

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**FILIPPE MANARTE SCARAMUSSA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS  
REALMENTE IMPORTAM NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO?**

**VITÓRIA - ES**

**2022**

**FILIFE MANARTE SCARAMUSSA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS  
REALMENTE IMPORTAM NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof.<sup>a</sup>. Dra. Patricia Maria Bortolon

**VITÓRIA - ES**

**2022**

**FILIPPE MANARTE SCARAMUSSA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS  
REALMENTE IMPORTAM NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas da Universidade Federal do Espírito Santo, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, 18 de maio de 2022.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

Prof.<sup>a</sup> Dra. Patricia Maria Bortolon  
Universidade Federal do Espírito Santo

---

Prof. Dr. Vagner Antônio Marques  
Universidade Federal do Espírito Santo

---

Prof. Dr. Roberto Tommasetti  
Universidade Federal do Rio de Janeiro

## AGRADECIMENTOS

Muitos foram os desafios, aprendizados, percalços e conquistas ao longo da trajetória desse mestrado. Diversas pessoas estiveram, o tempo todo, à disposição para me ajudar a superar os obstáculos e chegar ao objetivo final. A todas essas pessoas, e em primeiro lugar a Deus, eu dedico a minha inteira gratidão.

Agradeço aos meus pais, Olimar Archanjo Scaramussa e Shirley Beatriz Manarte Scaramussa, por terem me dado e incessantemente incentivado a buscar, ao longo da minha vida, aquilo que possuí a maior capacidade de transformar positivamente a vida das pessoas: educação. Agradeço também ao amor da minha vida, Flavia Matos Bressanelli, por sempre ter entendido, aceitado e até mesmo me cobrado a fazer os sacrifícios necessários concluir essa dissertação.

Devo, em especial, muita gratidão a minha orientadora e mentora, Prof.<sup>a</sup> Dra. Patricia Maria Bortolon, a chefe, que esteve comigo durante toda essa trajetória de mestrado e ainda mais. Sou muito grato pela parceria que construímos, pelos conhecimentos compartilhados, pela paciência e persistência, e pelas conquistas que compartilhamos durante todos esses anos, desde a primeira de um total de seis matérias nas quais foi minha professora dentro da UFES, até as orientações no TCC e na dissertação e os artigos científicos nos quais trabalhamos juntos.

Agradeço aos membros da banca, Prof. Dr. Vagner Antônio Marques e Prof. Dr. Roberto Tommasetti, pelas considerações, críticas e apontamentos que foram cruciais para o desenvolvimento e melhoria desse trabalho.

Agradeço a todos os colegas de mestrado que estiveram comigo durante essa jornada, em especial ao Paulo Henrique Moura Nascimento, meu parceiro de artigos científicos, a Poliana Maria Ramos, que faz tabelas e coleta dados como ninguém, ao Edcarlos Ferreira Barbosa, nosso matemático que sabe tudo de econometria, e ao João Marcelo Tassis Araújo, nosso guru dos investimentos.

Agradeço a todos os envolvidos com o PPGCon, professores, alunos, servidores e a coordenação do programa, pelo profissionalismo e apoio dedicados durante todo o curso. Finalmente agradeço a Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES por possibilitar as condições financeiras necessárias para a realização desse projeto.

## RESUMO

Esse estudo observou a existência de relação entre a presença de diversos tipos de investidores institucionais no quadro acionário das companhias brasileiras e suas práticas de governança corporativa. O trabalho analisou uma amostra composta por 118 empresas ao longo do período entre 2010 e 2020, totalizando 1298 observações empresa-ano. Utilizou-se um índice constituído por 20 perguntas objetivas, o IPGC, para mensurar as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas. Observou-se a quantidade de investidores institucionais presentes no quadro acionário das empresas, fator ainda não explorado pela literatura nacional como variável explicativa para as práticas de governança corporativa. O estudo ainda classificou os investidores institucionais presentes entre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra em cada ano analisado em Fundos de Pensão, Fundos de Investimento e Fundos Geridos por Instituição Financeira, observando ainda se a instituição é de origem estrangeira ou nacional e de natureza privada ou estatal. Para análise econométrica, foram utilizados a estatística descritiva, a matriz de correlação de Pearson, e modelos de regressão, com destaque especial para a utilização do GMM-Sys de forma robusta e detalhada. Os resultados evidenciam que a quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa, a participação de Fundos de Pensão, e a participação de Fundos de Investimento Estrangeiros estão positivamente relacionados com o IPGC, sugerindo que essas instituições são mais efetivas no monitoramento das empresas investidas e buscam influenciá-las na busca por melhorias nas práticas de governança corporativa. Por sua vez, a presença de Fundos Geridos por Instituição Financeira apresentou relação negativa com o IPGC, enquanto a natureza estatal de alguns investidores institucionais não apresentou significância estatística em relação ao IPGC. Ao indicar qual a relação entre diferentes tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas investidas, esse estudo contribui para uma melhor percepção de risco por parte de investidores e demais participantes do mercado acionário brasileiro, bem como com o avanço da literatura sobre o assunto.

### **PALAVRAS-CHAVE:**

Governança Corporativa; Investidores Institucionais; IPGC; GMM-Sys.

## **ABSTRACT**

This study observed the existence of a relationship between the presence of different types of institutional investors in the shareholding structure of Brazilian companies and their corporate governance practices. The study analyzed a sample composed of 118 companies over the period between 2010 and 2020, totaling 1298 company-year observations. An index consisting of 20 objective questions, the IPGC, was used to measure corporate governance practices adopted by companies. The number of institutional investors present in the shareholding structure of companies was observed, a factor not yet explored by the national literature as an explanatory variable for corporate governance practices. The study also classified institutional investors present among the five largest shareholders of the companies in the sample in each year analyzed in Pension Funds, Investment Funds and Funds Managed by Financial Institution, also observing whether the institution is of foreign or national origin and of a private or state. For econometric analysis, descriptive statistics, Pearson's correlation matrix, and regression models were used, with special emphasis on the use of GMM-Sys in a robust and detailed manner. The results show that the number of institutional investors in the company's shareholding structure, the participation of Pension Funds, and the participation of Foreign Investment Funds are positively related to the IPGC, suggesting that these institutions are more effective in monitoring the investees and seek to influence them in the search for improvements in their corporate governance practices. In turn, the presence of Funds Managed by Financial Institutions showed a negative relationship with the IPGC, while the state nature of some institutional investors did not show statistical significance in relation to the IPGC. By indicating the relationship between different types of institutional investors and the corporate governance practices of the investees, this study contributes to a better perception of risk by investors and other participants in the Brazilian stock market, as well as to the advancement of the literature on the subject.

### **KEY WORDS:**

Corporate Governance; Institutional Investors; IPGC; GMM-Sys.

## **LISTA DE TABELAS**

**Tabela 1:** Hipóteses de Pesquisa

**Tabela 2:** Seleção da Amostra

**Tabela 3:** Composição da Amostra

**Tabela 4:** Classificação dos Investidores Institucionais

**Tabela 5:** Número de observações de cada tipo de investidor institucional nas empresas da amostra por ano

**Tabela 6:** Perguntas e Critérios do IPGC

**Tabela 7:** Descrição e Composição das Variáveis Independentes

**Tabela 8:** Descrição e Composição das Variáveis de Controle

**Tabela 9** – Número de defasagens do IPGC que são relevantes

**Tabela 10:** Estatística descritiva do IPGC

**Tabela 11:** Estatística descritiva das variáveis independentes e das variáveis de controle

**Tabela 12:** Matriz de Correlação de Pearson

**Tabela 13:** Resultado das regressões do modelo (1)

**Tabela 13:** Resultado das regressões do modelo (2)

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>9</b>
1.1. Contextualização .....	9
1.2. Problema de Pesquisa .....	13
1.3. Objetivos .....	13
1.3.1. Objetivo Geral .....	13
1.3.2. Objetivos Específicos .....	13
1.4. Justificativa e Relevância .....	14
1.5. Contribuições.....	14
1.6. Organização do Estudo.....	15
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES .....</b>	<b>16</b>
2.1. Governança Corporativa.....	16
2.1.1. Teoria da Agência e a Governança Corporativa.....	16
2.1.2. Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa no Mercado Brasileiro.....	18
2.1.3. Mensuração das Práticas de Governança Corporativa.....	21
2.2. Investidores Institucionais .....	23
2.2.1. Tipo Legal e Independência.....	24
2.2.2. Origem Nacional ou Estrangeira.....	26
2.2.3. Natureza do Capital .....	27
2.3. Desenvolvimento das Hipóteses.....	28
<b>3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>32</b>
3.1. Classificação da Pesquisa .....	32
3.2. Coleta de Dados.....	32
3.3. Seleção da Amostra .....	33
3.4. Classificação dos Investidores Institucionais .....	35
3.5. Variáveis e Modelos Econométricos.....	37
3.5.1. Variável Dependente .....	37
3.5.2. Variáveis Independentes .....	39
3.5.3. Variáveis de Controle .....	41
3.6. Técnicas de Análise.....	42
3.6.1. Estatística Descritiva .....	42
3.6.2. Matriz de Correlação de Pearson.....	43

3.6.3. Método de Regressão (GMM-Sys).....	43
3.7. Limitações do Estudo .....	46
<b>4. ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS.....</b>	<b>49</b>
4.1. Estatística Descritiva .....	49
4.2. Matriz de Correlação de Pearson.....	52
4.3. Análise dos Modelos de Regressão .....	54
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>62</b>

## **REFERÊNCIAS**

## **APÊNDICE**

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1. Contextualização

De acordo com Jensen & Meckling (1976), uma relação de agência é definida como um contrato no qual o proprietário (principal) delega a um terceiro (agente) a autoridade para a tomada de decisões, permitindo ao agente atuar como gestor em busca de atender os interesses do principal. Entretanto, assumindo-se que estes atores são ambos maximizadores de valor, há motivos para crer que os interesses das partes nem sempre serão convergentes. Assim, os conflitos de agência surgem devido às diferenças nos interesses do principal e do agente, quando este último se utiliza da autoridade a ele delegada para tomar decisões contrárias aos interesses do principal.

Nos mercados de capitais em que há uma predominância da estrutura acionária dispersa, o principal conflito de agência se dá entre acionistas e gestores. Entretanto, nos mercados com elevado grau de concentração da estrutura acionária, o conflito de agência preponderante passa a ser entre os acionistas majoritários, que possuem a capacidade e o incentivo de expropriar os demais investidores, e os acionistas minoritários (La Porta et al., 2000; Aldrighi & Mazzer Neto, 2005).

Conforme verificado por La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer (1999), com exceção de EUA e Reino Unido, a maioria dos países apresentam predominância da estrutura acionária concentrada, com forte presença do governo e de famílias proeminentes detendo o controle das empresas. No caso brasileiro, vários estudos têm identificado, ao longo dos últimos anos, uma significativa concentração da propriedade nas mãos de poucos grandes acionistas ou bloco de acionistas (Valadares & Leal, 2000; Okimura et al., 2007; Caixe & Krauter, 2013; Bezerra et al., 2015), bem como encontrado evidências empíricas que confirmam a presença preponderante do modelo de conflitos de agência entre principais no mercado acionário brasileiro (Crisóstomo & Brandão, 2019; Crisóstomo et al., 2020).

Nesse contexto, a governança corporativa assume papel central. Silveira et al. (2003), a definem como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas de agência. Punsuvo et al. (2007) consideram a governança corporativa como um sistema de controles externos e internos que busca balancear e mitigar os conflitos de interesse gerados

pela separação entre propriedade e gestão. Segundo Shleifer & Vishny (1997), a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de práticas utilizadas pelos fornecedores de capital às empresas para se assegurar de que irão obter os retornos esperados de seus investimentos.

Seguindo essa linha, a literatura em geral aponta que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem a capacidade de maximizar a geração de valor aos acionistas e demais *stakeholders* ao mitigar a ocorrência e os efeitos dos conflitos de interesse intrínsecos às companhias. No âmbito internacional, diversos estudos encontraram evidências de que os acionistas minoritários se beneficiam de melhorias na governança e que há uma relação positiva entre governança e valor da firma (Gompers et al., 2003; Brown & Caylor, 2006; Aggarwal et al., 2009; Ararat et al., 2017; Latif et al., 2017).

Seguindo essa linha, Carvalhal & Leal (2005) criaram um índice, baseado em informações públicas divulgadas, para mensurar as práticas de governança corporativa adotadas por empresas de capital aberto brasileiras. Como resultado, identificaram que as firmas com as melhores práticas tiveram um desempenho significativamente superior durante o período analisado. Este índice foi então atualizado por Leal et al. (2015), encontrando resultados semelhantes de um maior desempenho apresentado por empresas com melhores pontuações no índice.

Por sua vez, Black et al. (2014) utilizaram uma metodologia alternativa para criação de seu índice de governança corporativa para empresas brasileiras, através da coleta de *surveys*. Seus resultados apontam que a adoção de elementos que compuseram o índice e são exigidos para listagem no Novo Mercado e Nível 2 prevê um maior valor de mercado para as firmas, além de identificarem uma significativa melhoria nas práticas de governança adotadas pelas empresas entre 2004 e 2009.

Em relação aos mecanismos de governança corporativa presentes nas empresas de capital aberto, os acionistas enquanto proprietários e a partir do seu poder de voto constituem um dos principais grupos com capacidade para promoção de melhorias nas práticas adotadas pelas companhias. Dentre os diferentes tipos de acionistas, os investidores institucionais se destacam devido a magnitude dos recursos sob sua gestão e a conseqüente capacidade de adquirir participações relevantes nas empresas nas quais decidem investir, podendo então exercer

controle interno através do voto ou externo via negociação das ações no mercado (Gillan & Starks, 2003; Crane et al., 2016).

Atualmente os investidores institucionais detêm grande influência nos mercados de capitais da maioria dos países, uma vez que sua participação na propriedade em mercados desenvolvidos e em desenvolvimento aumentou drasticamente durante as últimas duas décadas (Lou et al., 2020; Dasgupta et al., 2021). No caso brasileiro, aproximadamente metade das empresas listadas na bolsa de valores em 2012 apresentava ao menos um investidor institucional com participação relevante, possuindo acima de 5% do capital votante ou 10% do capital total (OECD, 2013).

Dessa forma, os investidores institucionais são comumente considerados como um componente chave para a governança corporativa das empresas (Gillan & Starks, 2003; Bushee et al., 2014). Em seu estudo, Aggarwal et al. (2011) encontraram evidências de que mudanças na participação de investidores institucionais na propriedade das empresas levam a mudanças subsequentes na governança corporativa delas.

Bushee et al. (2014) examinaram as preferências dos investidores institucionais por diferentes mecanismos de governança corporativa. Considerando o problema de causalidade reversa, os autores verificaram se essas instituições buscam empresas que já apresentam boas práticas de governança no momento do investimento, ou se atuam para melhorar as práticas adotadas pelas empresas nas quais decidem investir. Como resultados, encontraram evidências robustas da ocorrência de ambos os casos.

Entretanto, os investidores institucionais não devem ser observados como um grupo homogêneo, visto que os vários tipos de investidores institucionais, como os fundos de investimento, fundos de pensão, e firmas de *private banking*, apresentam muitas características diferentes entre si (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Isaksson & Çelik, 2014; Chen et al., 2019; Fonseca et al., 2020).

A literatura tem observado a heterogeneidade existente entre os investidores institucionais, separando-os em grupos distintos com base no tipo legal e no grau de independência do relacionamento estabelecido com as empresas nas quais investem. O incentivo para monitorar e manter a eficiência pode variar entre os investidores institucionais. Eles podem ser sensíveis

à pressão e se alinharem aos administradores e controladores das empresas, como bancos e seguradoras, ou insensíveis à pressão, como fundos de investimento e fundos de pensão (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Muniandy et al., 2016).

Outro ponto a ser considerado é a origem do investidor institucional, se nacional ou estrangeiro. Argumenta-se que as instituições estrangeiras, em geral, mantêm um relacionamento mais independente com as empresas na quais investem, tendo então mais incentivos para exercer um efetivo monitoramento da gestão (Ferreira & Matos, 2008; Liu et al., 2020).

