 | |
| A5_A5 | 2593,495 | 0,07408 | A5_A5 | 0,98096 | A5_A5 | -2,876 | 0,00000 | A5_A5 | 0,04813 | A5_A5 | -2,876 | 0,00000 | A5_A5 | 0,04813 | |
| LNFI_LNF1 | 25,490 | 0,00051 | LNFI_LNF1 | 0,14323 | LNFI_LNF1 | -0,015 | 0,00241 | LNFI_LNF1 | 0,91613 | LNFI_LNF1 | -0,015 | 0,00241 | LNFI_LNF1 | 0,91613 | |
| F4_F4 | -2,851 | 0,00000 | F4_F4 | 0,12804 | F4_F4 | 0,016 | 0,00385 | F4_F4 | 0,00043 | F4_F4 | 0,016 | 0,00385 | F4_F4 | 0,00043 | |
| F7_F7 | -0,015 | 0,00260 | F7_F7 | 0,86168 | F7_F7 | 0,016 | 0,00385 | F7_F7 | 0,00043 | F7_F7 | 0,016 | 0,00385 | F7_F7 | 0,00043 | |
| F9_F9 | 0,016 | 0,00360 | F9_F9 | 0,00022 | F9_F9 | 175,726 | 0,09521 | F9_F9 | 0,08284 | F9_F9 | 175,726 | 0,09521 | F9_F9 | 0,08284 | |
| C1_LNF2 | 165,749 | 0,12198 | C1_LNF2 | 0,07347 | C1_LNF2 | 301,249 | 0,00364 | C1_LNF2 | 0,27611 | C1_LNF2 | 301,249 | 0,00364 | C1_LNF2 | 0,27611 | |
| C2_LNF2 | 294,032 | 0,00476 | C2_LNF2 | 0,19744 | C2_LNF2 | -416,815 | 0,00000 | C2_LNF2 | 0,43169 | C2_LNF2 | -416,815 | 0,00000 | C2_LNF2 | 0,43169 | |
| A1M_LNF2 | -424,668 | 0,00000 | A1M_LNF2 | 0,20017 | A1M_LNF2 | -118,788 | 0,03314 | A1M_LNF2 | 0,40004 | A1M_LNF2 | -118,788 | 0,03314 | A1M_LNF2 | 0,40004 | |
| A2M_LNF2 | -113,066 | 0,05623 | A2M_LNF2 | 0,75980 | A2M_LNF2 | 103,085 | 0,12691 | A2M_LNF2 | 0,39071 | A2M_LNF2 | 103,085 | 0,12691 | A2M_LNF2 | 0,39071 | |
| A4_LNF2 | 88,065 | 0,20847 | A4_LNF2 | 0,24723 | A4_LNF2 | 221,277 | 0,02371 | A4_LNF2 | 0,38004 | A4_LNF2 | 221,277 | 0,02371 | A4_LNF2 | 0,38004 | |
| A5_LNF2 | 219,617 | 0,02609 | A5_LNF2 | 0,37247 | A5_LNF2 | 998,033 | 0,32352 | A5_LNF2 | 0,48651 | A5_LNF2 | 998,033 | 0,32352 | A5_LNF2 | 0,48651 | |
| C1_C4M | 1232,548 | 0,24084 | C1_C4M | 0,29895 | C1_C4M | -1024,004 | 0,40587 | C1_C4M | 0,40467 | C1_C4M | -1024,004 | 0,40587 | C1_C4M | 0,40467 | |
| C1_C5M | -1194,630 | 0,34310 | C1_C5M | 0,37193 | C1_C5M | 628,189 | 0,12488 | C1_C5M | 0,54217 | C1_C5M | 628,189 | 0,12488 | C1_C5M | 0,54217 | |
| C2_C4M | -888,956 | 0,47044 | C2_C4M | 0,59263 | C2_C4M | -44,570 | 0,19965 | C2_C4M | 0,89207 | C2_C4M | -44,570 | 0,19965 | C2_C4M | 0,89207 | |
| C2_C5M | 1324,958 | 0,31601 | C2_C5M | 0,87093 | C2_C5M | 10288,639 | 0,00004 | C2_C5M | 0,54827 | C2_C5M | 10288,639 | 0,00004 | C2_C5M | 0,54827 | |
| C3_C5M | -46,301 | 0,19291 | C3_C5M | 0,78690 | C3_C5M | 620,785 | 0,01885 | C3_C5M | 0,20750 | C3_C5M | 620,785 | 0,01885 | C3_C5M | 0,20750 | |
| C4M_C5M | 10357,047 | 0,00005 | C4M_C5M | 0,66603 | C4M_C5M | 1704,657 | 0,00568 | C4M_C5M | 0,38057 | C4M_C5M | 1704,657 | 0,00568 | C4M_C5M | 0,38057 | |
| A1M_A2M | 681,596 | 0,01356 | A1M_A2M | 0,20959 | A1M_A2M | -609,753 | 0,12117 | A1M_A2M | 0,02810 | A1M_A2M | -609,753 | 0,12117 | A1M_A2M | 0,02810 | |
| A1M_A3RM | 1497,895 | 0,08431 | A1M_A3RM | 0,24786 | A1M_A3RM | 274,350 | 0,44712 | A1M_A3RM | 0,30257 | A1M_A3RM | 274,350 | 0,44712 | A1M_A3RM | 0,30257 | |
| A1M_A5 | -721,004 | 0,09343 | A1M_A5 | 0,08148 | A1M_A5 | -1513,134 | 0,14346 | A1M_A5 | 0,01830 | A1M_A5 | -1513,134 | 0,14346 | A1M_A5 | 0,01830 | |
| A2M_A3RM | -568,784 | 0,55140 | A2M_A3RM | 0,04317 | A2M_A3RM | -2422,107 | 0,06569 | A2M_A3RM | 0,70061 | A2M_A3RM | -2422,107 | 0,06569 | A2M_A3RM | 0,70061 | |
| A2M_A4 | -368,457 | 0,34955 | A2M_A4 | 0,44106 | A2M_A4 | 712,036 | 0,28435 | A2M_A4 | 0,95158 | A2M_A4 | 712,036 | 0,28435 | A2M_A4 | 0,95158 | |
| A3RM_A4 | -1678,467 | 0,14324 | A3RM_A4 | 0,00082 | A3RM_A4 | 22908,385 | 0,01084 | A3RM_A4 | 0,45953 | A3RM_A4 | 22908,385 | 0,01084 | A3RM_A4 | 0,45953 | |
| A3RM_A5 | -2502,822 | 0,06407 | A3RM_A5 | 0,55684 | A3RM_A5 | 0,00000 | 0,79133 | A3RM_A5 | 0,00000 | A3RM_A5 | 0,00000 | 0,79133 | A3RM_A5 | 0,00000 | |
| A4_A5 | -726,094 | 0,27975 | A4_A5 | 0,89345 | A4_A5 | 0,00022 | 0,00022 | A4_A5 | 0,98249 | A4_A5 | 0,00022 | 0,00022 | A4_A5 | 0,98249 | |
| C5MDC4M | 22480,515 | 0,01439 | C5MDC4M | 0,72069 | C5MDC4M | 0,21833 | 0,21833 | C5MDC4M | 0,36088 | C5MDC4M | 0,21833 | 0,21833 | C5MDC4M | 0,36088 | |
| MOD_D1 | | 0,75670 | MOD_D1 | 0,00000 | MOD_D1 | | | MOD_D1 | | MOD_D1 | | | MOD_D1 | | |
| MOD_D2 | | 0,00026 | MOD_D2 | 0,98210 | MOD_D2 | | | MOD_D2 | | MOD_D2 | | | MOD_D2 | | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,21903 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,27528 | MOD_D1 * MOD_D2 | | | MOD_D1 * MOD_D2 | | MOD_D1 * MOD_D2 | | | MOD_D1 * MOD_D2 | | |

Tabela A.16: Influência das estruturas de governança sobre o crescimento dos ativos - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F8 R Squared = ,844 Adjusted R Squared = ,819 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-------------------|--------------------------------------|----------------|
| Parameter | B | Sig. | Sig. |
| Intercept | -15627.390 | 0,11226 | 0,41393 |
| MD_A1M | -2150,081 | 0,04041 | 0,31583 |
| MD_A4 | 4314,780 | 0,00742 | 0,11524 |
| MD_C2 | -3335,781 | 0,00471 | 0,50280 |
| MD_C4M | 18312,444 | 0,03171 | 0,34402 |
| MD_C5M | -20596,523 | 0,01879 | 0,33581 |
| MD_LNF1 | -704,471 | 0,00034 | 0,00004 |
| MD_LNF2 | 933,975 | 0,00000 | 0,12351 |
| MD_F4 | -1036,333 | 0,00000 | 0,07243 |
| MD_F7 | 31,700 | 0,00079 | 0,93279 |
| MD_F9 | -22,096 | 0,01013 | 0,00005 |
| C1_C1 | -1698,123 | 0,04694 | 0,42123 |
| C4M_C4M | -5765,444 | 0,00444 | 0,28559 |
| C5M_C5M | -3127,751 | 0,00201 | 0,84770 |
| A1M_A1M | 1079,533 | 0,00000 | 0,04930 |
| A3RMA3RM | -3774,793 | 0,02211 | 0,41021 |
| A4_A4 | -4811,857 | 0,00041 | 0,66814 |
| A5_A5 | 832,062 | 0,36702 | 0,66533 |
| LNF1LNF1 | 24,169 | 0,00088 | 0,14968 |
| F4_F4 | -2,853 | 0,00000 | 0,08918 |
| F7_F7 | -0,015 | 0,00150 | 0,93047 |
| F9_F9 | 0,015 | 0,00363 | 0,00078 |
| C1_LNF2 | 186,943 | 0,06283 | 0,30805 |
| C2_LNF2 | 281,496 | 0,00597 | 0,34250 |
| A1M_LNF2 | -403,261 | 0,00000 | 0,25232 |
| A2M_LNF2 | -116,076 | 0,03651 | 0,56542 |
| A4_LNF2 | 90,787 | 0,15752 | 0,39141 |