Segundo Aggarwal et al. (2011), as instituições nacionais assumem papel importante na melhoria da governança corporativa em países com forte proteção legal aos direitos dos acionistas. Entretanto, em países com mercados menos desenvolvidos e fraca proteção legal, os maiores responsáveis pela melhoria nas práticas de governança são as instituições estrangeiras, especialmente as provenientes de países com forte proteção legal aos direitos dos acionistas, como EUA e Reino Unido.

Devido às diferenças significativas existentes entre entidades de natureza privada e estatal, a origem do capital por trás das instituições é outro fator a ser considerado ao se analisar o impacto dos investidores institucionais na governança corporativa. O estudo de Fonseca et al. (2020) investigou as características e heterogeneidade entre os investidores institucionais atuantes no mercado de capitais brasileiro. Um dos resultados encontrados foi que o fato da instituição ser de origem privada ou estatal exerceu forte influência no perfil do investimento. Esse achado vai de encontro aos resultados obtidos por Chen et al. (2017).

No Brasil, a literatura sobre a relação entre os investidores institucionais e a governança corporativa tem apresentado resultados inconclusivos e com análises menos abrangentes. Alguns estudos observaram apenas um tipo específico de investidor institucional, como os fundos de pensão (Punsuvo et al., 2007; de Oliveira et al., 2012; De Souza Lima, 2013). Outros não utilizaram um índice abrangente para mensurar as práticas de governança corporativa (Melo, 2017; Vasconcelos & Martins, 2020). Além disso, não se encontrou no mercado brasileiro estudos que tenham observado a influência da quantidade de investidores institucionais no quadro de acionistas das empresas sobre a evolução das práticas de governança corporativa delas.

Existe então uma lacuna na literatura, que carece de um estudo que analise a relação entre o desenvolvimento das práticas de governança corporativa nas empresas brasileiras e a quantidade de acionistas institucionais, observando ainda diferenças na relação entre as empresas investidas e os diversos tipos de investidores institucionais, diferenciando-os pelo tipo legal; por ser de origem nacional ou estrangeira; e pelo fato do capital ser de natureza privada ou estatal.

## **1.2. Problema de Pesquisa**

Diante desse contexto, esse trabalho se propõe a responder à seguinte questão: **“Existe relação entre a participação acionária dos diversos tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3?”**

## **1.3. Objetivos**

### ***1.3.1. Objetivo geral***

O estudo tem como objetivo geral observar se existe relação entre a presença dos diversos tipos de investidores institucionais no quadro acionário das companhias e suas práticas de governança corporativa entre 2010 e 2020.

### ***1.3.2. Objetivos específicos***

Apresentam-se como objetivos específicos:

- i) Identificar a quantidade total de investidores institucionais presente no quadro de acionistas das empresas da amostra para cada ano entre 2010 e 2020;
- ii) Identificar os investidores institucionais com participação relevante presentes entre os cinco maiores acionistas diretos das empresas da amostra para cada ano do período analisado;
- iii) Classificar os investidores institucionais nos diversos tipos mediante os critérios sugeridos pela literatura (tipo legal, origem nacional ou estrangeira, natureza do capital);

- iv) Levantar as principais características de governança corporativa das empresas através de um índice amplamente utilizado na literatura nacional;
- v) Verificar quantitativamente se as práticas de governança corporativa das empresas analisadas são impactadas pela quantidade de investidores institucionais presentes em seu quadro acionário, bem como pelos diferentes tipos de institucionais que detenham participação entre os maiores acionistas.

#### **1.4. Justificativa e Relevância**

Os investidores institucionais desempenham papel chave para o desenvolvimento de um mercado de capitais robusto e sustentável (OECD, 2019). A governança corporativa, por sua vez, pode ter um efeito positivo no desempenho financeiro e econômico das empresas (IFC, 2018) e na preservação e maximização do valor econômico de longo prazo das organizações (IBGC, 2015). Considerando suas relevâncias, há a necessidade de se investigar a relação entre os investidores institucionais e o desenvolvimento da governança corporativa no mercado brasileiro.

Apesar de estudos sobre o tema terem avançado na literatura nacional, há uma carência por trabalhos que observem os diferentes tipos de investidores institucionais e como eles influenciam a governança corporativa das empresas brasileiras nas quais investem. Este trabalho pretende preencher essa lacuna categorizando os investidores institucionais por tipo legal, origem nacional ou estrangeira, natureza do capital e abordando as práticas de governança corporativa através do índice desenvolvido por Leal et al. (2015).

#### **1.5. Contribuições**

- i) **Investidores e demais participantes do mercado:** proporcionar melhores decisões aos investidores e demais participantes do mercado acionário brasileiro através de uma percepção de risco mais precisa, uma vez que os achados do estudo permitem a esses agentes uma melhor compreensão da relação entre os diferentes tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas nas quais eles investem e, conseqüentemente, quais deles apresentam melhor capacidade de monitoramento dessas empresas.

ii) **Teoria e literatura:** avançar o conhecimento acerca da relação entre a governança corporativa das empresas e os investidores institucionais, mediante uma análise mais abrangente das características que os distinguem e observando um período maior quando comparado aos demais estudos sobre o tema no Brasil. Além disso, o trabalho contribui com a literatura ao apontar a quantidade de investidores institucionais no quadro acionário como uma relevante variável explicativa para a pontuação do IPGC, fato que vem sendo ignorado pelas pesquisas nacionais sobre o assunto.

## **1.6. Organização do Estudo**

O trabalho ora apresentado se divide em 5 capítulos, incluindo essa introdução. No capítulo 2 a seguir foi feito um levantamento da literatura sobre os investidores institucionais, a governança corporativa e o relacionamento entre ambos, que subsidiou a criação das hipóteses. No capítulo 3 foram apresentados os procedimentos metodológicos utilizados para o desenvolvimento da pesquisa, detalhando-se a composição da amostra, as variáveis e os modelos utilizados. O capítulo 4 apresentou os dados obtidos, bem como sua análise e discussão. Por fim, o capítulo 5 trouxe as considerações finais, as limitações do estudo e as sugestões para pesquisas futuras.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

### 2.1. Governança Corporativa

#### 2.1.1. Teoria da Agência e a Governança Corporativa

Segundo Jensen & Meckling (1976), um relacionamento de agência consiste em um contrato no qual uma ou mais pessoas, o principal, contratam outra pessoa, o agente, para desempenhar uma tarefa, com transmissão de autoridade do principal ao agente para que este tome decisões em favor daquele. Entretanto, se ambas as partes agem buscando a maximização de suas utilidades pessoais, há razão para crer que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Assim, os conflitos de agência se caracterizam quando o agente age em benefício próprio em detrimento dos interesses do principal.

No relacionamento entre acionistas (principal) e gestores (agente), os acionistas podem limitar os conflitos de agência a partir do monitoramento das atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais adequados que promovam o alinhamento dos interesses de ambas as partes. Com isso, os acionistas incorrem em custos para alinhar o interesse dos gestores aos seus, denominados de custos de agência. Jensen & Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma dos:

- i. Custos de criação e estruturação dos contratos entre o principal e o agente;
- ii. Gastos com o monitoramento das atividades dos gestores por parte do principal;
- iii. Gastos que o próprio agente incorre para mostrar ao principal que não está agindo de forma a prejudicá-lo;
- iv. Perdas residuais, provenientes da diminuição da riqueza do principal a partir de decisões tomadas pelo agente diferentes das que maximizariam a riqueza do principal.

No ambiente empresarial, os executivos recebem dos acionistas uma remuneração em troca dos seus serviços especializados de gestão. Os acionistas esperam que os gestores tomem decisões que maximizem sua riqueza. Entretanto, ocorre que muitas vezes os gestores tomam decisões que maximizam sua utilidade pessoal, ao invés de decisões que maximizariam a riqueza dos acionistas. Assim, os custos de agência do tipo perdas residuais decorrem das decisões tomadas

pelos gestores que não maximizam a riqueza dos acionistas, favorecendo na verdade seus próprios interesses (Silveira, 2004).

Existem mecanismos que podem ser utilizados visando a redução do conflito e dos custos de agência, como a promoção do alinhamento entre os interesses dos gestores e dos acionistas. O alinhamento de interesses entre as partes é feito principalmente através de uma composição adequada de cláusulas contratuais de remuneração dos executivos. Com isso, busca-se o equilíbrio entre a remuneração fixa baseada no comportamento (salário) e a remuneração variável baseada no desempenho (bônus, comissões, remuneração em ações da empresa), atrelando parte da remuneração dos gestores à riqueza dos acionistas (Eisenhardt, 1989).

Além do alinhamento de interesses, um monitoramento efetivo da gestão é outra importante forma de mitigação dos problemas de agência. Um mercado desenvolvido e que possua uma adequada proteção legal aos investidores se apresenta como uma opção de monitoramento externo capaz de punir os gestores quando não se comportam da forma esperada (La Porta et al., 2000). Por sua vez, o conselho de administração é considerado o principal órgão interno de monitoramento dos gestores e tem como função mediar o relacionamento entre os acionistas e a direção da empresa. A estrutura de propriedade também ganha papel importante, uma vez que os próprios acionistas possuem capacidade para monitorar os gestores ao exercerem seu direito de votar nas assembleias (Panda & Leepsa, 2017).

La Porta et al. (2000) definem o conjunto de mecanismos utilizados pelos investidores externos (acionistas e credores) para se protegerem da expropriação por parte dos agentes internos (gestores e acionistas controladores) como governança corporativa. Silveira et al. (2003) constroem sobre esse argumento acrescentando que a governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle para a mitigação dos problemas de agência. Corroborando com isso, Chen et al. (2012) encontraram evidências de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa leva a uma redução do problema de agência nas empresas.

A necessidade de aprimoramento da governança corporativa das empresas surgiu a partir da identificação de diversos casos de expropriação da riqueza dos proprietários, com registros de expropriação dos acionistas por parte dos gestores nas empresas de propriedade pulverizada, bem como de expropriação dos acionistas minoritários por parte de acionistas controladores em

empresas de propriedade concentrada. Essas ocorrências são provenientes do problema de agência existente entre as partes, que se materializa quando o gestor ou acionista controlador busca maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas da empresa. A partir daí, a governança corporativa busca compreender como ocorre o problema de agência dentro das companhias e quais as formas de mitigá-lo (Silveira, 2004).

### ***2.1.2. Estrutura de Propriedade e Governança Corporativa no Mercado Brasileiro***

Em mercados com estrutura acionária dispersa, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e gestores. Entretanto nos países com elevado grau de concentração da estrutura acionária, o conflito de agência preponderante passa a ser entre os acionistas majoritários, que possuem força suficiente para fiscalizar a administração e expropriar os demais investidores, e os acionistas minoritários (La Porta et al., 2000; Aldrighi & Mazzer Neto, 2005). Conforme verificado por La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer (1999), com exceção de EUA e Reino Unido, a maioria dos países apresentam estrutura acionária concentrada, com forte presença do governo e de famílias proeminentes detendo o controle das empresas.

Segundo La Porta et al. (2000), a concentração de propriedade está relacionada ao ambiente de proteção e *enforcement* legal aos direitos dos fornecedores de recursos às empresas. Em países com baixa proteção legal, há uma maior propensão ao comportamento oportuno por parte dos administradores em detrimento dos interesses dos investidores, aumentando o custo de capital. Uma vez que os investidores estão dispostos a pagar valores menores pelas ações das empresas, o mercado de capitais perde parte de sua atratividade como forma de captação de recursos pelas firmas.

Diante desse cenário, uma alternativa utilizada pelos proprietários para garantir proteção a seus direitos é deter uma elevada parcela do capital votante das empresas, garantindo o controle da companhia (Shleifer & Vishny, 1997). Para garantir o controle absoluto das firmas, o acionista necessita possuir mais de 50% do capital votante. Devido ao elevado custo para se fazer isso e ao ambiente de baixa proteção legal e transparência, espera-se uma presença relevante de estatais e empresas familiares nos mercados com essas características. No caso do Brasil, diversos estudos apontam uma tradição de estrutura de propriedade fortemente concentrada e baixa proteção legal aos investidores (Valadares & Leal, 2000; Rabelo & Vasconcelos, 2002; Okimura et al., 2007; Caixe & Krauter, 2013; Bezerra et al., 2015).

Na década de 60 o mercado de capitais brasileiro era pouco desenvolvido. O governo buscou mudar esse panorama concedendo incentivos fiscais (Fundo 157) para a aquisição de emissões e obrigando os fundos de pensão a investir parte de seus recursos na compra de ações (Carvalho, 2002). Isso ocasionou um considerável aumento na quantidade de recursos aplicados ao mercado de capitais e conseqüentemente elevou o número de empresas familiares e de economia mista listadas na bolsa de valores.

Todavia após deterioração nas condições financeiras das empresas estatais, combinado a condições macroeconômicas desfavoráveis e a um contexto internacional favorecendo máquinas governamentais com tamanho reduzido, houve uma forte pressão por privatizações na década de 90 (Pargendler, 2012). O programa de privatização teve impacto negativo sobre a já frágil governança empresarial presente no país naquele momento. O Governo Federal, através da Lei 9.457/97, removeu as cláusulas de *tag along* e direitos de receso dos acionistas minoritários, com o objetivo de maximizar o valor de controle das estatais e tornar viável o processo de privatização. Este encorajamento de práticas abusivas trouxe redução no número de firmas listadas e generalizada falta de confiança nas novas listagens por parte dos investidores (Carvalho, 2002).

Em 2000 e 2001 foi discutida uma proposta de reforma significativa da Lei das Sociedades por Ações. Entretanto, os acionistas controladores das grandes empresas, representados por famílias proeminentes e pelo próprio Estado, têm como interesse manter seus benefícios privados de controle e, para isso, exercem forte pressão política contrária a reformas que visam garantir maior proteção aos acionistas minoritários (Chavez & Silva, 2009). Devido à pressões políticas, diversas emendas foram feitas e parte do conteúdo da reforma ficou perdido, dando sinalização clara ao mercado para não esperar por reformas legais que modifiquem radicalmente o cenário brasileiro de práticas de governança corporativa e proteção legal aos investidores (Carvalho, 2002).

Neste contexto, a bolsa de valores brasileira, Brasil, Bolsa, Balcão (B3), criou em 2001 três segmentos especiais de listagem de adesão voluntária: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Ao decidir participar destes segmentos, as empresas se comprometem a seguir uma série de exigências de boas práticas de governança corporativa e transparência estabelecidos pelos

regimentos, cuja responsabilidade de fiscalização quanto ao cumprimento está a cargo da própria B3 (Carvalho & Pennacchi, 2012).

Os segmentos especiais de listagem se tornaram uma alternativa para as empresas que desejavam adotar melhores práticas de governança corporativa ou abrir capital. Concomitantemente não ameaçavam os interesses dos acionistas controladores das firmas mais tradicionais e que exerciam pressão política em desfavor de reformas legais, uma vez que a adesão era voluntária e não dependia de modificações na legislação compulsória vigente. Este modelo de dualismo regulatório permitiu que as empresas tradicionais já existentes continuassem seguindo apenas as exigências mínimas da lei, enquanto as que optassem poderiam adotar melhores práticas de governança e migrar ou abrir capital nos segmentos diferenciados (Pargendler, 2012).

A iniciativa da B3 de criação dos segmentos especiais de listagem foi um sucesso, comprovado pelo número elevado de companhias neles listadas (Donaggio, 2017). O estudo de Leal, Carvalhal & Iervolino (2015) analisou as práticas de governança corporativa das empresas de capital aberto listadas na B3 entre 2004 e 2013 através do Índice de Práticas Governança Corporativa (IPGC), desenvolvido por Carvalhal da Silva & Leal (2005), e constatou um aumento estatisticamente significativo do índice de 3.8 para 5.8 no período, representando uma melhoria na governança das empresas analisadas. Verificou ainda que as firmas listadas nos segmentos especiais de listagem apresentaram um resultado consideravelmente superior comparado àquelas listadas no segmento tradicional.

Entretanto, apesar dos avanços observados na estrutura de governança corporativa e na composição dos conselhos de administração das empresas brasileiras a partir da criação dos segmentos especiais de listagem, (Brugni et al., 2013), estudos recentes (Crisóstomo & Brandão, 2019; Jardim, 2018; Machado & Galdi, 2021) identificaram que a estrutura de propriedade no Brasil continua sendo predominantemente concentrada, com a maioria das empresas de capital aberto apresentando acionistas detendo grandes participações do capital votante ou um bloco de acionistas signatários de acordo de acionistas efetivamente tomando as principais decisões e controlando a empresa.

A concentração de propriedade é vista de forma conflitante pela literatura. Por um lado, há o argumento de que a concentração de propriedade pode ser benéfica para o desempenho da

empresa, pois os controladores apresentam maior capacidade de monitoramento da gestão, mitigando os problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976). A concentração de propriedade pode ser especialmente importante para redução dos problemas e custos de agência nos países com fraca proteção legal aos investidores, como é o caso do Brasil (La Porta et al., 1999, 2000).

Por outro lado, a presença de um acionista controlador faz com que o problema entre principal e agente assumo segundo plano, trazendo em contrapartida o conflito entre principais (controlador e minoritários). Estudos recentes (Loch et al., 2020; Duarte & Leal, 2021) na literatura brasileira tem buscado analisar mais detalhadamente o relacionamento entre principais, identificando que a alta concentração de propriedade dificulta a mitigação desse tipo de conflito de agência até mesmo quando o acionista minoritário é um grande investidor de propriedade estatal (Duarte & Leal, 2021).

A literatura em geral aponta que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem a capacidade de gerar valor aos acionistas e demais *stakeholders*. No âmbito internacional, diversos estudos encontraram evidências de que os acionistas minoritários se beneficiam de melhorias na governança e que há uma relação positiva entre governança e valor da firma (Gompers et al., 2003; Durnev & Kim, 2005; Brown & Caylor, 2006; Dahya et al., 2008; Aggarwal et al., 2009).

### ***2.1.3. Mensuração das Práticas de Governança Corporativa***

Os índices para a mensuração das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas têm sido amplamente utilizados pelos pesquisadores na área de finanças. Diversos estudos, tanto nacionais (Carvalho & Leal, 2005; Punsuvo et al., 2007; A. Silveira et al., 2009; Black et al., 2014; Leal et al., 2015; Maranhão et al., 2020) quanto internacionais (Gompers et al., 2003; L. Bebchuk et al., 2009; Martynova & Renneboog, 2010; Black et al., 2012; Arora & Bodhanwala, 2018), utilizaram a abordagem de selecionar indicadores ou perguntas considerados mais relevantes para representar as práticas de governança corporativa que determinada empresa adota.

O trabalho desenvolvido por Gompers et al. (2003) construiu um índice amplo baseado em 24 provisões de governança corporativa para verificar se existe relação entre os direitos dos acionistas e o desempenho das empresas. Os resultados encontrados pelos autores apontam que

as empresas com provisões de governança corporativa que garantem maiores direitos aos acionistas apresentaram maior valor de mercado, maiores lucros, maior crescimento das vendas e menor custo de capital.

Martynova & Renneboog (2010) fazem uma análise comparativa sobre a evolução dos sistemas regulatórios de governança corporativa adotados pelos países europeus e pelos EUA entre 1990 e 2005 e argumentam que as práticas mais adequadas de governança corporativa variam de acordo com as características de cada mercado. A partir daí, os autores propõem uma metodologia para a criação de índices detalhados de práticas de governança corporativa, visando capturar as particularidades de como a legislação do mercado de capitais de determinado país aborda os potenciais problemas de agência existentes entre acionistas e gestores, acionistas controladores e minoritários, ou entre acionistas e credores.

Seguindo a linha de que não existe um conjunto universal de melhores práticas de governança corporativa e que as características de cada mercado devem ser levadas em consideração para a construção de um índice de governança eficaz, Black et al. (2012) examinaram quais aspectos importam e para quais tipos de firmas no mercado brasileiro. Os resultados apontam que o índice geral de governança corporativa construído pelos autores, bem como os subíndices para estrutura de propriedade, procedimentos do conselho de administração, e direitos dos acionistas minoritários, predizem um maior valor de mercado para as firmas. Os autores ainda analisaram as semelhanças e diferenças presentes entre quatro mercados emergentes: Brasil, Rússia, Índia e Coreia do Sul, identificando que as particularidades de cada mercado influenciam fortemente em quais das características de governança impactam ou não no valor de mercado das firmas analisadas.

Um dos principais índices de governança corporativa utilizado na literatura brasileira tem sido o índice de práticas de governança corporativa (IPGC), desenvolvido inicialmente por Carvalho & Leal (2005) e atualizado por Leal et al. (2015). Ao contrário de Black et al. (2012), que utilizaram um *survey*, o índice de Leal et al. (2015) é construído baseado em respostas objetivas que podem ser obtidas em informações públicas divulgadas pelas empresas de capital aberto brasileiras, principalmente no formulário de referência. A versão atual do índice é composta por 20 perguntas subdivididas em quatro dimensões: disclosure; composição e funcionamento do conselho; ética e conflito de interesses; e direitos dos acionistas. O valor do índice é a soma dos pontos atribuídos a cada uma das respostas.

O IPGC tem sido utilizado por estudos que buscam analisar a relação entre as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras e variados aspectos, tais como: desempenho e valor da firma (A. L. Carvalhal & Leal, 2005; Leal et al., 2015); qualidade das informações contábeis (Gabriel, 2011); ativismo de fundos de *private equity* (A. Carvalhal & Souza, 2014); grau de envolvimento de investidores institucionais (Maranho et al., 2020); dentre outros. O presente estudo utilizará o IPGC como medida das práticas de governança corporativa e examinará como elas são impactadas pelos diversos tipos de investidores institucionais presentes nas estruturas de propriedade das empresas.

## **2.2. Investidores Institucionais**

Investidores institucionais podem ser definidos como instituições jurídicas que fazem a gestão de valores monetários oriundos de um vasto número de indivíduos e que, por conta disso, possuem a capacidade de deter participações de significativa magnitude e relevância em diversas empresas negociadas publicamente (OECD, 2014; L. A. Bebchuk et al., 2017).

Por conta dessas características, os investidores institucionais constituem um dos grupos mais influentes dentro dos mercados de capitais da maioria dos países, tanto em mercados desenvolvidos quanto em mercados emergentes. Isso se deve por conta do forte aumento no volume de recursos geridos e no grau de participação dos investidores institucionais na propriedade das empresas ocorrido no decorrer dos últimos anos, garantindo a esse grupo de investidores a capacidade de impactar as decisões tomadas dentro das empresas nas quais investem (Lou et al., 2020).

No mercado brasileiro não é diferente, com aproximadamente metade das empresas listadas em 2012 apresentando ao menos um investidor institucional com participação relevante, possuindo acima de 5% do capital votante ou 10% do capital total (OECD, 2013). O estudo desenvolvido por Fonseca et al. (2020) identificou que 165 das 269 (61%) empresas brasileiras presentes na amostra durante os anos de 2011 e 2016 apresentavam investidores institucionais entre seus principais acionistas (participação acima de 5%).

Entretanto cabe destacar que os investidores institucionais não são um grupo homogêneo. Estudos realizados por pesquisadores em mercados diferentes apontam que os investimentos

institucionais diferem significativamente quanto ao tamanho e objetivo da participação, bem como no tocante aos esforços de monitoramento e ao tipo de relação com a administração e com os demais acionistas da empresa investida (Ferreira & Matos, 2008; Isaksson & Çelik, 2014; Katan & Mat Nor, 2015; Fonseca, 2019; Kałdoński et al., 2020; Pathan et al., 2021).

A literatura tem observado a heterogeneidade existente entre os investidores institucionais e buscado identificar os diferentes aspectos que a definem. As características do investimento e o incentivo para monitorar e manter a eficiência pode variar entre os investidores institucionais, conforme: seu tipo legal e relacionamento com os membros administradores (Gillan & Starks, 2003; Isaksson & Çelik, 2014; Muniandy et al., 2016); o país de origem (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Liu et al., 2020); a origem dos recursos investidos (Gillan & Starks, 2007; Chen et al., 2017; Fonseca et al., 2020); e a estabilidade e longevidade da participação institucional (Elyasiani & Jia, 2010; Lee & Chung, 2015; Kim et al., 2019). Os próximos itens dessa seção abordarão de forma mais detalhada a literatura sobre cada um desses aspectos.

A seguir, serão apresentadas evidências encontradas pela literatura nacional e internacional sobre quais as características dos investidores institucionais são significativas para que diferentes instituições pertencentes a esse grupo apresentem comportamentos distintos entre si. Assim, o item 2.2.1. aborda o tipo legal e o grau de independência dos investidores institucionais em relação às empresas investidas; o 2.2.2. trata sobre a influência da origem nacional ou estrangeira desses investidores; e o tópico 2.2.3. finaliza a seção discutindo sobre os impactos da natureza do capital por trás dessas instituições.

### ***2.2.1. Tipo Legal e Independência***

A literatura tem estudado a heterogeneidade existente entre os investidores institucionais a partir de diversos fatores, como o tipo legal e o grau de independência do relacionamento estabelecido com a gestão das empresas que compõem seus portfólios. O trabalho desenvolvido por Gillan & Starks (2003) indica haver diferenças nas habilidades e incentivos para monitoramento entre as diferentes classes de investidores institucionais, conforme o tipo de relação que mantém com a administração da empresa. Alguns tipos de instituições, como bancos e seguradoras, podem ser sensíveis à pressão, enquanto outros podem não ser, como fundos mútuos e fundos de pensão. Os autores argumentam que um investidor institucional

poderá ser suscetível à pressão quando mantiver relações comerciais relevantes com as empresas investidas, sendo então menos ativo no monitoramento delas.

Seguindo essa linha, Chen et al. (2007) analisaram os diferentes tipos de investidores institucionais buscando observar as diferenças de custos e benefícios entre o monitoramento da gestão voltado para o longo prazo e a negociação das ações com foco no curto prazo. Os autores separaram as instituições em independentes (fundos de investimento, fundos de pensão públicos e gestores de capital independentes) e cinzas (bancos, seguradoras e fundos de pensão privados), de acordo com sua independência em relação à gestão das firmas e a partir da ausência de potenciais relações comerciais com as empresas investidas. Os resultados apontam que somente as grandes participações de investidores institucionais independentes e voltados para o longo prazo tem relação com o desempenho após aquisições e efetivamente monitoram os gestores.

Isaksson & Çelik (2014) examinaram os diferentes fatores que determinam o engajamento e monitoramento dos investidores institucionais nas firmas investidas. Os resultados corroboram os encontrados pelos estudos anteriores e apontam que esses fatores variam tanto entre as instituições de categorias diferentes (fundos de investimento, fundos de pensão, bancos etc.), quanto entre instituições dentro da mesma categoria, dependendo do modelo de negócio adotado. Os autores concluem que o termo investidor institucional, por si só, não diz muita coisa sobre o grau e a qualidade do engajamento e monitoramento dos investimentos realizados.

Muniandy et al. (2016) buscaram identificar se a presença de investidores institucionais afeta o desempenho da firma no mercado australiano. Os autores destacam que os investidores institucionais não devem ser vistos como um grupo homogêneo, uma vez que diferentes tipos de instituições possuem graus distintos de incentivo e capacidade de monitoramento e impacto sobre as empresas presentes em seus portfólios.

Já no âmbito nacional, Fonseca et al. (2020) buscaram investigar o grau de heterogeneidade existente entre os investidores institucionais atuantes no mercado brasileiro a partir das suas principais características e perfil de investimento. Os resultados encontrados apontam para a existência de quatro grupos distintos de investidores institucionais e sugerem que, além do tipo legal, é necessário observar outros elementos para a categorização dos investidores

institucionais, como o fato de serem privados ou estatais, nacionais ou estrangeiros, e ainda o relacionamento que possuem com os gestores da empresa investida.

### ***2.2.2. Origem Nacional ou Estrangeira***

Múltiplos estudos encontraram evidências de que os investidores institucionais apresentam diferentes impactos nas empresas presentes em seu portfólio conforme sua origem nacional. O trabalho desenvolvido por Aggarwal et al. (2011) analisou os investidores institucionais separando-os conforme seu país de origem e a tradição legal de proteção aos direitos dos acionistas dele, sugerindo que os investidores internacionais podem ser mais efetivos no monitoramento das empresas do que os investidores domésticos. Os resultados encontrados indicam que os investidores institucionais estrangeiros e os provenientes de países com forte proteção legal aos acionistas desempenham um papel crucial no monitoramento e desenvolvimento das práticas de governança corporativa das empresas fora do mercado norte-americano. Os autores apontam ainda que as empresas localizadas em países com menor proteção legal aos direitos dos acionistas são as que mais se beneficiam da atuação desse tipo de investidor.

Ferreira & Matos (2008) examinaram quais os fatores que atraem os investidores institucionais a investirem em determinadas firmas e qual função esses investidores desempenham nos mercados de 27 países. Para tanto, os autores separaram os investidores institucionais de acordo com seu país de origem (nacionais e estrangeiros) e ainda em dois grupos: as instituições independentes (fundos de investimento e conselheiros financeiros), que são resistentes à pressão oriunda da administração das empresas investidas; e as instituições cinza (bancos e seguradoras), que são suscetíveis à pressão e leais aos gestores das empresas. Seus achados apontam que investidores institucionais estrangeiros e independentes apresentam um monitoramento efetivo da gestão e aumentam o valor para os acionistas, enquanto os demais não. Ferreira & Matos (2008) explicam que esse resultado ocorre devido às instituições estrangeiras e independentes possuírem menos ou nenhum laço comercial com as empresas investidas, podendo assim monitorá-las de forma mais adequada.

Liu et al. (2020) investigaram qual o comportamento dos investidores institucionais estrangeiros qualificados e quais os impactos da sua presença no mercado chinês. Os autores dividiram as instituições em três tipos, de acordo com o tamanho de suas participações e o

horizonte de tempo em que as mantinham. Os resultados apontam que esse tipo de investidor institucional prefere investir em empresas renomadas, com participação acionária do governo, com maior tamanho, menor grau de endividamento e maior liquidez, tendendo a manter participações menores e por menos tempo em firmas com maior concentração de propriedade. Os autores ainda encontraram fortes evidências de relação positiva entre a presença de investidores institucionais estrangeiros qualificados e o desempenho e a criação de valor das empresas investidas.

Analisando os mercados de nove países do leste asiático, Lou et al. (2020) identificaram que a presença de investidores institucionais está positivamente correlacionada com retornos anormais em longos horizontes de tempo (acima de três anos), sendo esse efeito fortemente impulsionado por instituições estrangeiras quando comparado com as domésticas. Os autores argumentam que seus resultados sugerem que investidores institucionais estrangeiros tem a capacidade de efetivamente monitorar e melhorar a qualidade das decisões tomadas pela gestão das empresas investidas.

### ***2.2.3. Natureza do Capital***

A natureza do capital investido pelos investidores institucionais tem sido outro aspecto estudado pela literatura com a capacidade de impactar a forma como essas instituições se relacionam com as empresas nas quais investem. O papel dos investidores financiados por instituições controladas pelo poder público foi alvo de pesquisas no mercado americano por esses terem sido os pioneiros na prática de ativismo de acionistas. Suas principais formas de atuação foram submeter e votar propostas contrárias as da gestão nas assembleias ordinárias, pressionar os executivos por “trás dos panos”, e utilizar a imprensa para criticar e cobrar as empresas que estavam apresentando resultados insatisfatórios (Gillan & Starks, 2007).

Chen et al. (2017) analisaram a relação entre a propriedade por diferentes tipos de investidores institucionais e as alocações de capital ao nível da firma após processos de privatização em 64 países. Os resultados encontrados sugerem que a presença de investidores institucionais ligados ao governo está significativamente relacionada com uma redução na eficiência dos investimentos das empresas, ao passo que investidores estrangeiros aumentaram essa eficiência. Os autores encontraram ainda evidências de que a relação positiva entre investidores

institucionais estrangeiros e a eficiência dos investimentos das firmas foi mais forte para os casos em que o estado alienou totalmente o controle acionário da empresa privatizada.