| A5_LNF2 | 156,185 | 0,07034 | 0,46510 |
| C3_C5M | -1,942 | 0,85008 | 0,60323 |
| C4M_C5M | 9556,525 | 0,00010 | 0,39355 |
| A1M_A2M | 549,310 | 0,02873 | 0,30172 |
| A1M_A3RM | 1482,386 | 0,01225 | 0,31206 |
| A1M_A5 | -852,351 | 0,01899 | 0,02859 |
| A3RM_A4 | -969,448 | 0,30889 | 0,00499 |
| A3RM_A5 | -2723,006 | 0,01988 | 0,40139 |
| C5MDC4M | 21244,732 | 0,01667 | 0,42821 |
| MOD_D1 | 0,80511 | 0,00000 | 0,00000 |
| MOD_D2 | 0,00049 | 0,98969 | 0,98969 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0,28856 | 0,45572 | 0,45572 |

Tabela A.17: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,476 Adjusted R Squared = ,356 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,476 Adjusted R Squared = ,369 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------|---------|--|--------|-----------------|-----------|--------------------------------------|-----------------|--------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 1207.430 | 0,32570 | FACTOR1 | . | Intercept | 1069,260 | 0,01154 | FACTOR1 | . | Intercept | 1069,260 | 0,01154 | FACTOR1 | . | |
| MD_A1M | 61,786 | 0,13486 | MD_A1M | . | MD_A1M | 58,979 | 0,09777 | MD_A1M | . | MD_A1M | 58,979 | 0,09777 | MD_A1M | . | |
| MD_A2M | 12,317 | 0,75616 | MD_A2M | . | MD_A2M | 14,948 | 0,66268 | MD_A2M | . | MD_A2M | 14,948 | 0,66268 | MD_A2M | . | |
| MD_A3RM | -1072,391 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1077,898 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1077,898 | 0,00000 | MD_A3RM | . | |
| MD_A4 | -272,231 | 0,00004 | MD_A4 | . | MD_A4 | -270,329 | 0,00000 | MD_A4 | . | MD_A4 | -270,329 | 0,00000 | MD_A4 | . | |
| MD_A5 | -189,990 | 0,01654 | MD_A5 | . | MD_A5 | -183,411 | 0,00050 | MD_A5 | . | MD_A5 | -183,411 | 0,00050 | MD_A5 | . | |
| MD_C1 | 450,825 | 0,00159 | MD_C1 | . | MD_C1 | 447,168 | 0,00139 | MD_C1 | . | MD_C1 | 447,168 | 0,00139 | MD_C1 | . | |
| MD_C2 | 11,753 | 0,91084 | MD_C2 | . | MD_C2 | | | MD_C2 | . | MD_C2 | | | MD_C2 | . | |
| MD_C3 | 35,323 | 0,36675 | MD_C3 | . | MD_C3 | 34,961 | 0,35653 | MD_C3 | . | MD_C3 | 34,961 | 0,35653 | MD_C3 | . | |
| MD_C4M | -655,737 | 0,63335 | MD_C4M | . | MD_C4M | -486,149 | 0,27832 | MD_C4M | . | MD_C4M | -486,149 | 0,27832 | MD_C4M | . | |
| MD_C5M | 645,093 | 0,63900 | MD_C5M | . | MD_C5M | 472,184 | 0,29096 | MD_C5M | . | MD_C5M | 472,184 | 0,29096 | MD_C5M | . | |
| MD_LNF1 | 6,009 | 0,60597 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 6,204 | 0,58240 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 6,204 | 0,58240 | MD_LNF1 | . | |
| MD_LNF2 | -26,018 | 0,00503 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -26,621 | 0,00113 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -26,621 | 0,00113 | MD_LNF2 | . | |
| MD_LNF3 | 11,480 | 0,01050 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 11,381 | 0,00983 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 11,381 | 0,00983 | MD_LNF3 | . | |
| MD_F4 | 11,636 | 0,04101 | MD_F4 | . | MD_F4 | 11,642 | 0,03594 | MD_F4 | . | MD_F4 | 11,642 | 0,03594 | MD_F4 | . | |
| MD_F7 | 0,485 | 0,05626 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,495 | 0,04355 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,495 | 0,04355 | MD_F7 | . | |
| MD_F8 | 0,210 | 0,07841 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,212 | 0,06586 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,212 | 0,06586 | MD_F8 | . | |
| C1_C1 | -66,549 | 0,35373 | C1_C1 | . | C1_C1 | -66,138 | 0,34327 | C1_C1 | . | C1_C1 | -66,138 | 0,34327 | C1_C1 | . | |
| C2_C2 | -5,516 | 0,90920 | C2_C2 | . | C2_C2 | | | C2_C2 | . | C2_C2 | | | C2_C2 | . | |
| C3_C3 | -2,716 | 0,54420 | C3_C3 | . | C3_C3 | -2,840 | 0,49214 | C3_C3 | . | C3_C3 | -2,840 | 0,49214 | C3_C3 | . | |
| C4M_C4M | 32,921 | 0,89884 | C4M_C4M | . | C4M_C4M | | | C4M_C4M | . | C4M_C4M | | | C4M_C4M | . | |
| C5M_C5M | -90,062 | 0,57781 | C5M_C5M | . | C5M_C5M | -79,461 | 0,57405 | C5M_C5M | . | C5M_C5M | -79,461 | 0,57405 | C5M_C5M | . | |
| A1M_A1M | -10,666 | 0,11516 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -10,736 | 0,06660 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -10,736 | 0,06660 | A1M_A1M | . | |
| A2M_A2M | -7,822 | 0,29628 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -7,269 | 0,29888 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -7,269 | 0,29888 | A2M_A2M | . | |
| A3RMA3RM | 411,632 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 412,573 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 412,573 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | |
| A4_A4 | 1,601 | 0,97525 | A4_A4 | . | A4_A4 | | | A4_A4 | . | A4_A4 | | | A4_A4 | . | |
| A5_A5 | 8,931 | 0,86210 | A5_A5 | . | A5_A5 | | | A5_A5 | . | A5_A5 | | | A5_A5 | . | |
| LNF1LNF1 | 0,463 | 0,41257 | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | 0,448 | 0,41421 | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | 0,448 | 0,41421 | LNF1LNF1 | . | |
| LNF2LNF2 | -0,612 | 0,09840 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,623 | 0,08144 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,623 | 0,08144 | LNF2LNF2 | . | |
| LNF3LNF3 | -0,413 | 0,09826 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,403 | 0,09720 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,403 | 0,09720 | LNF3LNF3 | . | |
| F4_F4 | 0,173 | 0,05593 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,175 | 0,04694 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,175 | 0,04694 | F4_F4 | . | |
| F7_F7 | 0,000 | 0,01730 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0,000 | 0,01190 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0,000 | 0,01190 | F7_F7 | . | |
| F8_F8 | 0,000 | 0,08212 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,000 | 0,06930 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,000 | 0,06930 | F8_F8 | . | |