Em seu estudo, Sonza & Granzotto (2018) analisaram a qualidade do papel de monitoramento desempenhado pelos fundos de pensão no mercado brasileiro entre 1995 e 2015, através da identificação da influência da estrutura de controle deles no desempenho financeiro e valor de mercado das empresas presentes em seus portfólios. Os autores identificaram que os investidores valorizam as ações das empresas com presença acionária de fundos de pensão públicos domésticos, apesar de não terem encontrado evidências de que esse tipo de investidor institucional impacta positivamente no desempenho financeiro das empresas investidas.

No mercado brasileiro, os investidores institucionais relacionados ao capital estatal foram objeto de alguns estudos, que em geral não encontraram evidências conclusivas de que sua presença como acionistas impactou positivamente o desempenho e as práticas de governança corporativa das empresas nas quais investem seus recursos (de Oliveira et al., 2012; Sonza & Granzotto, 2018; Duarte & Leal, 2021). O trabalho desenvolvido por Fonseca et al. (2020) no mercado brasileiro entre 2011 e 2016 concluiu que o fato do investidor institucional ser privado ou estatal influenciou fortemente em seu perfil de investimento.

### **2.3. Desenvolvimento das Hipóteses**

Conforme apresentado nas seções anteriores, a literatura tem estudado, ao longo dos últimos anos, a relação entre a participação de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas investidas. Uma vez que investidores institucionais apresentam um grande volume de recursos financeiros sob sua gestão e uma maior capacidade de monitoramento das empresas em relação a pequenos acionistas individuais (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Maranhão et al., 2020; Dasgupta et al., 2021), espera-se que empresas com maior presença de investidores institucionais tenham maior propensão a apresentar melhorias em suas práticas de governança corporativa. Dessa forma, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>1</sub> - O número de investidores institucionais presentes no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Entretanto, os investidores institucionais não são um grupo homogêneo. Dentre outros, Chen et al. (2007), Katan & Mat Nor (2015) e Borochin & Yang (2017) encontraram evidências de que diferentes tipos legais de investidores institucionais apresentam impacto distinto, e até mesmo no sentido oposto, sobre os mecanismos de governança corporativa adotados pelas empresas presentes em seus portfólios.

Com relação aos fundos de pensão, a literatura internacional aponta evidências de que eles têm a capacidade de promover melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas investidas, sob o argumento de que possuem um relacionamento independente com as companhias e são orientados para investimentos estáveis e de longo prazo (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008).

Entretanto, estudos anteriores no mercado brasileiro encontraram evidências opostas (Punsvuo et al., 2007; De Souza Lima, 2013), com as práticas de governança das empresas analisadas sendo impactadas negativamente pela presença de grandes fundos de pensão como acionistas, ou ainda encontraram que a relação é estatisticamente insignificante (de Oliveira et al., 2012). Os autores justificaram o resultado devido às diferenças entre o mercado brasileiro e o americano, bem como as características intrínsecas dos fundos de pensão analisados (Previ, Petros e Funcef), que possuem estreita relação com o governo. Com base nisso e seguindo a literatura nacional, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>2A</sub> - A participação de fundos de pensão no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Já em relação aos fundos de investimento, alguns autores encontraram evidências de que a presença desse tipo de investidor institucional está positivamente relacionada com mudanças na governança corporativa das empresas nas quais investem (Chen et al., 2007; Isaksson & Çelik, 2014). Seguindo essa linha, Gomtsian (2019) estudou como os grandes *asset managers* se comportam e votam nas assembleias das empresas no Reino Unido. Os resultados sugerem que os grandes *asset managers*, inclusive os gestores de fundos de índices (descritos como investidores passivos), têm se esforçado na tentativa de promover melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas presentes em seus portfólios. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>2B</sub>: A participação de fundos de investimento no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Além disso, a literatura (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen et al., 2019) aponta que os investidores institucionais vinculados à instituições financeiras (bancos e seguradoras) têm maior propensão a apresentar um relacionamento estreito com a administração das empresas nas quais investem, devido a possível existência de vínculos comerciais relevantes entre eles. Dessa forma, a qualidade do monitoramento por parte desse tipo de investidor institucional tende a ser pior, até mesmo levando à uma deterioração na estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas de seus portfólios quando estão totalmente alinhados com o bloco de controle das empresas. Nessa linha, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>2C</sub>: A participação de fundos geridos por instituições financeiras no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Cabe ainda destacar que o tipo legal não é única característica dos investidores institucionais que diferencia a atuação entre eles. Alguns estudos apontam que os investidores institucionais estrangeiros, especialmente os provenientes de países com melhor proteção legal aos direitos dos acionistas, estão positivamente relacionados com as práticas de governança corporativa das empresas investidas (Aggarwal et al., 2011; Liu et al., 2020; Maranhão et al., 2020). Assim, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H<sub>3</sub>: A participação de investidores institucionais estrangeiros no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Por fim, outro ponto a se considerar é a natureza do capital por trás dessas instituições. A literatura traz evidências de que os investidores institucionais ligados ao governo possuem impacto distinto sobre as práticas de governança das empresas em seus portfólios quando comparados aos investidores institucionais de natureza privada (Chen et al., 2017; Fonseca et al., 2020; Duarte & Leal, 2021). Com base nisso, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

**H4: A participação de investidores institucionais estatais no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.**

Finalizando essa seção, a tabela 1 abaixo condensa as hipóteses de pesquisa propostas e a literatura utilizada como suporte:

**Tabela 1:** Hipóteses de Pesquisa

<b>Hipótese</b>	<b>Literatura Suporte</b>
H <sub>1</sub> : O número de investidores institucionais presentes no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Gillan & Starks, 2007; Borochin & Yang, 2017; Lou et al., 2020)
H <sub>2A</sub> : A participação de fundos de pensão no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Punsuvo et al., 2007; de Oliveira et al., 2012; De Souza Lima, 2013)
H <sub>2B</sub> : A participação de fundos de investimento no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Chen et al., 2007; Isaksson & Çelik, 2014; Gomtsian, 2019)
H <sub>2C</sub> : A participação de fundos geridos por instituições financeiras no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen et al., 2019)
H <sub>3</sub> : A participação de investidores institucionais estrangeiros no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Maranhão et al., 2020)
H <sub>4</sub> : A participação de investidores institucionais estatais no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC	(Chen et al., 2017; Fonseca et al., 2020; Duarte & Leal, 2021)

**Fonte:** Elaborado pelo autor

### **3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

#### **3.1. Classificação da Pesquisa**

A partir de seus objetivos, esse estudo se classifica como descritivo, visando identificar a relação entre a presença dos diversos tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3. Com relação aos procedimentos, o estudo se classifica como documental, utilizando-se de dados secundários fornecidos a partir das demonstrações financeiras, formulários de referência e estatutos sociais das empresas analisadas. Quanto ao método de análise, esse trabalho é classificado como quantitativo, pois busca observar e entender as relações entre as variáveis estudadas através de modelos econométricos.

#### **3.2. Coleta de Dados**

As participações acionárias e os dados econômicos e financeiros necessários para a realização do estudo foram coletados através da base de dados Comdinheiro. As informações necessárias para realizar a classificação dos investidores institucionais foram coletadas a partir dos endereços eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprias instituições, bem como da Comdinheiro. Os dados necessários para construção do índice de práticas de governança corporativa (IPGC) foram coletados através da base de dados Comdinheiro, dos formulários de referência, das demonstrações financeiras e dos estatutos sociais das empresas analisadas, disponíveis nos endereços eletrônicos da própria empresa, da B3 e da CVM.

A quantidade de investidores institucionais no quadro acionário das empresas da amostra final foi coletada através do item 15.3 do formulário de referência. A quantidade utilizada corresponde ao número de investidores institucionais que são acionistas conforme o último formulário de referência ativo de cada ano analisado, divulgado pelas empresas e presente no endereço eletrônico da CVM. A partir daí, o objetivo específico de pesquisa i, que buscou identificar a quantidade total de investidores institucionais presente no quadro de acionistas das empresas da amostra para cada ano entre 2010 e 2020, foi atendido.

### 3.3. Seleção da Amostra

Para seleção da amostra, foi utilizado o método adotado por Nieiro & Bortolon (2020), uma vez que a base de dados das participações e classificações dos investidores institucionais para o período entre 2010 e 2018, construída para o trabalho das autoras, foi também utilizada nesse estudo, tendo sido ampliada para incluir informações dos anos de 2019 e 2020. Dessa forma, a população desse estudo é composta pelas empresas de capital aberto negociadas nos segmentos Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da bolsa de valores da B3 e o período de seleção da amostra compreende-se entre 2010 e 2018. O período do estudo se inicia em 2010 pois várias das informações necessárias para construção do índice que mede as práticas de governança corporativa foram coletadas dos formulários de referência, que passaram a ser publicados compulsoriamente desse ano em diante.

Buscando capturar as variações nas participações acionárias dos investidores institucionais, foram selecionadas para a amostra somente as empresas que abriram capital em 2010 ou anteriormente e que mantiveram ações em negociação para todo o período analisado. O motivo da adoção desse critério se deve ao fato de que as práticas de governança corporativa das empresas e sua estrutura de controle tendem a não variar muito entre um ano e outro (Bortolon, 2013; Leal et al., 2015; Maranhão et al., 2020). Dessa forma, para capturar o efeito desejado, é necessário que as mesmas empresas sejam observadas por um período mais longo de tempo. Com base nisso, a amostra inicial foi composta por 279 empresas.

Em seguida, buscando atender aos objetivos do estudo, adotou-se a condição de que as empresas precisam ter pelo menos um investidor institucional entre os cinco maiores acionistas em pelo menos três anos do período entre 2010 e 2018, resultando em um conjunto de 140 empresas que atendiam a esse critério. Optou-se por analisar até o quinto maior acionista, e não mais do que isso, devido a limitação de tempo disponível para realização do estudo. Não obstante, espera-se que a configuração dos cinco maiores acionistas seja capaz de capturar a maioria dos investidores institucionais com participações relevantes (acima de 5% devido a regra de obrigatoriedade de divulgação apenas para participações acima desse percentual).

Por fim, foram excluídas as empresas cujos investidores institucionais apresentaram participação acionária igual a 0% ou que apresentavam dados faltantes para a maioria das variáveis utilizadas durante o período analisado. Dessa forma, a amostra final é composta por

118 empresas. Por fim, como o presente trabalho se iniciou em 2020 e para deixá-lo mais completo, optou-se por coletar e incluir dados referentes aos anos de 2019 e de 2020 para essa mesma amostra, de forma que os modelos econométricos e a análise dos resultados contemplaram o período entre 2010 e 2020, com um total de 1298 pares empresa-ano. A tabela 2 detalha o processo de seleção da amostra:

**Tabela 2:** Seleção da Amostra

<b>Passos</b>	<b>Empresas</b>
Empresas listadas na B3	378
(-) Empresas de Balcão ou sem segmento	(38)
(-) Empresas não presentes em todos os anos entre 2009-2018	(61)
(=) Amostra Inicial	279
(-) Empresas sem IIs entre 5 maiores acionistas por 3 anos ou mais	(139)
(=) Amostra Intermediária	140
(-) Empresas com IIs com 0% de participação em todos os anos	(13)
(-) Empresas com dados faltantes	(9)
<b>(=) Amostra Final</b>	<b>118</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para melhor compreensão quanto à composição da amostra analisada pelo estudo, observou-se a quantidade de empresas da amostra presentes em cada setor econômico e em cada segmento de listagem em 31 de dezembro de 2020, conforme classificação da B3. A tabela 3 sintetiza essas informações.

**Tabela 3:** Composição da amostra

<b>Segmento</b>	<b>Frequência</b>	<b>Representação</b>
Bens Industriais	20	16,95%
Comunicações	2	1,69%
Consumo Cíclico	33	27,97%
Consumo não Cíclico	7	5,93%
Financeiro	19	16,10%
Materiais Básicos	10	8,47%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	3	2,54%
Saúde	7	5,93%
Tecnologia da Informação	2	1,69%
Utilidade Pública	15	12,71%
<b>Setor de Listagem</b>	<b>Frequência</b>	<b>Representação</b>
Tradicional	27	22,88%
Nível 1	11	9,32%
Nível 2	10	8,47%
Novo Mercado	70	59,32%
<b>Total</b>	<b>118</b>	<b>100%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

A maior concentração de empresas da amostra está no segmento de Consumo Cíclico, que apresenta 33 das 118 empresas (27,97%). Os setores com menor representação são o setor de Tecnologia da Informação e o setor de Comunicações com 2 representantes cada (1,69% da amostra). Em relação aos segmentos de listagem, o Novo Mercado domina a amostra com 70 observações, representando 59,32% das empresas analisadas. O segmento tradicional de listagem apresenta 27 empresas (22,88% da amostra).

### 3.4. Classificação dos Investidores Institucionais

Quanto a forma de identificação dos investidores institucionais, seguiu-se a mesma utilizada por Nieiro & Bortolon (2020). Para ser classificado como investidor institucional, o acionista deveria ser uma pessoa jurídica que possuísse recursos financeiros provenientes de terceiros sob sua gestão, capaz de aplicar altos volumes de capital em seus investimentos e representando um número elevado de pessoas, conforme OECD (2014) e Bebchuk et al. (2017).

**Tabela 4:** Classificação dos Investidores Institucionais

<b>Fundos de Pensão</b>	
<b>Tipo</b>	<b>Sigla</b>
Fundo de Pensão Privado Nacional	FPPN
Fundo de Pensão Estrangeiro	FPE
Fundo de Pensão Estatal	FPGOV
<b>Fundos de Investimento</b>	
<b>Tipo</b>	<b>Sigla</b>
Fundo de Investimento Privado Nacional	FIPN
Fundo de Investimento Estrangeiro	FIE
Fundo de Investimento Estatal	FIGOV
<b>Fundos Geridos por Instituições Financeiras</b>	
<b>Tipos</b>	<b>Siglas</b>
Fundo Gerido por Instituição Financeira Privada Nacional	IFPN
Fundo Gerido por Instituição Financeira Estrangeira	IFE
Fundo Gerido por Instituição Financeira Estatal	IFGOV

**Fonte:** Nieiro & Bortolon (2020)

Assim, optou-se por classificar os investidores institucionais em fundos de investimento, fundos de pensão e fundos geridos por instituições financeiras (bancos e seguradoras), que são vistos como os tipos legais clássicos de investidores institucionais e que concentram a maioria dos recursos de terceiros geridos por instituições (Isaksson & Çelik, 2014). Além disso, para atender

à definição apresentada no parágrafo anterior e entrar na classificação, a instituição deveria gerir o patrimônio de pelo menos 100 indivíduos para ser considerada um investidor institucional.

Dessa forma, não foram considerados como investidores institucionais as pessoas físicas e as instituições com finalidade de gerir o patrimônio de poucos indivíduos, como as *holdings* familiares. A tabela 4 apresentou a classificação dos investidores institucionais utilizada no presente estudo.

Seguindo a classificação dos investidores institucionais apresentada anteriormente, a tabela 5 traz informações a respeito da quantidade de cada tipo de investidor institucional que foi identificada dentre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra em cada ano do período analisado. Vale ressaltar que em um mesmo ano, uma determinada empresa pode apresentar entre seus cinco maiores acionistas mais de um tipo de investidor institucional.

**Tabela 5:** Número de observações de cada tipo de investidor institucional nas empresas da amostra por ano

<b>Tipo</b>	<b>2020</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
FPPN	2	2	1	2	3	4	5	4	5	5	7
FPE	3	3	3	3	3	2	3	3	2	2	2
FPGOV	13	13	15	18	24	30	30	30	27	25	26
<b>Total de Fundos de Pensão</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>36</b>	<b>38</b>	<b>37</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>35</b>
FIPN	44	43	45	53	44	35	27	33	30	20	18
FIE	41	45	61	64	66	69	60	53	54	53	42
FIGOV	14	14	16	18	17	17	19	23	22	23	21
<b>Total de Fundos de Investimento</b>	<b>99</b>	<b>102</b>	<b>122</b>	<b>135</b>	<b>127</b>	<b>121</b>	<b>106</b>	<b>109</b>	<b>106</b>	<b>96</b>	<b>81</b>
IFPN	1	2	2	4	3	5	4	4	2	2	4
IFE	4	3	4	5	10	6	8	12	9	13	7
IFGOV	4	4	4	4	5	5	4	2	1	0	2
<b>Total de Fundos Geridos por Instituições Financeiras</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>13</b>

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Assim, verifica-se que os objetivos específicos de pesquisa ii, que procurou identificar os investidores institucionais com participação relevante presentes entre os cinco maiores acionistas diretos das empresas da amostra para cada ano do período analisado; e iii, que buscou

classificar os investidores institucionais nos diversos tipos mediante os critérios sugeridos pela literatura (tipo legal, origem nacional ou estrangeira, natureza do capital), foram atendidos.

### 3.5. Variáveis e Modelo Econométrico

Para realização dos testes empíricos das hipóteses de pesquisa, foi desenvolvido o modelo econométrico (1) representado pela equação abaixo:

$$\begin{aligned}
 IPGC_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln QII_{i,t} + \beta_2 \text{PercentFP}_{i,t} + \beta_3 \text{PercentFI}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{PercentFIF}_{i,t} + \beta_5 dEST_{i,t} + \beta_6 dPUB_{i,t} + \sum_1^c \beta_c \\
 & * VControle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

Onde:

***IPGC<sub>i,t</sub>***: Pontuação no índice de práticas de governança corporativa (IPGC) da empresa *i* no ano *t*;

***lnQII<sub>i,t</sub>***: Logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais acionistas da empresa *i* no ano *t*;

***PercentFP<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFI<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFIF<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira presentes na empresa *i* no ano *t*;

***dEST<sub>i,t</sub>***: Variável dummy que recebe valor 1 se a empresa *i* apresenta um ou mais investidores institucionais de origem estrangeira no ano *t*, e 0 caso contrário;

***dPUB<sub>i,t</sub>***: Variável dummy que recebe valor 1 se a empresa *i* apresenta um ou mais investidores institucionais estatais no ano *t*, e 0 caso contrário;

***VControle***: Conjunto de variáveis de controle da empresa *i* no ano *t*.

#### 3.5.1. Variável Dependente

Para atender aos objetivos do estudo e testar as hipóteses de pesquisa, será utilizado como variável dependente o índice de práticas de governança corporativa (IPGC). Esse índice foi

desenvolvido por Carvalho da Silva & Leal (2005) e atualizado por Leal et al. (2015), sendo computado através de respostas objetivas obtidas a partir de dados secundários para 20 perguntas, que incluem aspectos como transparência, composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, proteção aos direitos dos acionistas e *disclosure* de informações. O valor do índice é a soma do conjunto de respostas positivas obtidas para determinada empresa. A tabela 6 a seguir apresenta as perguntas e critérios que compõem o IPGC:

**Tabela 6:** Perguntas e Critérios do IPGC

<b>DIMENSÃO 1: DISCLOSURE</b>	
<b>PERGUNTAS</b>	<b>CRITÉRIOS</b>
1. Algum documento público da companhia inclui informações sobre políticas e mecanismos estabelecidos para lidar com situações de conflitos de interesses e/ou transações com partes relacionadas?	0 (a empresa não divulga informações); 0,5 (divulga alguma informação) e 1 (divulga informações que consideradas "substanciais").
2. A companhia revela informações sobre a remuneração da administração, desagregando o percentual pago ao conselho e à diretoria e informando as proporções pagas sob a forma de remuneração fixa e variável?	0 (a empresa não desagrega CA e diretoria); 0,5 (desagrega, mas não informa remuneração fixa e variável ou não desagrega, mas informa proporção paga sob a forma de remuneração fixa e variável); 1,0 (empresa desagrega e informa remuneração fixa e variável).
3. A empresa teve parecer de auditoria independente sem ressalvas nos últimos 5 anos?	0 (não) ou 1 (sim)
4. O website da companhia possui uma seção de Relações com os Investidores, sendo possível obter o Relatório Anual por meio dele?	0 (não) ou 1 (sim)
5. O website disponibiliza as apresentações realizadas para analistas de mercado?	0 (não) ou 1 (sim)
6. O Relatório Anual inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?	0 (não) ou 1 (sim)
<b>DIMENSÃO 2: COMPOSIÇÃO E FUNCIONAMENTO DO CONSELHO</b>	
<b>DIMENSÕES E PERGUNTAS</b>	<b>CRITÉRIOS</b>
7. Presidente do Conselho e Presidente Executivo são pessoas diferentes?	0 (não) ou 1 (sim)
8. A empresa possui qualquer tipo de comitê do conselho evidenciado em informações públicas (Estatuto Social, Relatório Anual, website etc.)?	0 (não) ou 1 (sim)
9. O conselho é composto apenas por conselheiros externos, com exceção do presidente da diretoria?	0 (não) ou 1 (sim)
10. O conselho tem entre 5 e 11 membros, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC?	0 (não) ou 1 (sim)
11. Os membros do conselho têm mandatos de até 2 anos, conforme recomendado pelo Código das Melhores Práticas do IBGC?	0 (não) ou 1 (sim)
<b>DIMENSÃO 3: ÉTICA E CONFLITOS DE INTERESSE</b>	
<b>DIMENSÕES E PERGUNTAS</b>	<b>CRITÉRIOS</b>

12. A porcentagem de ações não votantes é menor do que 20% do total do capital?	0 (não) ou 1 (sim)
13. O percentual das ações com direito a voto do grupo controlador é igual ou menor que o percentual do grupo controlador em relação ao total de ações empresa?	0 (não) ou 1 (sim)
14. Empréstimos em favor do controlador e outras partes relacionadas são proibidos no estatuto?	0 (não) ou 1 (sim)
15. O estatuto facilita a participação dos acionistas nas assembleias, não exigindo o envio prévio da documentação e adotando o princípio da boa-fé?	0 (não) ou 1 (sim)

---

#### DIMENSÃO 4: DIREITOS DOS ACIONISTAS

---

DIMENSÕES E PERGUNTAS	CRITÉRIOS
16. Pelo menos uma das afirmativas abaixo é verdadeira? a) a empresa concede a cada ação um voto? b) a empresa tem ações preferenciais emitidas e concede direito de voto a todas as ações nas decisões de maior impacto (Nível 2, p.ex.)	0 (emissão de preferenciais, sem direito de voto em quaisquer matérias); 0,5 - item b (direito de voto às preferenciais em matérias relevantes); 1,0 - item a (conceito uma ação - um voto).
17. A companhia garante direitos de tag-along além dos que são legalmente exigidos?	0 (tag along como mera obrigação legal); 0,5 (empresa concede tag along apenas para as ON ou apenas para as PN além das exigências legais); 1,0 (empresa concede tag along para as ON e para as PN além das exigências legais). Caso a empresa possua apenas ON emitidas e conceda tag along além das exigências legais para estas ações, deve receber 1,0 ponto.
18. O controle da companhia é direto?	0 (não) ou 1 (sim)
19. Os acordos entre sócios se abstêm de vincular ou restringir o exercício do direito de voto de quaisquer membros do Conselho de Administração, ou de indicar quaisquer diretores para a sociedade?	0 (não) ou 1 (sim)
20. O free-float é igual ou maior do que os 25% exigidos para listagem nos segmentos especiais de governança da Bovespa?	0 (não) ou 1 (sim)

---

**Fonte:** Leal et al. (2015).

### 3.5.2. Variáveis Independentes

A tabela 7 apresenta informações sobre as variáveis independentes, detalhando o que cada uma mensura, qual hipótese de pesquisa responde e qual o sinal esperado para seu coeficiente, conforme o referencial teórico e o tópico de desenvolvimento das hipóteses.

A quantidade de investidores institucionais no quadro acionário das empresas corresponde ao número de investidores institucionais que são acionistas conforme o último formulário de referência ativo de cada ano analisado, divulgado pelas empresas e presente no endereço eletrônico da CVM.

As variáveis que representam as participações acionárias percentuais dos investidores institucionais foram incluídas por potencialmente representarem o grau de envolvimento deles com as empresas investidas (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Maranhão et al., 2020).

**Tabela 7:** Descrição e Composição das Variáveis Independentes

Variável	Descrição	Hipótese vinculada	Sinal Esperado	Literatura Suporte
$\ln QII_{i,t}$	Logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais	H <sub>1</sub>	+	(Gillan & Starks, 2007; Borochin & Yang, 2017; Lou et al., 2020)
PercentFP <sub>i,t</sub>	Participação percentual dos Fundos de Pensão na empresa i no ano t	H <sub>2A</sub>	-	(Punsuvo et al., 2007; de Oliveira et al., 2012; De Souza Lima, 2013)
PercentFI <sub>i,t</sub>	Participação percentual dos Fundos de Investimento na empresa i no ano t	H <sub>2B</sub>	+	(Chen et al., 2007; Isaksson & Çelik, 2014; Gomtsian, 2019)
PercentFIF <sub>i,t</sub>	Participação percentual dos Fundos Geridos por Instituição Financeira na empresa i no ano t	H <sub>2C</sub>	-	(Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen et al., 2019)
dEST <sub>i,t</sub>	Dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira	H <sub>3</sub>	+	(Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Maranhão et al., 2020)
dPUB <sub>i,t</sub>	Dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais	H <sub>4</sub>	-	(Chen et al., 2017; Fonseca et al., 2020; Duarte & Leal, 2021)

**Fonte:** Elaborado pelo autor

O tipo de classificação do investidor institucional seguiu aquela adotada por Nieiro & Bortolon (2020) e apresentada anteriormente na tabela 3. Assim, os investidores institucionais foram classificados de acordo com as características apontadas pela literatura como potencialmente capazes de influenciar o efeito das participações nas empresas investidas, sendo elas o tipo legal, a origem nacional ou estrangeira e a natureza do capital investido (público ou privado)

(Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Bushee et al., 2014; Kim et al., 2019; Fonseca et al., 2020; Maranhão et al., 2020).

Como cada empresa pode apresentar mais de um tipo de investidor institucional entre os cinco maiores acionistas em determinado ano, foram utilizadas variáveis representando a soma das participações percentuais dos investidores institucionais classificados como Fundos de Pensão, Fundos de Investimento ou Fundos Geridos por Instituições Financeiras que estão presentes entre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra. Além disso, optou-se por utilizar variáveis categóricas para identificar a presença de investidor institucional de origem estrangeira ou estatal como acionista das empresas.

### ***3.5.3. Variáveis de Controle***

Uma das principais fontes de endogeneidade em modelos de regressão decorre da omissão de variáveis simultaneamente correlacionadas com os regressores e com a variável resposta. Buscando mitigar esse efeito, os pesquisadores em finanças têm incluído, de forma necessária mas não suficiente, uma grande quantidade de variáveis de controle em seus modelos (Barros et al., 2020).

Com base nisso, esse estudo utilizou um conjunto de variáveis de controle semelhantes ao utilizado nos trabalhos de Silveira et al. (2010), Aggarwal et al. (2011), Barros et al. (2015) e Maranhão et al. (2020). Dessa forma, foram incluídas no modelo econométrico (1) proposto anteriormente variáveis de controle que representam o desempenho, o tamanho, o grau de alavancagem, a estrutura de controle, o segmento de listagem e o risco das empresas analisadas.

Para construção das variáveis de controle, foram considerados os dados referentes a 31 de dezembro de cada ano. A tabela 8 apresenta informações sobre as descrições das variáveis de controle e suas fórmulas de cálculo.

**Tabela 8:** Descrição e Composição das Variáveis de Controle

Variável	Descrição	Fórmula
$ROA_{i,t}$	Retorno sobre os ativos	$\frac{Lucro\ Operacional_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$Q_{i,t}$	Q de Tobin	$\frac{(Ativo\ Total_{i,t} - Patrimônio\ Líquido_{i,t} + Valor\ de\ Mercado_{i,t})}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$TAM_{i,t}$	<i>Proxy</i> de tamanho	$\ln(Ativo\ Total_{i,t})$
$END_{i,t}$	Grau de alavancagem	$\frac{Dívida\ Bruta_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$MTB_{i,t}$	<i>Market-to-book</i>	$\frac{Valor\ de\ Mercado_{i,t}}{Patrimônio\ Líquido_{i,t}}$
$CONT_{i,t}$	Controlador	Variável <i>dummy</i> que recebe 1 se a empresa possui um acionista controlador ou bloco de acionistas controlador
$NM_{i,t}$	Novo Mercado	Variável <i>dummy</i> que recebe 1 se a empresa está listada no Novo Mercado
$Beta_{i,t}$	Beta do CAPM (36m)	$\beta$ do CAPM nos últimos 36 meses

**Fonte:** Elaborado pelo autor

Assim como os demais dados econômicos e financeiros, o Beta do CAPM foi coletado através da plataforma Comdinheiro. Ao tentar utilizar o Beta de 60 meses, obteve-se uma grande quantidade de dados faltantes para as empresas da amostra. Do total de 1298 observações empresa-ano possíveis, foi possível obter somente 544 (42%) para o Beta de 60 meses. Por conta disso, optou-se por utilizar o Beta de 36 meses, sendo possível obter 988 observações empresa-ano das 1298 possíveis (76%).

### 3.6. Técnicas de Análise

#### 3.6.1. Estatística Descritiva

A análise inicial dos dados foi feita mediante aplicação da estatística descritiva sobre os dados relativos às 118 empresas da amostra do estudo durante o período entre 2010 e 2020. Através desse procedimento, foram analisadas as distribuições da variável dependente (IPGC) e das variáveis independentes e de controle em relação à média, mediana, desvio padrão e valores mínimo e máximo, buscando entender melhor qual foi o comportamento dessas variáveis ao longo do período analisado.

### ***3.6.2. Matriz de Correlação de Pearson***

Em seguida, utilizou-se a matriz de correlação de Pearson para verificar o nível de associação entre a variável dependente (IPGC) e as variáveis independentes do modelo (1) proposto, obtendo-se indícios iniciais quanto a confirmação ou não das hipóteses de pesquisa. Além disso, o teste foi utilizado para examinar se existem evidências de problemas de multicolinearidade.

### ***3.6.3. Método de regressão (GMM-Sys)***

A presença de endogeneidade dos regressores em modelos econométricos faz com que os estimadores se tornem inconsistentes, resultando em inferências inadequadas (Roberts & Whited, 2013). A endogeneidade proveniente do problema de variáveis omitidas, que é comumente tratada através da inclusão de um grande conjunto de variáveis de controle no modelo, não é a única forma de endogeneidade que afeta as pesquisas na área de finanças (Barros et al., 2020).

Um problema muitas vezes ignorado pelos pesquisadores e presente para variáveis de governança corporativa é a endogeneidade dinâmica, que ocorre quando choques que afetam a variável dependente possuem a capacidade de afetarem também os regressores em períodos subsequentes. Nesse caso, é necessária a inclusão de defasagens da variável dependente como variável explicativa (Wintoki et al., 2012).

Para tratar esse problema em painéis aonde o número de empresas ( $n$ ) é consideravelmente maior que o número de anos ( $t$ ), que é o caso da maioria das pesquisas na área de finanças, a literatura (Klapper & Love, 2004; Silveira et al., 2010; Wintoki et al., 2012; Barros et al., 2020) aponta como mais adequado o método dos momentos generalizados com painel dinâmico (GMM-Sys) proposto por Blundell & Bond (1998). Esse método foi desenvolvido visando a estimação de modelos dinâmicos, utilizando defasagens das variáveis endógenas do modelo que não são correlacionadas com o termo de erro como instrumentos. Para assegurar a consistência dos estimadores, o GMM-Sys assume premissas menos restritivas, apresentando resultados mais robustos do que os métodos de efeitos fixos e efeitos aleatórios, tradicionalmente mais utilizados por pesquisas da área (Barros et al., 2020).

Com base nisso, o principal método de regressão utilizado para o modelo (1) foi o GMM-Sys. Os estudos de Silveira et al. (2010) e Maranhão et al. (2020) são exemplos da utilização do GMM-Sys para analisar as práticas de governança corporativa das empresas no mercado brasileiro.