| C1_LNF2 | -27,179 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -27,126 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -27,126 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | |
| C2_LNF2 | -5,810 | 0,25355 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -5,826 | 0,11216 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -5,826 | 0,11216 | C2_LNF2 | . | |
| C3_LNF2 | 0,961 | 0,66578 | C3_LNF2 | . | C3_LNF2 | 1,014 | 0,64203 | C3_LNF2 | . | C3_LNF2 | 1,014 | 0,64203 | C3_LNF2 | . | |
| C4M_LNF2 | -9,701 | 0,69675 | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | -10,916 | 0,62995 | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | -10,916 | 0,62995 | C4M_LNF2 | . | |
| C5M_LNF2 | 9,909 | 0,69049 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 11,149 | 0,62325 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 11,149 | 0,62325 | C5M_LNF2 | . | |
| A1M_LNF2 | -0,471 | 0,85940 | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | . | |
| A2M_LNF2 | 3,714 | 0,28710 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 3,622 | 0,25989 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 3,622 | 0,25989 | A2M_LNF2 | . | |
| A3RMLNF2 | 69,726 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 69,563 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 69,563 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | |
| A4_LNF2 | 14,075 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 13,997 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 13,997 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | |
| A5_LNF2 | 13,758 | 0,00038 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 13,502 | 0,00020 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 13,502 | 0,00020 | A5_LNF2 | . | |
| C1_C2 | 50,015 | 0,38386 | C1_C2 | . | C1_C2 | 53,249 | 0,22652 | C1_C2 | . | C1_C2 | 53,249 | 0,22652 | C1_C2 | . | |
| C1_C3 | -33,178 | 0,41098 | C1_C3 | . | C1_C3 | -33,757 | 0,36418 | C1_C3 | . | C1_C3 | -33,757 | 0,36418 | C1_C3 | . | |
| C1_C4M | 277,077 | 0,20133 | C1_C4M | . | C1_C4M | 277,462 | 0,17783 | C1_C4M | . | C1_C4M | 277,462 | 0,17783 | C1_C4M | . | |
| C1_C5M | -309,653 | 0,15579 | C1_C5M | . | C1_C5M | -309,883 | 0,13495 | C1_C5M | . | C1_C5M | -309,883 | 0,13495 | C1_C5M | . | |
| C2_C4M | -254,807 | 0,15033 | C2_C4M | . | C2_C4M | -238,750 | 0,13264 | C2_C4M | . | C2_C4M | -238,750 | 0,13264 | C2_C4M | . | |
| C2_C5M | 275,710 | 0,11883 | C2_C5M | . | C2_C5M | 261,367 | 0,10603 | C2_C5M | . | C2_C5M | 261,367 | 0,10603 | C2_C5M | . | |
| C3_C5M | -11,063 | 0,47326 | C3_C5M | . | C3_C5M | -10,713 | 0,47623 | C3_C5M | . | C3_C5M | -10,713 | 0,47623 | C3_C5M | . | |
| C4M_C5M | 64,280 | 0,78472 | C4M_C5M | . | C4M_C5M | 87,016 | 0,54207 | C4M_C5M | . | C4M_C5M | 87,016 | 0,54207 | C4M_C5M | . | |
| A1M_A2M | 1,744 | 0,87509 | A1M_A2M | . | A1M_A2M | | | A1M_A2M | . | A1M_A2M | | | A1M_A2M | . | |
| A1M_A3RM | -16,897 | 0,60404 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -13,147 | 0,63000 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -13,147 | 0,63000 | A1M_A3RM | . | |
| A1M_A4 | 8,419 | 0,49927 | A1M_A4 | . | A1M_A4 | 7,701 | 0,47378 | A1M_A4 | . | A1M_A4 | 7,701 | 0,47378 | A1M_A4 | . | |
| A1M_A5 | -2,952 | 0,86059 | A1M_A5 | . | A1M_A5 | | | A1M_A5 | . | A1M_A5 | | | A1M_A5 | . | |
| A2M_A3RM | -49,044 | 0,21339 | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | -49,829 | 0,17755 | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | -49,829 | 0,17755 | A2M_A3RM | . | |
| A2M_A4 | -1,215 | 0,93640 | A2M_A4 | . | A2M_A4 | | | A2M_A4 | . | A2M_A4 | | | A2M_A4 | . | |
| A2M_A5 | -23,399 | 0,23480 | A2M_A5 | . | A2M_A5 | -24,221 | 0,18664 | A2M_A5 | . | A2M_A5 | -24,221 | 0,18664 | A2M_A5 | . | |
| A3RM_A4 | 186,646 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 186,355 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 186,355 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | |
| A3RM_A5 | 118,464 | 0,01604 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 115,326 | 0,01394 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 115,326 | 0,01394 | A3RM_A5 | . | |
| A4_A5 | 66,552 | 0,00448 | A4_A5 | . | A4_A5 | 66,076 | 0,00376 | A4_A5 | . | A4_A5 | 66,076 | 0,00376 | A4_A5 | . | |
| C5MDC4M | -982,224 | 0,42319 | C5MDC4M | . | C5MDC4M | -826,480 | 0,03601 | C5MDC4M | . | C5MDC4M | -826,480 | 0,03601 | C5MDC4M | . | |
| MOD_D1 | | 0,03006 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,02240 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,02240 | MOD_D1 | 0,0000 | |
| MOD_D2 | | 0,24989 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,20611 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,20611 | MOD_D2 | 0,0000 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,22145 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,19058 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,19058 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | |

Tabela A.17: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = .475 Adjusted R Squared = .374 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F9 R Squared = .458 Adjusted R Squared = .364 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------|---------|--|--------|-----------------|-----------|--------------------------------------|-----------------|--------|--|
| Parameter B | | Sig. | Effect | Sig. | Parameter B | | Sig. | Effect | Sig. | Parameter B | | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 1068,369 | 0,00863 | FACTOR1 | . | Intercept | 965,554 | 0,00444 | FACTOR1 | . | Intercept | 965,554 | 0,00444 | FACTOR1 | . | |
| MD_A1M | 50,862 | 0,08786 | MD_A1M | . | MD_A1M | 43,497 | 0,13531 | MD_A1M | . | MD_A1M | 43,497 | 0,13531 | MD_A1M | . | |