Para aplicação do GMM-Sys, o primeiro passo dado consistiu em definir quantas defasagens da variável dependente (IPGC) deveriam ser incluídas no modelo (1) como variáveis explicativas, de forma a capturar toda a informação relevante proveniente do passado (efeito dinâmico) que afeta o IPGC. Esse procedimento é necessário por dois motivos: (i) para evitar que o modelo de regressão utilizado esteja incorretamente especificado devido à presença de variáveis omitidas, caso não se use a quantidade adequada de defasagens; (ii) e principalmente para que as demais defasagens da variável dependente possam ser consideradas exógenas em relação aos resíduos do presente e possam ser utilizadas como instrumentos do GMM-Sys (Wintoki et al., 2012).

Considerando-se que Maranhão et al. (2020) utilizaram uma defasagem do IPGC como variável explicativa no modelo de GMM-Sys de seu estudo, partiu-se da premissa de que uma defasagem do IPGC seria suficiente para capturar completamente o efeito dinâmico existente. Para checar a validade dessa premissa, seguiu-se a mesma metodologia adotada por Wintoki et al. (2012) de estimar um modelo OLS (*ordinary least squares*) com o IPGC sendo explicado por suas quatro primeiras defasagens, incluindo-se as variáveis de controle do modelo (1). A tabela 9 mostra os resultados desse teste.

No modelo (1.1), a primeira defasagem apresenta significância estatística, enquanto as demais não. Já no modelo (1.2), as duas primeiras defasagens são excluídas da regressão e mantém-se apenas a terceira e a quarta defasagem. Nesse caso, a terceira defasagem apresentou significância estatística. Assim, os resultados indicam que, apesar das defasagens mais antigas incluírem informação relevante, a primeira defasagem já é suficiente para capturar o aspecto dinâmico presente no IPGC (Wintoki et al., 2012).

**Tabela 9** – Número de defasagens do IPGC que são relevantes

Variáveis	Modelo (1.1) com 4 defasagens	Modelo (1.2) com defasagem 3 e 4
IPGC (t - 1)	0,693*** (0,032)	
IPGC (t - 2)	0,0001 (0,039)	
IPGC (t - 3)	-0,002 (0,038)	0,386*** (0,040)
IPGC (t - 4)	0,003 (0,029)	-0,001 (0,038)
ROA	0,309 (0,370)	0,444 (0,493)
Q	0,050 (0,045)	0,130** (0,060)
TAM	0,217*** (0,025)	0,428*** (0,032)
END	-0,475*** (0,176)	-0,909*** (0,233)
MTB	-0,006 (0,006)	0,002 (0,008)
CONT	0,069 (0,085)	0,194* (0,113)
NM	1,129*** (0,104)	2,216*** (0,128)
BETA	0,046 (0,097)	-0,055 (0,129)
Constant	1,715*** (0,325)	3,551*** (0,424)
Observações	988	988
R <sup>2</sup>	0,761	0,574
R <sup>2</sup> Ajustado	0,758	0,570
Estatística F	257,599***	131,337***

**IPGC** – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; **lnQII** – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; **PercentFP** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; **PercentFI** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; **PercentFIF** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; **dEST** - dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; **dpUB** - dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais; **ROA** – retorno sobre os ativos; **Q** – Q de Tobin; **TAM** – logaritmo natural do ativo total; **END** - grau de alavancagem; **MTB** – market-to-book; **CONT** – dummy indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; **NM** – dummy indicando listagem no Novo Mercado; **BETA** – beta do CAPM de 36 meses.

Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\*, \* representam significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Com base nisso, o modelo (1) de regressão através do GMM-Sys utilizado nesse estudo apresenta a primeira defasagem do IPGC como variável explicativa, com as demais defasagens sendo utilizadas como instrumentos. Para checar a validade dos pressupostos do GMM-Sys, realizou-se o teste de correlação serial de Arellano-Bond (nível 2) e o teste J de Hansen, que serão detalhados na seção 4.3 que apresenta os resultados das regressões.

### **3.7. Limitações do Estudo**

O presente estudo possui algumas limitações que devem ser apresentadas e discutidas para uma melhor compreensão do leitor. A primeira delas se trata da opção por classificar e analisar somente os investidores institucionais presentes entre os 5 maiores acionistas das empresas da amostra. Essa escolha foi feita devido à limitação de tempo disponível para realização do estudo.

Entretanto, espera-se que a configuração dos cinco maiores acionistas seja capaz de capturar a maior parte dos investidores institucionais com participações acionárias divulgadas. Isso se justifica por conta da segunda limitação da pesquisa, que é o fato de as empresas brasileiras de capital aberto somente serem obrigadas a divulgar as participações percentuais de acionistas que detenham mais de 5% das ações ordinárias ou 10% do total de ações. Essa é uma limitação que vem sendo enfrentada pelas pesquisas sobre estrutura de propriedade no mercado brasileiro ao longo do tempo.

A terceira limitação do estudo está diretamente ligada a limitação anterior. Além do tipo legal, da origem nacional ou estrangeira e da natureza do capital por trás dos investidores institucionais, identificou-se durante a revisão de literatura que a estabilidade e longevidade da participação acionária é outro fator relevante para diferenciar o tipo de relação que os investidores institucionais apresentam com as empresas investidas, bem como seu impacto sobre as práticas de governança corporativa delas (Elyasiani & Jia, 2008, 2010; Attig et al., 2012; Lee & Chung, 2015; Kim et al., 2019).

Para mensurar a estabilidade e longevidade das participações dos investidores institucionais, detectou-se duas vertentes distintas na literatura internacional. A primeira delas, inicialmente proposta por Bushee (1998), utilizou informações divulgadas sobre os portfólios dos investidores institucionais e os classificou em transitórios, dedicados e quase-indexadores com

base em critérios como giro, diversificação e momento de negociação. Essa metodologia se provou inviável de ser aplicada no presente estudo devido à escassez de informações consistentes e recorrentes sobre os portfólios dos investidores institucionais que atuam no mercado brasileiro.

A segunda vertente da literatura internacional segue a metodologia proposta por Elyasiani & Jia (2008), utilizando informações sobre as participações acionárias dos investidores institucionais divulgadas pelas próprias companhias. Apesar de inicialmente ter se apresentado mais promissora devido à natureza dos dados disponíveis no mercado brasileiro, duas dificuldades tornaram inviável a utilização dessa metodologia.

A primeira delas se deve ao fato de que Elyasiani & Jia (2008) construíram variáveis com base em amostra móvel de 20 trimestres para mensurar a estabilidade e longevidade das participações acionárias dos investidores institucionais. Como as empresas brasileiras não têm obrigatoriedade e não divulgam regularmente dados sobre sua estrutura acionária de forma trimestral, outra forma de apuração teria que ser utilizada. Para superar essa dificuldade, tentou-se construir as variáveis com base em média móvel de 5 anos. Caso isso fosse em frente, seria necessário renunciar a parte do período do estudo, que passaria a ser de 2014 a 2020.

A outra dificuldade remete à segunda limitação de pesquisa apresentada anteriormente. Como as métricas propostas por Elyasiani & Jia (2008) buscam observar mudanças nas participações acionárias entre um período de tempo e outro, e como as empresas brasileiras somente são obrigadas a divulgar participações acionárias acima de 5% das ações ordinárias ou 10% do total de ações, observou-se forte inconsistência na hora de apurar os valores das métricas de estabilidade e longevidade. Por exemplo: se determinado investidor institucional detinha 5,1% das ações ordinárias de determinada companhia em 2010 e passou a deter 4,9% das ações ordinárias da mesma companhia em 2011, a participação referente a 2011 não seria computada na base de dados do presente estudo devido ao critério de divulgação do mercado brasileiro. Assim, tanto a métrica de estabilidade quanto a de longevidade da participação desse investidor institucional ficariam comprometidas para o ano de 2011.

Dessa forma, optou-se por não incluir variáveis relativas à estabilidade e longevidade das participações acionárias dos investidores institucionais no modelo (1) proposto, e utilizar o período completo entre 2010 e 2020 como período do estudo.

Por fim, cabe apontar como limitação do estudo que, devido ao conceito de investidor institucional adotado, não foram observadas as *holdings* familiares no presente estudo.

## 4. ANÁLISES DE DADOS E RESULTADOS

### 4.1. Estatística Descritiva

A variável dependente analisada no estudo, o IPGC, foi apurada anualmente para o período entre 2010 e 2020, buscando-se observar as mudanças nas práticas de governança corporativa das empresas da amostra. A tabela 10 apresenta a estatística descritiva para o IPGC e suas dimensões ao longo do período analisado.

De forma geral, as práticas de governança corporativa das empresas da amostra apresentaram melhoria ao longo do período, com a pontuação do IPGC saindo de uma média de 12,58 e mediana de 13,00 em 2010 para uma média de 14,56 e mediana de 15,00 em 2020. Esse achado está em linha com pesquisas anteriores que utilizaram o mesmo índice no mercado brasileiro e constataram uma evolução semelhante na pontuação das empresas no IPGC (Leal et al., 2015; Maranhão et al., 2020).

Quando observadas as pontuações das quatro dimensões que compõem o IPGC, percebe-se que foi na dimensão relacionada à composição e o funcionamento do conselho de administração que as empresas apresentaram melhor desempenho. Para essa dimensão, de um total de 5,00 pontos possíveis, as companhias da amostra pontuaram com uma média em torno de 4,50 e mediana de 5,00 para a maior parte do período analisado.

Em contrapartida, a dimensão de ética e conflito de interesses apresentou uma pontuação geral relativamente menor do que as demais. Do total de 4,00 pontos possíveis nessa dimensão, as empresas da amostra pontuaram com uma média entre 1,79 e 2,10 e uma mediana de 2,00 ao longo do período. Além disso, essa foi a única dimensão que apresentou empresas com pontuação zero.

Cabe destacar que as empresas EDP Brasil (ENBR3) e Natura (NTCO3) apresentaram a maior pontuação constatada no período analisado, sendo as únicas a atingirem a pontuação de 19,00 dos 20,00 pontos possíveis no IPGC. Por outro lado, as empresas Biomm (BIOM3) e Grazziotin (CGRA3) foram os destaques negativos por apresentarem a menor pontuação das empresas da amostra, com 6,00 dos 20,00 pontos possíveis no IPGC.

**Tabela 10:** Estatística descritiva do IPGC

<b>Variáveis</b>		<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Dimensão Disclosure (0 a 6 pontos)	Média	3,46	3,52	3,64	3,69	3,76	3,81	3,94	3,98	4,12	4,25	4,37
	Mediana	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,25	4,50
	Desvio Padrão	1,10	1,09	1,10	1,11	1,13	1,20	1,20	1,22	1,19	1,25	1,25
	Mínimo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Máximo	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Dimensão Composição e funcionamento do conselho (0 a 5 pontos)	Média	4,17	4,25	4,34	4,45	4,47	4,49	4,47	4,51	4,46	4,51	4,55
	Mediana	4,00	4,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
	Desvio Padrão	0,97	0,89	0,84	0,78	0,77	0,79	0,81	0,77	0,81	0,80	0,78
	Mínimo	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	Máximo	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Dimensão Ética e Conflito de Interesses (0 a 4 pontos)	Média	1,79	1,84	1,89	1,94	1,94	1,97	2,00	2,06	2,08	2,09	2,10
	Mediana	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	Desvio Padrão	1,04	1,01	1,04	1,02	1,02	1,01	1,00	0,98	1,00	1,02	1,01
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Dimensão Direitos dos Acionistas (0 a 5 pontos)	Média	3,16	3,18	3,20	3,28	3,28	3,28	3,29	3,44	3,54	3,50	3,53
	Mediana	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	4,00	3,50	3,50
	Desvio Padrão	1,03	1,03	1,02	0,92	0,89	0,87	0,89	0,87	0,85	0,86	0,90
	Mínimo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	1,00
	Máximo	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
<b>Pontuação do IPGC (0 a 20 pontos)</b>	<b>Média</b>	<b>12,58</b>	<b>12,79</b>	<b>13,07</b>	<b>13,36</b>	<b>13,45</b>	<b>13,56</b>	<b>13,69</b>	<b>13,99</b>	<b>14,20</b>	<b>14,36</b>	<b>14,56</b>
	<b>Mediana</b>	<b>13,00</b>	<b>13,00</b>	<b>13,50</b>	<b>13,50</b>	<b>14,00</b>	<b>14,00</b>	<b>14,00</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>14,50</b>	<b>15,00</b>
	<b>Desvio Padrão</b>	<b>2,29</b>	<b>2,38</b>	<b>2,31</b>	<b>2,27</b>	<b>2,24</b>	<b>2,36</b>	<b>2,44</b>	<b>2,42</b>	<b>2,45</b>	<b>2,42</b>	<b>2,43</b>
	<b>Mínimo</b>	<b>7,00</b>	<b>6,00</b>	<b>6,00</b>	<b>7,00</b>	<b>7,00</b>	<b>7,00</b>	<b>6,00</b>	<b>7,00</b>	<b>7,00</b>	<b>7,00</b>	<b>7,00</b>
	<b>Máximo</b>	<b>18,50</b>	<b>18,50</b>	<b>18,50</b>	<b>18,50</b>	<b>18,00</b>	<b>19,00</b>	<b>19,00</b>	<b>19,00</b>	<b>19,00</b>	<b>19,00</b>	<b>19,00</b>

Fonte: Elaborado pelo autor.

Dessa forma, conclui-se que o objetivo específico de pesquisa iv, que buscou levantar as principais características de governança corporativa das empresas através de um índice amplamente utilizado na literatura nacional, foi atendido.

A tabela 11, por sua vez, apresenta a estatística descritiva para as variáveis independentes e para as variáveis de controle. Os valores médios das participações dos diferentes tipos de investidores institucionais reportados na tabela consideraram em seu cálculo os casos de pares empresa-ano sem a presença desses investidores, ou seja, que apresentavam participação igual a 0%. Seguindo esse critério, a média dos valores das variáveis que representam a participação dos Fundos de Pensão, Fundos de Investimento e Fundos Geridos por Instituição Financeira, respectivamente, foi de 0,031, 0,088 e 0,012. Todavia, desconsiderando-se os pares empresa-ano sem participação dos tipos de investidores institucionais, a média da participação acionária dos Fundos de Pensão presentes nas empresas da amostra é de 15,84%, a dos Fundos de Investimento é de 14,32%, e a dos Fundos Geridos por Instituição Financeira é de 13,68%.

**Tabela 11:** Estatística descritiva das variáveis independentes e das variáveis de controle

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>lnQII</b>	1298	4,775	5,316	2,179	0,000	13,729
<b>PercentFP</b>	1298	0,031	0,000	0,080	0,000	0,574
<b>PercentFI</b>	1298	0,088	0,051	0,122	0,000	0,860
<b>PercentFIF</b>	1298	0,012	0,000	0,054	0,000	0,457
<b>dEST</b>	1298	0,355	0,000	0,479	0,000	1,000
<b>dPUB</b>	1298	0,297	0,000	0,457	0,000	1,000
<b>ROA</b>	1298	0,045	0,054	0,116	-1,421	0,629
<b>Q</b>	1298	1,450	1,143	0,981	0,350	13,644
<b>TAM</b>	1298	8,558	8,495	1,851	1,591	14,342
<b>END</b>	1298	0,315	0,313	0,211	0,000	1,996
<b>MTB</b>	1298	2,056	1,259	5,476	-12,634	15,922
<b>CONT</b>	1298	0,586	1,000	0,493	0,000	1,000
<b>NM</b>	1298	0,581	1,000	0,494	0,000	1,000
<b>BETA</b>	988	0,692	0,660	0,410	0,182	1,919

**IPGC** – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; **lnQII** – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; **PercentFP** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; **PercentFI** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; **PercentFIF** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; **dEST** - dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; **dPUB** - dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais; **ROA** – retorno sobre os ativos; **Q** – Q de Tobin; **TAM** – logaritmo natural do ativo total; **END** - grau de alavancagem; **MTB** – market-to-book; **CONT** – dummy indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; **NM** – dummy indicando listagem no Novo Mercado; **BETA** – beta do CAPM de 36 meses

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Outro ponto de interesse diz respeito as *dummies* que capturam a presença de investidores de origem estrangeira e estatal. 35,50% dos pares empresa-ano apresentou pelo menos um investidor institucional estrangeiro entre os cinco maiores acionistas. Ao mesmo tempo, identificou-se a presença de pelo menos um institucional estatal em 29,70% dos 1298 pares empresa-ano analisados. Além disso, a média do número de investidores institucionais dentro do quadro acionário das empresas da amostra variou entre 368 e 474, sendo que o menor valor ocorreu em 2016 e o maior em 2020.