| MD_A3RM | -1086,512 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1093,887 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1093,887 | 0,00000 | MD_A3RM | . | |
| MD_A4 | -269,754 | 0,00000 | MD_A4 | . | MD_A4 | -264,835 | 0,00000 | MD_A4 | . | MD_A4 | -264,835 | 0,00000 | MD_A4 | . | |
| MD_A5 | -180,152 | 0,00056 | MD_A5 | . | MD_A5 | -184,622 | 0,00030 | MD_A5 | . | MD_A5 | -184,622 | 0,00030 | MD_A5 | . | |
| MD_C1 | 454,369 | 0,00084 | MD_C1 | . | MD_C1 | 427,053 | 0,00138 | MD_C1 | . | MD_C1 | 427,053 | 0,00138 | MD_C1 | . | |
| MD_C2 | | | MD_C2 | . | MD_C2 | | | MD_C2 | . | MD_C2 | | | MD_C2 | . | |
| MD_C3 | 44,475 | 0,18262 | MD_C3 | . | MD_C3 | 13,162 | 0,42119 | MD_C3 | . | MD_C3 | 13,162 | 0,42119 | MD_C3 | . | |
| MD_C4M | -604,570 | 0,11599 | MD_C4M | . | MD_C4M | -413,111 | 0,08955 | MD_C4M | . | MD_C4M | -413,111 | 0,08955 | MD_C4M | . | |
| MD_C5M | 589,868 | 0,12373 | MD_C5M | . | MD_C5M | 428,477 | 0,08132 | MD_C5M | . | MD_C5M | 428,477 | 0,08132 | MD_C5M | . | |
| MD_LNF1 | 7,278 | 0,50305 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | | | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | | | MD_LNF1 | . | |
| MD_LNF2 | -24,048 | 0,00006 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -24,934 | 0,00002 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -24,934 | 0,00002 | MD_LNF2 | . | |
| MD_LNF3 | 10,628 | 0,01290 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 12,641 | 0,00048 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 12,641 | 0,00048 | MD_LNF3 | . | |
| MD_F4 | 11,293 | 0,03969 | MD_F4 | . | MD_F4 | 7,234 | 0,16700 | MD_F4 | . | MD_F4 | 7,234 | 0,16700 | MD_F4 | . | |
| MD_F7 | 0,512 | 0,02699 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,641 | 0,00348 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,641 | 0,00348 | MD_F7 | . | |
| MD_F8 | 0,211 | 0,05871 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,178 | 0,08025 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,178 | 0,08025 | MD_F8 | . | |
| C1_C1 | -67,748 | 0,32682 | C1_C1 | . | C1_C1 | -55,920 | 0,41927 | C1_C1 | . | C1_C1 | -55,920 | 0,41927 | C1_C1 | . | |
| C3_C3 | -2,334 | 0,50722 | C3_C3 | . | C3_C3 | | | C3_C3 | . | C3_C3 | | | C3_C3 | . | |
| C5M_C5M | -77,548 | 0,58079 | C5M_C5M | . | C5M_C5M | | | C5M_C5M | . | C5M_C5M | | | C5M_C5M | . | |
| A1M_A1M | -10,074 | 0,06621 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -7,805 | 0,13324 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -7,805 | 0,13324 | A1M_A1M | . | |
| A2M_A2M | -6,922 | 0,31041 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -8,116 | 0,22967 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -8,116 | 0,22967 | A2M_A2M | . | |
| A3RMA3RM | 406,726 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 414,422 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 414,422 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | |
| A4_A4 | | | A4_A4 | . | A4_A4 | | | A4_A4 | . | A4_A4 | | | A4_A4 | . | |
| LNF1LNF1 | 0,380 | 0,47411 | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | | | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | | | LNF1LNF1 | . | |
| LNF2LNF2 | -0,616 | 0,06755 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,229 | 0,28014 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,229 | 0,28014 | LNF2LNF2 | . | |
| LNF3LNF3 | -0,364 | 0,12367 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,256 | 0,19567 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,256 | 0,19567 | LNF3LNF3 | . | |
| F4_F4 | 0,173 | 0,04356 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,139 | 0,07771 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,139 | 0,07771 | F4_F4 | . | |
| F7_F7 | 0,000 | 0,00614 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0,000 | 0,00065 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0,000 | 0,00065 | F7_F7 | . | |
| F8_F8 | 0,000 | 0,06194 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,000 | 0,08375 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,000 | 0,08375 | F8_F8 | . | |
| C1_LNF2 | -27,726 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -26,932 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -26,932 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | |
| C2_LNF2 | -5,478 | 0,10794 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -2,858 | 0,37541 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -2,858 | 0,37541 | C2_LNF2 | . | |
| C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | | | C4M_LNF2 | . | |
| C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | | | C5M_LNF2 | . | |
| A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | | | A1M_LNF2 | . | |
| A2M_LNF2 | 4,628 | 0,05440 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 4,913 | 0,03835 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 4,913 | 0,03835 | A2M_LNF2 | . | |
| A3RMLNF2 | 68,040 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 67,182 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 67,182 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | |
| A4_LNF2 | 13,792 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 14,963 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 14,963 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | |
| A5_LNF2 | 13,019 | 0,00019 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 13,495 | 0,00006 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 13,495 | 0,00006 | A5_LNF2 | . | |
| C1_C2 | 49,068 | 0,25608 | C1_C2 | . | C1_C2 | 38,520 | 0,34453 | C1_C2 | . | C1_C2 | 38,520 | 0,34453 | C1_C2 | . | |
| C1_C3 | -31,292 | 0,39218 | C1_C3 | . | C1_C3 | -16,389 | 0,64630 | C1_C3 | . | C1_C3 | -16,389 | 0,64630 | C1_C3 | . | |
| C1_C4M | 319,221 | 0,09537 | C1_C4M | . | C1_C4M | 284,840 | 0,12109 | C1_C4M | . | C1_C4M | 284,840 | 0,12109 | C1_C4M | . | |
| C1_C5M | -350,032 | 0,07024 | C1_C5M | . | C1_C5M | -315,168 | 0,08817 | C1_C5M | . | C1_C5M | -315,168 | 0,08817 | C1_C5M | . | |
| C2_C4M | -266,689 | 0,07553 | C2_C4M | . | C2_C4M | -237,121 | 0,08030 | C2_C4M | . | C2_C4M | -237,121 | 0,08030 | C2_C4M | . | |
| C2_C5M | 289,903 | 0,05855 | C2_C5M | . | C2_C5M | 242,062 | 0,07257 | C2_C5M | . | C2_C5M | 242,062 | 0,07257 | C2_C5M | . | |
| C3_C5M | -11,177 | 0,44922 | C3_C5M | . | C3_C5M | | | C3_C5M | . | C3_C5M | | | C3_C5M | . | |
| C4M_C5M | 85,939 | 0,54441 | C4M_C5M | . | C4M_C5M | | | C4M_C5M | . | C4M_C5M | | | C4M_C5M | . | |
| A1M_A3RM | | | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | | | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | | | A1M_A3RM | . | |
| A2M_A3RM | -49,942 | 0,12710 | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | -45,509 | 0,16161 | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | -45,509 | 0,16161 | A2M_A3RM | . | |
| A2M_A5 | -22,051 | 0,20960 | A2M_A5 | . | A2M_A5 | -23,395 | 0,18156 | A2M_A5 | . | A2M_A5 | -23,395 | 0,18156 | A2M_A5 | . | |
| A3RM_A4 | 185,415 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 188,614 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 188,614 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | |
| A3RM_A5 | 114,477 | 0,01172 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 119,815 | 0,00821 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 119,815 | 0,00821 | A3RM_A5 | . | |
| A4_A5 | 65,549 | 0,00373 | A4_A5 | . | A4_A5 | 72,446 | 0,00138 | A4_A5 | . | A4_A5 | 72,446 | 0,00138 | A4_A5 | . | |
| C5MDC4M | -811,391 | 0,03582 | C5MDC4M | . | C5MDC4M | -659,694 | 0,03578 | C5MDC4M | . | C5MDC4M | -659,694 | 0,03578 | C5MDC4M | . | |
| MOD_D1 | | 0,01860 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01712 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01712 | MOD_D1 | 0,0000 | |
| MOD_D2 | | 0,14149 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,08185 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,08185 | MOD_D2 | 0,0000 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,14062 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,06202 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,06202 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | |

Tabela A.17: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM COM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,452 Adjusted R Squared = ,367 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-------------------|--------------------------------------|--------|
| Parameter B | Sig. | Effect | Sig. |
| Intercept | 988,363 0,00314 | FACTOR1 | . |
| MD_A1M | 47,656 0,09927 | MD_A1M | . |
| MD_A3RM | -1079,387 0,00000 | MD_A3RM | . |
| MD_A4 | -278,574 0,00000 | MD_A4 | . |
| MD_A5 | -180,963 0,00036 | MD_A5 | . |
| MD_C1 | 355,266 0,00000 | MD_C1 | . |
| | | MD_C2 | . |
| MD_C4M | -427,227 0,07556 | MD_C4M | . |
| MD_C5M | 444,662 0,06638 | | |
| | | MD_LNF1 | . |
| MD_LNF2 | -28,870 0,00000 | MD_LNF2 | . |
| MD_LNF3 | 14,190 0,00001 | MD_LNF3 | . |
| MD_F4 | 7,914 0,12452 | MD_F4 | . |
| MD_F7 | 0,594 0,00762 | MD_F7 | . |
| MD_F8 | 0,174 0,08017 | MD_F8 | . |
| A1M_A1M | -8,464 0,10104 | A1M_A1M | . |
| | | A2M_A2M | . |
| A3RMA3RM | 413,265 0,00000 | A3RMA3RM | . |
| | | LNF2LNF2 | . |
| LNF3LNF3 | -0,369 0,01730 | | |
| F4_F4 | 0,138 0,07371 | F4_F4 | . |
| F7_F7 | 0,000 0,00150 | F7_F7 | . |
| F8_F8 | 0,000 0,08369 | F8_F8 | . |
| C1_LNF2 | -26,157 0,00000 | C1_LNF2 | . |
| | | C2_LNF2 | . |
| A2M_LNF2 | 2,109 0,03205 | A2M_LNF2 | . |
| A3RMLNF2 | 67,513 0,00000 | A3RMLNF2 | . |
| A4_LNF2 | 16,053 0,00000 | A4_LNF2 | . |
| A5_LNF2 | 13,822 0,00001 | A5_LNF2 | . |
| C1_C4M | 302,657 0,09256 | C1_C4M | . |
| C1_C5M | -333,694 0,06646 | | |
| C2_C4M | -257,987 0,04703 | C2_C4M | . |
| C2_C5M | 259,781 0,04725 | | |
| | | A1M_A3RM | . |
| A2M_A3RM | -52,990 0,07472 | | |
| A2M_A5 | -26,186 0,12211 | | |
| A3RM_A4 | 190,248 0,00000 | A3RM_A4 | . |
| A3RM_A5 | 109,536 0,01436 | A3RM_A5 | . |
| A4_A5 | 71,228 0,00153 | A4_A5 | . |
| C5MDC4M | -680,380 0,02817 | | |
| MOD_D1 | 0,02934 | MOD_D1 | 0,0000 |
| MOD_D2 | 0,14731 | MOD_D2 | 0,0000 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | 0,06679 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 |

Tabela A.18: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,481 Adjusted R Squared = ,363 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,480 Adjusted R Squared = ,385 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-----------|---------|--|--------|-----------------|-----------|--------------------------------------|-----------------|--------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 79.401 | 0,83035 | FACTOR1 | . | Intercept | 125.479 | 0,45687 | FACTOR1 | . | Intercept | 125.479 | 0,45687 | FACTOR1 | . | |
| MD_A1M | 72.384 | 0,07501 | MD_A1M | . | MD_A1M | 71.753 | 0,05795 | MD_A1M | . | MD_A1M | 71.753 | 0,05795 | MD_A1M | . | |
| MD_A2M | -4.651 | 0,90704 | MD_A2M | . | MD_A2M | | | MD_A2M | . | MD_A2M | | | MD_A2M | . | |
| MD_A3RM | -1003.461 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1025.544 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1025.544 | 0,00000 | MD_A3RM | . | |
| MD_A4 | -259.164 | 0,00006 | MD_A4 | . | MD_A4 | -258.568 | 0,00002 | MD_A4 | . | MD_A4 | -258.568 | 0,00002 | MD_A4 | . | |
| MD_A5 | -141.027 | 0,07309 | MD_A5 | . | MD_A5 | -154.414 | 0,00068 | MD_A5 | . | MD_A5 | -154.414 | 0,00068 | MD_A5 | . | |
| MD_C1 | 343.629 | 0,00152 | MD_C1 | . | MD_C1 | 373.610 | 0,00052 | MD_C1 | . | MD_C1 | 373.610 | 0,00052 | MD_C1 | . | |
| MD_C2 | 146.416 | 0,11690 | MD_C2 | . | MD_C2 | 147.138 | 0,05681 | MD_C2 | . | MD_C2 | 147.138 | 0,05681 | MD_C2 | . | |
| MD_C3 | -1.576 | 0,84608 | MD_C3 | . | MD_C3 | | | MD_C3 | . | MD_C3 | | | MD_C3 | . | |