Em relação a estrutura de propriedade, aproximadamente 58,60% dos pares empresa-ano analisados apresentaram um acionista ou grupo de acionistas detendo o controle (mais de 50%) do capital votante da empresa. Esse dado corrobora o fato de que o mercado acionário brasileiro segue apresentando alto grau de concentração acionária. Além disso, aproximadamente 58,10% dos pares empresa-ano representou empresas listadas no Novo Mercado, sendo que no último ano da amostra (2020), esse número era de 70 das 118 empresas (59,32%).

#### **4.2. Matriz de Correlação de Pearson**

Além da estatística descritiva, realizou-se a análise dos coeficientes de correlação das variáveis utilizadas no modelo (1) através da Matriz de Correlação de Pearson, que está representada na tabela 12. Esse procedimento foi realizado buscando identificar indícios de associação entre as variáveis, bem como de possíveis problemas de multicolinearidade.

O primeiro ponto a ser destacado é que nenhum dos coeficientes de correlação encontrados foi superior a 0,7, o que indica a ausência de indícios fortes de multicolinearidade entre as variáveis do modelo de regressão (1) adotado pelo estudo. O maior coeficiente reportado foi entre a variável NM, que indica listagem no Novo Mercado, e o IPGC, com valor de 0,596 e significância estatística a 1%. Esse achado está em linha com o valor de 0,60 encontrado por Maranhão et al. (2020) entre a presença nos segmentos especiais de listagem e o próprio IPGC.

Quanto aos coeficientes entre o IPGC e as variáveis de interesse, o logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais ( $\ln QII$ ) apresentou coeficiente positivo de 0,479 e significância estatística a 1%. Esse achado indica que empresas que apresentam uma maior quantidade de investidores institucionais no quadro acionário podem estar associadas à melhores práticas de governança corporativa, estando em linha com a hipótese de pesquisa  $H_1$ .

Tabela 12: Matriz de Correlação de Pearson

Variáveis	IPGC	lnQII	PercentFP	PercentFI	PercentFIF	dEST	dPUB	ROA	Q	TAM	END	MTB	CONT	NM	BETA
IPGC	1,000														
lnQII	<b>0,479</b>	1,000													
PercentFP	0,024	<b>-0,059</b>	1,000												
PercentFI	<b>0,162</b>	0,048	-0,021	1,000											
PercentFIF	0,023	-0,032	-0,053	0,024	1,000										
dEST	<b>0,293</b>	<b>0,215</b>	-0,025	<b>0,286</b>	0,027	1,000									
dPUB	0,009	0,009	<b>0,450</b>	<b>0,079</b>	<b>0,124</b>	<b>-0,110</b>	1,000								
ROA	<b>0,137</b>	<b>0,207</b>	-0,028	<b>-0,061</b>	-0,008	<b>0,091</b>	-0,052	1,000							
Q	-0,009	0,032	<b>-0,085</b>	-0,025	-0,049	<b>0,105</b>	<b>-0,176</b>	<b>0,080</b>	1,000						
TAM	<b>0,374</b>	<b>0,590</b>	-0,032	0,054	<b>0,132</b>	<b>0,100</b>	<b>0,191</b>	<b>0,165</b>	<b>-0,236</b>	1,000					
END	-0,032	<b>-0,121</b>	0,003	0,029	<b>-0,132</b>	-0,040	<b>0,093</b>	-0,045	0,037	-0,030	1,000				
MTB	<b>0,096</b>	<b>0,086</b>	-0,045	0,045	-0,001	<b>0,088</b>	<b>-0,081</b>	<b>0,177</b>	<b>0,227</b>	0,014	0,012	1,000			
CONT	<b>-0,248</b>	<b>-0,164</b>	0,017	<b>-0,237</b>	<b>0,090</b>	<b>-0,311</b>	0,006	<b>0,138</b>	-0,032	<b>0,066</b>	-0,022	-0,021	1,000		
NM	<b>0,596</b>	<b>0,268</b>	<b>-0,089</b>	<b>0,182</b>	<b>-0,066</b>	<b>0,340</b>	<b>-0,144</b>	0,035	<b>0,063</b>	0,008	<b>0,072</b>	<b>0,074</b>	<b>-0,504</b>	1,000	
BETA	<b>0,152</b>	<b>0,261</b>	<b>-0,076</b>	<b>0,064</b>	0,005	0,031	0,064	<b>-0,081</b>	<b>-0,078</b>	<b>0,372</b>	0,016	-0,038	<b>-0,127</b>	0,027	1,000

Coefficientes em negrito apresentaram significância estatística

IPGC – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; lnQII – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; PercentFP - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; PercentFI - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; PercentFIF - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; dEST - dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; dPUB - dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais; ROA – retorno sobre os ativos; Q – Q de Tobin; TAM – logaritmo natural do ativo total; END - grau de alavancagem; MTB – market-to-book; CONT – dummy indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; NM – dummy indicando listagem no Novo Mercado; BETA – beta do CAPM de 36 meses

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por sua vez, o coeficiente de correlação entre a variável que mensura a participação de Fundos de Investimento (PercentFI) e o IPGC apresentou coeficiente positivo de 0,162 e significância estatística a 1%, em linha com a hipótese de pesquisa H<sub>2B</sub>. Além disso, a variável *dummy* (dEST) que indica a presença de investidor institucional estrangeiro no quadro acionário das empresas também apresentou coeficiente positivo de 0,293 e estatisticamente significativo a 1% em relação ao IPGC, em linha com a hipótese de pesquisa H<sub>3</sub>.

Ao contrário do esperado, coeficientes entre as demais variáveis de interesse (PercentFP, PercentFIF e dPUB) e o IPGC não apresentaram significância estatística. Esses resultados, apesar de trazerem evidências relevantes, não são suficientes para esgotar o assunto. Dessa forma, foram realizadas investigações mais aprofundadas, que serão reportadas na seção seguinte através da análise dos resultados dos modelos de regressão.

### 4.3. Análise dos modelos de regressão

Conforme discutido na metodologia, o principal método de regressão adotado foi o GMM-Sys, devido a sua robustez para os tipos de variáveis que estão sendo estudadas. Todavia, para efeitos de comparação e buscando trazer mais completude ao presente estudo, essa seção também apresenta os resultados do modelo (1) utilizando OLS (ordinary least squares) e OLS dinâmico. Por conta da dificuldade de se obter a variável de controle Beta do CAPM, optou-se por reportar os resultados dos modelos com e sem essa variável.

A tabela 13 apresenta os resultados das regressões do modelo (1). Todos os modelos foram computados através do software R Studio, sendo que o código de programação utilizado está disponível nos apêndices do trabalho.

**Tabela 13:** Resultado das regressões do modelo (1)

Variáveis	OLS (A)	OLS sem $\beta$ (B)	OLS Dinâmico (C)	OLS Dinâmico sem $\beta$ (D)	GMM-Sys (E)	GMM-Sys sem $\beta$ (F)
IPGC (t - 1)			0,673*** (0,020)	0,630*** (0,017)	0,796*** (0,066)	0,833*** (0,045)
lnQII	0,126*** (0,035)	0,197*** (0,031)	0,058** (0,024)	0,108*** (0,022)	0,053* (0,027)	0,058** (0,026)
PercentFP	4,392*** (0,745)	3,038*** (0,696)	1,653*** (0,513)	1,245** (0,493)	1,021 (0,662)	0,856* (0,473)

PercentFI	1,773*** (0,531)	0,888** (0,426)	1,043*** (0,362)	0,654** (0,301)	0,569** (0,278)	0,266 (0,233)
PercentFIF	-5,308*** (1,450)	1,124 (0,942)	-2,145** (0,990)	0,978 (0,665)	-1,346* (0,799)	0,778 (0,579)
dEST	0,182 (0,121)	0,214* (0,116)	-0,020 (0,083)	0,010 (0,082)	0,011 (0,081)	0,044 (0,063)
dPUB	-0,349** (0,143)	0,032 (0,129)	-0,140 (0,098)	0,052 (0,091)	-0,001 (0,115)	0,068 (0,091)
ROA	0,770 (0,543)	0,530 (0,445)	0,257 (0,370)	0,206 (0,314)	0,879** (0,387)	0,822*** (0,241)
Q	0,113* (0,066)	0,031 (0,054)	0,051 (0,045)	-0,001 (0,038)	0,030 (0,041)	0,041 (0,029)
TAM	0,465*** (0,043)	0,348*** (0,037)	0,198*** (0,030)	0,159*** (0,026)	0,076* (0,042)	0,047* (0,027)
END	-0,439* (0,266)	-0,486** (0,239)	-0,310* (0,181)	-0,269 (0,169)	0,031 (0,208)	-0,163 (0,159)
MTB	0,007 (0,009)	0,014 (0,009)	-0,005 (0,006)	0,001 (0,007)	-0,001 (0,005)	-0,004 (0,007)
CONT	0,359*** (0,130)	0,342*** (0,121)	0,150* (0,089)	0,160* (0,086)	0,084 (0,101)	0,016 (0,081)
NM	2,966*** (0,132)	2,930*** (0,122)	1,160*** (0,104)	1,292*** (0,097)	0,632** (0,257)	0,454*** (0,149)
BETA	0,009 (0,141)		0,044 (0,096)		0,025 (0,092)	
Teste AR (2) (p-valor)					0,104	0,165
Teste J de Hansen (p-valor)					0,193	0,253
Observações	988	1,298	988	1,298	988	1298
R <sup>2</sup>	0,497	0,530	0,768	0,766		
R <sup>2</sup> Ajustado	0,490	0,525	0,764	0,763		
Estatística F	68,669***	111,182***	213,894***	299,840***		

**IPGC** – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; **lnQII** – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; **PercentFP** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; **PercentFI** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; **PercentFIF** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; **dEST** - dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; **dPUB** - dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais; **ROA** – retorno sobre os ativos; **Q** – Q de Tobin; **TAM** – logaritmo natural do ativo total; **END** - grau de alavancagem; **MTB** – market-to-book; **CONT** – dummy indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; **NM** – dummy indicando listagem no Novo Mercado; **BETA** – beta do CAPM de 36 meses.

**Nota:** Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\*, \* representam significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Os resultados de todos os modelos apresentaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a quantidade de investidores institucionais, medida pela variável  $\ln QII$ , e as práticas de governança corporativa, medida pelo IPGC. Ou seja, foram encontradas evidências de que a presença de um maior número de investidores institucionais no quadro acionário da empresa está associada com a adoção de práticas de governança corporativa de melhor qualidade. Esse achado confirma a **aceitação da hipótese de pesquisa H<sub>1</sub>** e é relevante porque, durante a revisão de literatura, não foram encontradas outras pesquisas sobre práticas de governança corporativa no mercado brasileiro que tenham incluído essa variável em seus modelos.

Em relação aos impactos dos diferentes tipos de investidores institucionais sobre as práticas de governança corporativa, os achados em termos de confirmação das demais hipóteses de pesquisa foram mistos. Os resultados de todos os modelos, exceto o GMM-Sys com a variável Beta do CAPM inclusa (coluna E da tabela 13) apontam para uma relação positiva e significativa entre a participação de Fundos de Pensão (PercentFP) e o IPGC. Esse achado estaria em linha com a literatura internacional (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008), e contrário aos resultados de pesquisas nacionais anteriores (Punsuvo et al., 2007; de Oliveira et al., 2012; De Souza Lima, 2013).

Como a construção da hipótese de pesquisa relacionada aos Fundos de Pensão seguiu a literatura nacional, **rejeita-se a hipótese de pesquisa H<sub>2A</sub>**. Uma possível explicação para esse resultado divergente é a diferença entre os fundos de pensão presentes na análise de cada estudo, uma vez que as pesquisas citadas optaram por estudar fundos de pensão específicos, enquanto que o presente trabalho não fez esse tipo de restrição e abordou todos os fundos de pensão que estavam presentes entre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra durante o período estudado.

A participação de Fundos de Investimento (PercentFI), por sua vez, apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com o IPGC em todos os modelos reportados, exceto no GMM-Sys sem variável Beta do CAPM inclusa (coluna F da tabela 13). Esse achado indica que a presença de investidores institucionais do tipo fundo de investimento está associada a melhores práticas de governança corporativa das empresas investidas, o que vai ao encontro da literatura (Chen et al., 2007; Isaksson & Çelik, 2014; Gomtsian, 2019) e, assim, **aceita-se a hipótese de pesquisa H<sub>2B</sub>**.

Já a participação dos Fundos Geridos por Instituição Financeira (PercentFIF) apresentaram uma relação negativa e estatisticamente significativa nos modelos que incluíram a variável Beta do CAPM (colunas A, C e E da tabela 13) e não apresentaram significância estatística nos modelos que não incluíram a variável Beta do CAPM (colunas B, D e F da tabela 13). Dessa forma, foram encontradas algumas evidências de que a presença de Fundos Geridos por Instituição Financeira estaria associada a piores práticas de governança corporativa das empresas presentes em seu portfólio, o que vai de encontro com a literatura estudada (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen et al., 2019), porém o resultado foi inconclusivo. Dessa forma, **aceita-se parcialmente a hipótese de pesquisa H<sub>2c</sub>.**

Em relação as *dummies* que indicam a presença de investidores institucionais de origem estrangeira ou estatal, dEST e dPUB respectivamente, somente foi encontrada relação estatisticamente significativa delas com o IPGC pelo método OLS estático, que é o menos robusto dos métodos de regressão utilizado. Isso indica que a origem nacional ou estrangeira e a natureza do capital por trás dos investidores institucionais parece não influenciar a relação deles com as práticas de governança adotadas pelas empresas presente em seus portfólios. Com isso, as evidências iniciais apontam para não aceitação das hipóteses de pesquisa H<sub>3</sub> e H<sub>4</sub>.

Além dos resultados das regressões, a tabela 11 também apresentou os resultados dos testes de especificação do GMM-Sys. O primeiro deles é o teste de correlação serial de Arellano-Bond (nível 2), que apresentou um p-valor de 0,104 e 0,165 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da tabela 13). Portanto, não se pode rejeitar a hipótese nula de ausência de correlação serial de segunda ordem, o que indica a consistência dos estimadores dos modelos. O segundo teste realizado foi o teste J de Hansen, que apresentou p-valor de 0,193 e 0,253 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da tabela 11). Dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos do GMM-Sys utilizados nos modelos.

Buscando aprofundar a investigação e esgotar o assunto, principalmente em relação as hipóteses de pesquisa H<sub>3</sub> e H<sub>4</sub>, optou-se por aplicar os mesmos métodos de regressão a um modelo econométrico ajustado. No modelo (2) que será detalhado na sequência, foram excluídas as variáveis *dummy* que indicam presença de investidor institucional estrangeiro e estatal, uma vez

que elas não apresentaram significância estatística nos resultados da tabela 13 para o modelo (1).

Além disso, optou-se por segregar os Fundos de Investimento em Fundo de Investimento Privado Nacional (FIPN), Fundo de Investimento Estrangeiro (FIE) e Fundo de Investimento Estatal (FIGOV), conforme classificação apresentada na tabela 4. Em relação aos Fundos de Pensão e Fundos Geridos por Instituição Financeira, optou-se por não os dividir em mais de uma classificação devido ao menor número de observações por ano que eles apresentam em comparação aos Fundos de Investimento, conforme reportado na tabela 5. Com isso, o modelo (2) ficou especificado conforme equação abaixo:

$$\begin{aligned}
 IPGC_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln QII_{i,t} + \beta_2 \text{PercentFP}_{i,t} + \beta_3 \text{PercentFIPN}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{PercentFIE}_{i,t} + \beta_5 \text{PercentFIGOV}_{i,t} + \beta_6 \text{PercentFIF}_{i,t} \\
 & + \Sigma_1^c * \beta_c * V\text{Controle}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

Onde:

***IPGC<sub>i,t</sub>***: Pontuação no índice de práticas de governança corporativa (IPGC) da empresa *i* no ano *t*;

***lnQII<sub>i,t</sub>***: Logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais acionistas da empresa *i* no ano *t*;

***PercentFP<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFIPN<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento Privado Nacional presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFIE<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento Estrangeiro presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFIGOV<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento Estatal presentes na empresa *i* no ano *t*;

***PercentFIF<sub>i,t</sub>***: Participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira presentes na empresa *i* no ano *t*;

***VControle***: Conjunto de variáveis de controle da empresa *i* no ano *t*.

O conjunto de variáveis de controle foi o mesmo utilizado para o modelo (1). A tabela 14 apresenta os resultados das regressões para o modelo (2).