| MD_C4M | 134.194 | 0,66449 | MD_C4M | . | MD_C4M | 67.916 | 0,26696 | MD_C4M | . | MD_C4M | 67.916 | 0,26696 | MD_C4M | . | |
| MD_C5M | -140.141 | 0,66863 | MD_C5M | . | MD_C5M | -65.295 | 0,34906 | MD_C5M | . | MD_C5M | -65.295 | 0,34906 | MD_C5M | . | |
| MD_LNF1 | 17.855 | 0,13864 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 17.158 | 0,00008 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 17.158 | 0,00008 | MD_LNF1 | . | |
| MD_LNF2 | -30.489 | 0,00013 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -29.262 | 0,00005 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -29.262 | 0,00005 | MD_LNF2 | . | |
| MD_LNF3 | 8.572 | 0,05856 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 8.996 | 0,01642 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 8.996 | 0,01642 | MD_LNF3 | . | |
| MD_F4 | 13.879 | 0,01395 | MD_F4 | . | MD_F4 | 13.458 | 0,01221 | MD_F4 | . | MD_F4 | 13.458 | 0,01221 | MD_F4 | . | |
| MD_F7 | 0.622 | 0,00420 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0.617 | 0,00340 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0.617 | 0,00340 | MD_F7 | . | |
| MD_F8 | 0.186 | 0,11894 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0.186 | 0,07190 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0.186 | 0,07190 | MD_F8 | . | |
| C1_C1 | -44.249 | 0,51565 | C1_C1 | . | C1_C1 | -42.092 | 0,52280 | C1_C1 | . | C1_C1 | -42.092 | 0,52280 | C1_C1 | . | |
| C2_C2 | 15.924 | 0,68959 | C2_C2 | . | C2_C2 | 18.400 | 0,62614 | C2_C2 | . | C2_C2 | 18.400 | 0,62614 | C2_C2 | . | |
| C3_C3 | -0.030 | 0,63982 | C3_C3 | . | C3_C3 | -0.032 | 0,23004 | C3_C3 | . | C3_C3 | -0.032 | 0,23004 | C3_C3 | . | |
| C4M_C4M | -16.935 | 0,81806 | C4M_C4M | . | C4M_C4M | | | C4M_C4M | . | C4M_C4M | | | C4M_C4M | . | |
| C5M_C5M | 8.141 | 0,82558 | C5M_C5M | . | C5M_C5M | | | C5M_C5M | . | C5M_C5M | | | C5M_C5M | . | |
| A1M_A1M | -6.766 | 0,32023 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -7.941 | 0,18239 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -7.941 | 0,18239 | A1M_A1M | . | |
| A2M_A2M | -11.413 | 0,11799 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -12.332 | 0,04922 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -12.332 | 0,04922 | A2M_A2M | . | |
| A3RMA3RM | 367.846 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 360.232 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 360.232 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | |
| A4_A4 | 27.276 | 0,57803 | A4_A4 | . | A4_A4 | 26.853 | 0,56260 | A4_A4 | . | A4_A4 | 26.853 | 0,56260 | A4_A4 | . | |
| A5_A5 | -0.584 | 0,99079 | A5_A5 | . | A5_A5 | | | A5_A5 | . | A5_A5 | | | A5_A5 | . | |
| LNF1LNF1 | -0.024 | 0,96664 | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | | | LNF1LNF1 | . | LNF1LNF1 | | | LNF1LNF1 | . | |
| LNF2LNF2 | -0.374 | 0,32669 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0.378 | 0,12073 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0.378 | 0,12073 | LNF2LNF2 | . | |
| LNF3LNF3 | -0.233 | 0,35222 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0.252 | 0,19937 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0.252 | 0,19937 | LNF3LNF3 | . | |
| F4_F4 | 0.164 | 0,07040 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0.162 | 0,04072 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0.162 | 0,04072 | F4_F4 | . | |
| F7_F7 | 0.000 | 0,00080 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0.000 | 0,00060 | F7_F7 | . | F7_F7 | 0.000 | 0,00060 | F7_F7 | . | |
| F8_F8 | 0.000 | 0,12543 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0.000 | 0,07679 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0.000 | 0,07679 | F8_F8 | . | |
| C1_LNF2 | -22.653 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -22.563 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -22.563 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | |
| C2_LNF2 | -12.463 | 0,00292 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -12.522 | 0,00038 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -12.522 | 0,00038 | C2_LNF2 | . | |
| C3_LNF2 | 0.118 | 0,89328 | C3_LNF2 | . | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | . | C3_LNF2 | | | C3_LNF2 | . | |
| C4M_LNF2 | -2.852 | 0,52388 | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | -2.768 | 0,48881 | C4M_LNF2 | . | C4M_LNF2 | -2.768 | 0,48881 | C4M_LNF2 | . | |
| C5M_LNF2 | 4.596 | 0,40912 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 4.594 | 0,36970 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 4.594 | 0,36970 | C5M_LNF2 | . | |
| A1M_LNF2 | -1.756 | 0,50325 | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | -1.630 | 0,49737 | A1M_LNF2 | . | A1M_LNF2 | -1.630 | 0,49737 | A1M_LNF2 | . | |
| A2M_LNF2 | 5.827 | 0,09227 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 5.144 | 0,03047 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 5.144 | 0,03047 | A2M_LNF2 | . | |
| A3RMLNF2 | 63.160 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 63.224 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 63.224 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | |
| A4_LNF2 | 12.045 | 0,00001 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 12.187 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 12.187 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | |
| A5_LNF2 | 8.085 | 0,04287 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 7.984 | 0,01652 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 7.984 | 0,01652 | A5_LNF2 | . | |
| C1_C2 | 8.870 | 0,82696 | C1_C2 | . | C1_C2 | | | C1_C2 | . | C1_C2 | | | C1_C2 | . | |
| C1_C3 | 4.633 | 0,60664 | C1_C3 | . | C1_C3 | 4.515 | 0,24553 | C1_C3 | . | C1_C3 | 4.515 | 0,24553 | C1_C3 | . | |
| C1_C4M | -35.009 | 0,38646 | C1_C4M | . | C1_C4M | -37.458 | 0,10449 | C1_C4M | . | C1_C4M | -37.458 | 0,10449 | C1_C4M | . | |
| C1_C5M | 3.512 | 0,93897 | C1_C5M | . | C1_C5M | | | C1_C5M | . | C1_C5M | | | C1_C5M | . | |
| C2_C4M | -41.939 | 0,38552 | C2_C4M | . | C2_C4M | -38.778 | 0,38186 | C2_C4M | . | C2_C4M | -38.778 | 0,38186 | C2_C4M | . | |
| C2_C5M | 30.227 | 0,55342 | C2_C5M | . | C2_C5M | 28.119 | 0,53858 | C2_C5M | . | C2_C5M | 28.119 | 0,53858 | C2_C5M | . | |
| C3_C5M | 0.049 | 0,98880 | C3_C5M | . | C3_C5M | | | C3_C5M | . | C3_C5M | | | C3_C5M | . | |
| C4M_C5M | 11.196 | 0,90296 | C4M_C5M | . | C4M_C5M | | | C4M_C5M | . | C4M_C5M | | | C4M_C5M | . | |
| A1M_A2M | -1.499 | 0,89177 | A1M_A2M | . | A1M_A2M | | | A1M_A2M | . | A1M_A2M | | | A1M_A2M | . | |
| A1M_A3RM | -30.396 | 0,36070 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -26.557 | 0,28465 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -26.557 | 0,28465 | A1M_A3RM | . | |
| A1M_A4 | 3.217 | 0,79908 | A1M_A4 | . | A1M_A4 | 2.204 | 0,83646 | A1M_A4 | . | A1M_A4 | 2.204 | 0,83646 | A1M_A4 | . | |
| A1M_A5 | 3.753 | 0,82376 | A1M_A5 | . | A1M_A5 | | | A1M_A5 | . | A1M_A5 | | | A1M_A5 | . | |
| A2M_A3RM | -9.261 | 0,81360 | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | | | A2M_A3RM | . | A2M_A3RM | | | A2M_A3RM | . | |
| A2M_A4 | -1.472 | 0,92224 | A2M_A4 | . | A2M_A4 | | | A2M_A4 | . | A2M_A4 | | | A2M_A4 | . | |
| A2M_A5 | -3.099 | 0,87647 | A2M_A5 | . | A2M_A5 | | | A2M_A5 | . | A2M_A5 | | | A2M_A5 | . | |
| A3RM_A4 | 179.260 | 0,00001 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 174.926 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 174.926 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | |
| A3RM_A5 | 83.920 | 0,07934 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 83.693 | 0,05962 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 83.693 | 0,05962 | A3RM_A5 | . | |
| A4_A5 | 64.206 | 0,00565 | A4_A5 | . | A4_A5 | 61.560 | 0,00585 | A4_A5 | . | A4_A5 | 61.560 | 0,00585 | A4_A5 | . | |
| C5MDC4M | 40.903 | 0,89935 | C5MDC4M | . | C5MDC4M | | | C5MDC4M | . | C5MDC4M | | | C5MDC4M | . | |
| MOD_D1 | | 0,01661 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01049 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01049 | MOD_D1 | 0,0000 | |
| MOD_D2 | | 0,30741 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,21834 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,21834 | MOD_D2 | 0,0000 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,18757 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,15065 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,15065 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | |

Tabela A.18: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,480 Adjusted R Squared = ,387 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | | Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,478 Adjusted R Squared = ,391 | | | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | | | |
|--|-----------|---------|-----------------|--------------------------------------|-----------------|-------------|---------|--|--------|-----------------|-------------|--------------------------------------|-----------------|--------|--|
| Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | Parameter | B | Sig. | Effect | Sig. | |
| Intercept | 110,885 | 0,50382 | FACTOR1 | . | Intercept | 155,30032 | 0,33049 | FACTOR1 | . | Intercept | 155,30032 | 0,33049 | FACTOR1 | . | |
| MD_A1M | 72,777 | 0,05266 | MD_A1M | . | MD_A1M | 60,71058 | 0,07170 | MD_A1M | . | MD_A1M | 60,71058 | 0,07170 | MD_A1M | . | |
| MD_A3RM | -1020,529 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1019,36013 | 0,00000 | MD_A3RM | . | MD_A3RM | -1019,36013 | 0,00000 | MD_A3RM | . | |
| MD_A4 | -255,550 | 0,00001 | MD_A4 | . | MD_A4 | -221,83964 | 0,00000 | MD_A4 | . | MD_A4 | -221,83964 | 0,00000 | MD_A4 | . | |
| MD_A5 | -154,538 | 0,00063 | MD_A5 | . | MD_A5 | -154,18396 | 0,00061 | MD_A5 | . | MD_A5 | -154,18396 | 0,00061 | MD_A5 | . | |
| MD_C1 | 377,164 | 0,00043 | MD_C1 | . | MD_C1 | 315,55644 | 0,00000 | MD_C1 | . | MD_C1 | 315,55644 | 0,00000 | MD_C1 | . | |
| MD_C2 | 175,047 | 0,00065 | MD_C2 | . | MD_C2 | 174,80473 | 0,00050 | MD_C2 | . | MD_C2 | 174,80473 | 0,00050 | MD_C2 | . | |
| MD_C4M | 74,494 | 0,21242 | MD_C4M | . | MD_C4M | 25,35799 | 0,18196 | MD_C4M | . | MD_C4M | 25,35799 | 0,18196 | MD_C4M | . | |
| MD_C5M | -70,010 | 0,30752 | MD_C5M | . | MD_C5M | -24,80902 | 0,53770 | MD_C5M | . | MD_C5M | -24,80902 | 0,53770 | MD_C5M | . | |
| MD_LNF1 | 17,270 | 0,00007 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 16,89657 | 0,00007 | MD_LNF1 | . | MD_LNF1 | 16,89657 | 0,00007 | MD_LNF1 | . | |
| MD_LNF2 | -29,056 | 0,00005 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -30,87150 | 0,00000 | MD_LNF2 | . | MD_LNF2 | -30,87150 | 0,00000 | MD_LNF2 | . | |
| MD_LNF3 | 9,008 | 0,01580 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 8,61006 | 0,01940 | MD_LNF3 | . | MD_LNF3 | 8,61006 | 0,01940 | MD_LNF3 | . | |
| MD_F4 | 13,464 | 0,01195 | MD_F4 | . | MD_F4 | 12,86049 | 0,01494 | MD_F4 | . | MD_F4 | 12,86049 | 0,01494 | MD_F4 | . | |
| MD_F7 | 0,606 | 0,00370 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,62974 | 0,00202 | MD_F7 | . | MD_F7 | 0,62974 | 0,00202 | MD_F7 | . | |
| MD_F8 | 0,182 | 0,07567 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,19173 | 0,05893 | MD_F8 | . | MD_F8 | 0,19173 | 0,05893 | MD_F8 | . | |
| C1_C1 | -43,125 | 0,51095 | C1_C1 | . | | | | | | | | | | | |
| C3_C3 | -0,031 | 0,23911 | C3_C3 | . | C3_C3 | -0,02724 | 0,29222 | C3_C3 | . | C3_C3 | -0,02724 | 0,29222 | C3_C3 | . | |
| A1M_A1M | -7,782 | 0,18503 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -9,14423 | 0,09209 | A1M_A1M | . | A1M_A1M | -9,14423 | 0,09209 | A1M_A1M | . | |
| A2M_A2M | -12,279 | 0,04898 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -11,33465 | 0,06443 | A2M_A2M | . | A2M_A2M | -11,33465 | 0,06443 | A2M_A2M | . | |
| A3RMA3RM | 358,385 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 357,50536 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | A3RMA3RM | 357,50536 | 0,00000 | A3RMA3RM | . | |
| A4_A4 | 28,823 | 0,53196 | A4_A4 | . | | | | | | | | | | | |
| LNF2LNF2 | -0,370 | 0,12695 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,45502 | 0,03648 | LNF2LNF2 | . | LNF2LNF2 | -0,45502 | 0,03648 | LNF2LNF2 | . | |
| LNF3LNF3 | -0,254 | 0,19468 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,22855 | 0,23411 | LNF3LNF3 | . | LNF3LNF3 | -0,22855 | 0,23411 | LNF3LNF3 | . | |
| F4_F4 | 0,160 | 0,04262 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,16429 | 0,03580 | F4_F4 | . | F4_F4 | 0,16429 | 0,03580 | F4_F4 | . | |
| F7_F7 | 0,000 | 0,00065 | F7_F7 | . | F7_F7 | -0,00038 | 0,00030 | F7_F7 | . | F7_F7 | -0,00038 | 0,00030 | F7_F7 | . | |
| F8_F8 | 0,000 | 0,08078 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,00000 | 0,06346 | F8_F8 | . | F8_F8 | 0,00000 | 0,06346 | F8_F8 | . | |
| C1_LNF2 | -22,810 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -22,95991 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | C1_LNF2 | -22,95991 | 0,00000 | C1_LNF2 | . | |
| C2_LNF2 | -12,627 | 0,00032 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -12,25423 | 0,00039 | C2_LNF2 | . | C2_LNF2 | -12,25423 | 0,00039 | C2_LNF2 | . | |
| C4M_LNF2 | -3,077 | 0,43496 | C4M_LNF2 | . | | | | | | | | | | | |
| C5M_LNF2 | 4,891 | 0,33349 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 2,16636 | 0,51943 | C5M_LNF2 | . | C5M_LNF2 | 2,16636 | 0,51943 | C5M_LNF2 | . | |
| A1M_LNF2 | -1,694 | 0,47864 | A1M_LNF2 | . | | | | | | | | | | | |
| A2M_LNF2 | 5,124 | 0,03031 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 4,75292 | 0,04044 | A2M_LNF2 | . | A2M_LNF2 | 4,75292 | 0,04044 | A2M_LNF2 | . | |
| A3RMLNF2 | 63,115 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 63,14357 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | A3RMLNF2 | 63,14357 | 0,00000 | A3RMLNF2 | . | |
| A4_LNF2 | 12,243 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 11,87377 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | A4_LNF2 | 11,87377 | 0,00000 | A4_LNF2 | . | |
| A5_LNF2 | 7,975 | 0,01600 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 7,91917 | 0,01593 | A5_LNF2 | . | A5_LNF2 | 7,91917 | 0,01593 | A5_LNF2 | . | |
| C1_C3 | 4,364 | 0,25814 | C1_C3 | . | C1_C3 | 3,78405 | 0,32093 | C1_C3 | . | C1_C3 | 3,78405 | 0,32093 | C1_C3 | . | |
| C1_C4M | -36,862 | 0,10863 | C1_C4M | . | C1_C4M | -32,80103 | 0,14277 | C1_C4M | . | C1_C4M | -32,80103 | 0,14277 | C1_C4M | . | |
| C2_C4M | -45,880 | 0,27551 | C2_C4M | . | C2_C4M | -19,01355 | 0,38426 | C2_C4M | . | C2_C4M | -19,01355 | 0,38426 | C2_C4M | . | |
| C2_C5M | 31,763 | 0,47965 | C2_C5M | . | | | | | | | | | | | |
| A1M_A3RM | -27,408 | 0,25939 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -26,45987 | 0,27262 | A1M_A3RM | . | A1M_A3RM | -26,45987 | 0,27262 | A1M_A3RM | . | |
| A3RM_A4 | 174,366 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 172,65148 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | A3RM_A4 | 172,65148 | 0,00000 | A3RM_A4 | . | |
| A3RM_A5 | 84,698 | 0,05589 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 80,32926 | 0,06303 | A3RM_A5 | . | A3RM_A5 | 80,32926 | 0,06303 | A3RM_A5 | . | |
| A4_A5 | 62,117 | 0,00524 | A4_A5 | . | A4_A5 | 61,99019 | 0,00489 | A4_A5 | . | A4_A5 | 61,99019 | 0,00489 | A4_A5 | . | |
| MOD_D1 | | 0,01069 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01315 | MOD_D1 | 0,0000 | MOD_D1 | | 0,01315 | MOD_D1 | 0,0000 | |
| MOD_D2 | | 0,20090 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,22755 | MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D2 | | 0,22755 | MOD_D2 | 0,0000 | |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,13201 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,13368 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,13368 | MOD_D1 * MOD_D2 | 0,0000 | |

Tabela A.18: Influência das estruturas de governança sobre a estrutura de capital - caso COM SEM

| Dependent Variable: MD_F9 R Squared = ,474 Adjusted R Squared = ,394 | | Multivariate Tests: Wilks' Lambda | |
|--|-------------|--------------------------------------|-----------------|
| Parameter | B | Sig. | Sig. |
| Intercept | 128,49044 | 0,38407 | FACTOR1 |
| MD_A1M | 61,69953 | 0,06577 | MD_A1M |
| MD_A3RM | -1030,46303 | 0,00000 | MD_A3RM |
| MD_A4 | -215,22876 | 0,00000 | MD_A4 |
| MD_A5 | -153,88114 | 0,00059 | MD_A5 |
| MD_C1 | 303,02466 | 0,00000 | MD_C1 |
| MD_C2 | 172,96310 | 0,00045 | MD_C2 |
| MD_C4M | 21,22842 | 0,21436 | MD_C4M |
| MD_LNF1 | 17,16015 | 0,00004 | MD_LNF1 |
| MD_LNF2 | -28,04355 | 0,00000 | MD_LNF2 |
| MD_LNF3 | 4,85064 | 0,01861 | MD_LNF3 |
| MD_F4 | 12,82988 | 0,01427 | MD_F4 |
| MD_F7 | 0,64577 | 0,00144 | MD_F7 |
| MD_F8 | 0,19135 | 0,05441 | MD_F8 |
| A1M_A1M | -9,11666 | 0,09019 | A1M_A1M |
| A2M_A2M | -12,56108 | 0,03382 | A2M_A2M |
| A3RMA3RM | 372,43796 | 0,00000 | A3RMA3RM |
| LNF2LNF2 | -0,57354 | 0,00080 | LNF2LNF2 |
| F4_F4 | 0,16401 | 0,03370 | F4_F4 |
| F7_F7 | -0,00039 | 0,00020 | F7_F7 |
| F8_F8 | 0,00000 | 0,05851 | F8_F8 |
| C1_LNF2 | -22,13653 | 0,00000 | C1_LNF2 |
| C2_LNF2 | -12,59015 | 0,00023 | C2_LNF2 |
| A2M_LNF2 | 5,24597 | 0,01979 | A2M_LNF2 |
| A3RMLNF2 | 64,03417 | 0,00000 | A3RMLNF2 |
| A4_LNF2 | 11,33959 | 0,00000 | A4_LNF2 |
| A5_LNF2 | 7,90159 | 0,01582 | A5_LNF2 |
| C1_C4M | -28,36406 | 0,19436 | C1_C4M |
| C2_C4M | -14,56254 | 0,48031 | C2_C4M |
| A1M_A3RM | -29,70835 | 0,21280 | A1M_A3RM |
| A3RM_A4 | 171,38716 | 0,00000 | A3RM_A4 |
| A3RM_A5 | 85,14009 | 0,04757 | A3RM_A5 |
| A4_A5 | 60,76543 | 0,00563 | A4_A5 |
| MOD_D1 | | 0,01506 | MOD_D1 |
| MOD_D2 | | 0,25387 | MOD_D2 |
| MOD_D1 * MOD_D2 | | 0,18843 | MOD_D1 * MOD_D2 |