**Tabela 14:** Resultado das regressões do modelo (2)

Variáveis	OLS (A)	OLS sem $\beta$ (B)	OLS Dinâmico (C)	OLS Dinâmico sem $\beta$ (D)	GMM-Sys (E)	GMM-Sys sem $\beta$ (F)
lag(IPGC, 1)			0,672*** (0,020)	0,628*** (0,018)	0,800*** (0,059)	0,841*** (0,041)
lnQII	0,127*** (0,035)	0,202*** (0,031)	0,056** (0,024)	0,108*** (0,022)	0,056** (0,026)	0,058** (0,024)
PercentFP	3,789*** (0,652)	3,449*** (0,623)	1,374*** (0,450)	1,483*** (0,444)	1,000** (0,491)	0,989** (0,445)
PercentFIPN	2,095*** (0,727)	1,068** (0,541)	1,165** (0,495)	0,779** (0,382)	0,435 (0,397)	0,148 (0,317)
PercentFIE	3,135*** (0,784)	2,333*** (0,712)	1,176** (0,537)	0,902* (0,505)	0,652* (0,376)	0,289 (0,345)
PercentFIGOV	-0,920 (0,921)	-1,027 (0,888)	0,187 (0,628)	-0,003 (0,628)	0,623 (0,546)	0,823 (0,502)
PercentFIF	-5,856*** (1,476)	0,975 (0,933)	-2,298** (1,011)	0,980 (0,659)	-1,376 (0,839)	0,777 (0,570)
ROA	0,800 (0,542)	0,542 (0,443)	0,249 (0,369)	0,190 (0,313)	0,868** (0,382)	0,846*** (0,241)
Q	0,113* (0,066)	0,025 (0,054)	0,051 (0,045)	-0,005 (0,038)	0,029 (0,042)	0,040 (0,030)
TAM	0,462*** (0,043)	0,359*** (0,037)	0,196*** (0,030)	0,166*** (0,027)	0,069* (0,037)	0,043 (0,027)
END	-0,424 (0,266)	-0,415* (0,238)	-0,319* (0,181)	-0,237 (0,168)	0,043 (0,202)	-0,121 (0,158)
MTB	0,007 (0,009)	0,013 (0,009)	-0,005 (0,006)	0,001 (0,007)	-0,001 (0,005)	-0,003 (0,006)
CONT	0,406*** (0,129)	0,336*** (0,120)	0,175** (0,088)	0,161* (0,085)	0,078 (0,097)	0,0005 (0,077)
NM	3,018*** (0,130)	2,940*** (0,119)	1,170*** (0,104)	1,287*** (0,096)	0,620*** (0,235)	0,439*** (0,146)
BETA	0,019 (0,141)		0,050 (0,096)		0,030 (0,092)	
Teste AR (2) (p-valor)					0,113	0,158
Teste J de Hansen (p-valor)					0,218	0,262
Observações	988	1,298	988	1,298	988	1298

R <sup>2</sup>	0,499	0,532	0,768	0,766
R <sup>2</sup> Ajustado	0,491	0,527	0,764	0,764
Estatística F	69,122***	112,139***	213,888***	300,207***

**IPGC** – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; **lnQII** – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; **PercentFP** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; **PercentFI** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; **PercentFIF** - participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; **dEST** - dummy indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; **dpUB** - dummy indicando a presença de investidores institucionais estatais; **ROA** – retorno sobre os ativos; **Q** – Q de Tobin; **TAM** – logaritmo natural do ativo total; **END** - grau de alavancagem; **MTB** – market-to-book; **CONT** – dummy indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; **NM** – dummy indicando listagem no Novo Mercado; **BETA** – beta do CAPM de 36 meses.

**Nota:** Estatísticas t entre parênteses e \*\*\*, \*\*, \* representam significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

**Fonte:** Elaborado pelo autor.

Como esperado, os resultados foram semelhantes aos encontrados anteriormente em relação as variáveis de quantidade de acionistas (lnQII), percentual de participação dos Fundos de Pensão, percentual de participação dos Fundos Geridos por Instituição Estrangeira, bem como em relação aos Fundos de Investimento quando observados como um todo. Com isso, mantém-se a aceitação das hipóteses de pesquisa H<sub>1</sub> e H<sub>2B</sub>, a aceitação parcial de H<sub>2C</sub>, e a rejeição de H<sub>2A</sub>.

Entretanto, ao se observar separadamente as variáveis relativas aos diferentes tipos de Fundo de Investimento, encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a participação de Fundos de Investimento Estrangeiros e o IPGC para todos os modelos, exceto o GMM-Sys sem inclusão da variável Beta do CAPM (coluna F da tabela 14). Esse resultado pode ser considerado uma evidência de que, ao menos em relação aos fundos de investimento, o fato de a instituição ser estrangeira parece estar relacionada com melhores práticas de governança corporativa nas empresas presentes em seu portfólio, o que estaria em linha com a literatura base para o estudo (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal et al., 2011; Maranhão et al., 2020). Portanto conclui-se pela **aceitação parcial da hipótese de pesquisa H<sub>3</sub>**.

Já em relação a origem do capital por trás dos Fundos de Investimento, encontrou-se uma relação positiva e com significância estatística entre os Fundos de Investimento Privados Nacionais e o IPGC nos modelos OLS. Porém, como não houve significância estatística nos modelos mais robustos do GMM-Sys, o resultado para essa variável é inconclusivo. Além disso, a relação entre os Fundos de Investimento Estatais e o IPGC não apresentou significância estatística em nenhum modelo, logo conclui-se pela manutenção da **não aceitação da hipótese de pesquisa H<sub>4</sub>**.

Conforme tabela 14, é possível verificar a robustez das regressões do GMM-Sys para o modelo (2) através dos resultados do teste de correlação serial de Arellano-Bond (nível 2), que apresentou um p-valor de 0,113 e 0,158 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da tabela 14), bem como do teste J de Hansen que apresentou p-valor de 0,218 e 0,262 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da tabela 14).

Com isso, conclui-se que o objetivo específico de pesquisa v, que consiste em verificar quantitativamente se as práticas de governança corporativa das empresas analisadas são impactadas pela quantidade de investidores institucionais presentes em seu quadro acionário, bem como pelos diferentes tipos de institucionais que detenham participação entre os maiores acionistas, foi atendido.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou se existe relação entre a presença dos diversos tipos de investidores institucionais no quadro acionário das companhias e suas práticas de governança corporativa entre 2010 e 2020. Para tanto, analisou-se a presença de investidores institucionais entre os cinco maiores acionistas de 118 empresas brasileiras de capital aberto negociada na B3 durante o período de análise, classificando-os conforme seu tipo legal, a origem nacional ou estrangeira e natureza do capital por trás da instituição. As técnicas de análise utilizadas foram a estatística descritiva, a matriz de correlação de Pearson e modelos de regressão, com destaque especial para a utilização do GMM-Sys.

A construção do IPGC apontou uma melhoria consistente na pontuação média das empresas ao longo dos anos analisados, saindo de 12,58 para 14,56, com destaque para a dimensão de composição e funcionamento do conselho de administração, na qual as empresas pontuaram melhor, com média de 4,55 pontos de 5,00 possíveis em 2020. Esse achado sugere uma melhoria nas práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro, o que estaria em linha com outras pesquisas nacionais realizadas anteriormente (Leal et al., 2015; Maranhão et al., 2020).

Os resultados para os modelos de regressão evidenciam que empresas com uma maior quantidade de investidores institucionais em seu quadro acionário tendem a apresentar melhores práticas de governança corporativa, o que culminou na aceitação da hipótese de pesquisa H<sub>1</sub>. Esse achado sugere que essas instituições, quando tomadas em conjunto, possuem a capacidade de monitorar os controladores e administradores das empresas presentes em seus portfólios e, com isso, influenciar positivamente no modelo de governança adotados por elas.

Entretanto, quando tomados individualmente, os diferentes tipos legais de investidores institucionais observados no estudo apresentaram relações distintas com o IPGC das empresas investidas. De forma robusta e contrária aos achados de pesquisas anteriores no mercado brasileiro (Punsuvo et al., 2007; de Oliveira et al., 2012; De Souza Lima, 2013), encontrou-se uma relação positiva entre a participação de Fundos de Pensão e a pontuação da empresa no IPGC. Com isso, rejeitou-se a hipótese de pesquisa H<sub>2A</sub>.

Esse achado estaria em linha com a literatura internacional (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008) e sugere que os Fundos de Pensão buscam promoção de melhorias no sistema de governança corporativa adotado pelas empresas nas quais investem. Esse comportamento pode ser explicado devido à natureza previdenciária dessas instituições, o que enseja um enfoque de investimentos e de resultados observando um horizonte mais longo de tempo.

Já em relação aos investidores institucionais classificados como Fundos de Investimento, a relação positiva entre a participação desse tipo de investidor institucional e o IPGC fez com que houvesse a aceitação da hipótese de pesquisa H<sub>2B</sub>. Esse resultado está em linha com a literatura (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen et al., 2019) e aponta que os Fundos de Investimento, possivelmente por manterem uma relação de independência com as empresas, possuem maior incentivo para efetivamente monitorá-las na busca por melhorias nas práticas de governança corporativa delas.

Por sua vez, os resultados referentes à participação de Fundos Geridos por Instituição Financeira apresentaram significância estatística somente para parte dos modelos de regressão, apresentando relação positiva com o IPGC. Dessa forma, houve a aceitação parcial da hipótese de pesquisa H<sub>2C</sub>.

Além do tipo legal, buscou-se observar se a origem nacional ou estrangeira é um fator relevante na relação do investidor institucional com as práticas de governança das empresas em seu portfólio. Somente após separar os Fundos de Investimento em nacionais e estrangeiros é que se encontrou resultados robustos de relação positiva e significativa entre a presença de Fundos de Investimento Estrangeiros e o IPGC, conduzindo para uma aceitação parcial da hipótese de pesquisa H<sub>3</sub>. Esse achado implica que observar a nacionalidade de forma única para todos os tipos legais de investidor institucional pode não ser o ideal, e que ser de origem nacional ou estrangeira afeta a relação entre diferentes tipos legais de investidores institucionais e as empresas nas quais investem de forma distinta.

Por último, o estudo investigou se o fato do investidor institucional ser de natureza estatal é um fator relevante na relação dele com as práticas de governança das empresas nas quais investe. Os resultados das regressões não apresentaram significância estatística para essa variável, logo concluiu-se pela não aceitação da hipótese de pesquisa H<sub>4</sub>.

Os resultados encontrados por esse estudo contribuem para uma melhor percepção de risco por parte dos investidores que participam do mercado acionário brasileiro, uma vez que os permite compreender qual a relação dos diferentes tipos de investidores institucionais com as práticas de governança corporativa das empresas investidas e, conseqüentemente, quais deles apresentam melhor capacidade de monitoramento dessas empresas. Além disso, o trabalho contribui com a literatura ao apontar a variável quantidade de investidores institucionais no quadro acionário como sendo relevante para a pontuação do IPGC, o que vem sendo ignorado pelas pesquisas nacionais sobre o assunto.

Finalmente, recomenda-se para pesquisas futuras que busquem construir, de forma consistente, variáveis capazes de mensurar a estabilidade e longevidade das participações dos investidores institucionais nas empresas brasileiras, buscando incluir essas variáveis como explicativas para as práticas de governança das empresas, uma vez que a literatura internacional aponta para a relevância dessa informação. Sugere-se ainda ampliar o estudo incluindo investidores institucionais que estejam além dos 5 maiores acionistas, bem como incluindo as *holdings* familiares, de forma a verificar seus impactos sobre a governança corporativa das empresas.

## REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3131–3169. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn107>
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115–137. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200009>
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113–132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Arora, A., & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675–689. <https://doi.org/10.1177/0972150917713812>
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2012). Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity. *Journal of Banking & Finance*, 36(4), 1164–1180. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.11.015>
- Barros, L. A. B. de C., Di Miceli da Silveira, A., Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2015). Facing the Regulators: Noncompliance with Detailed Mandatory Compensation Disclosure in Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup2), S47–S61. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2014.998942>
- Barros, L., Castro, F. H., da Silveira, A., & Bergmann, D. (2020). Endogeneity in panel data regressions: Methodological guidance for corporate finance researchers. *Review of Business Management*, 22(Special Issue), 437–461. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Bebchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What Matters in Corporate Governance? *Review of Financial Studies*, 22(2), 783–827. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn099>
- Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de Propriedade, Conselho de Administração e Disclosure Voluntário: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25–46.
- Black, B. S., de Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934–952. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001>
- Black, B. S., de Carvalho, A. G., & Sampaio, J. O. (2014). The evolution of corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, 176–195. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2014.04.004>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171–199. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.06.013>

- Bortolon, P. M. (2013). Porque as Empresas Brasileiras Adotam Estruturas Piramidais de Controle. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 2–18.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Brugni, T. V., Bortolon, P. M., de Almeida, J. E. F., & Paris, P. K. S. (2013). Corporate governance: A panoramic view of Brazilian boards of directors. *International Journal of Disclosure and Governance*, 10(4), 406–421.
- Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3), 305–333.
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123–149. <https://doi.org/10.2308/jmar-50550>
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142–153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Carvalho, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Carvalho, A., & Souza, L. (2014). Private equity and corporate governance in Brazil. *Corporate Ownership and Control*, 12(1), 187–192. <https://doi.org/10.22495/cocv12i1c1p4>
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Carvalho, A. G. (2002). Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3), 19–32. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1147801>
- Carvalho, A. G., & Pennacchi, G. G. (2012). Can a stock exchange improve corporate behavior? Evidence from firms' migration to premium listings in Brazil. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 883–903. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.01.003>
- Chavez, G. A., & Silva, A. C. (2009). Brazil's Experiment with Corporate Governance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(1), 34–44. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2009.00214.x>
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs\*: The Agency Problem and SG&A Costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252–282. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01094.x>
- Chen, R., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279–305. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.005>
- Chen, Z., Forsberg, D., & Gallagher, D. R. (2019). Which institutional investor types are the most informed? *Accounting & Finance*, 59(S1), 449–480. <https://doi.org/10.1111/acfi.12378>
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, 29(6), 1377–1408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>

- Crisóstomo, V. L., & Brandão, I. de F. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120–140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 101076. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101076>
- da Silveira, A. D. M., Leal, R. P. C., Carvalhal da Silva, A., & Barros, L. A. B. de C. (2009). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *Revista de Administração*, 44(3), 173–189. <https://doi.org/10.2139/ssrn.995764>
- Dahya, J., Dimitrov, O., & McConnell, J. J. (2008). Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, 87(1), 73–100. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.10.005>
- Dasgupta, A., Fos, V., & Sautner, Z. (2021). Institutional Investors and Corporate Governance. *Foundations and Trends in Finance*, 12(4), 276–394.
- de Oliveira, R. M., Leal, R. P. C., & Almeida, V. de S. (2012). Large pension funds and the corporate governance practices of Brazilian companies. *Corporate Ownership and Control*, 9(2), 76–84. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2art6>
- De Souza Lima, L. (2013). Governança Corporativa, Valor e Desempenho de Empresas com Participação Acionária de Fundos De Pensão No Brasil [Mestre em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica Do Rio De Janeiro]. <https://doi.org/10.17771/PUCRio.acad.34668>
- Donaggio, A. R. F. (2017). (How) Does Self-Regulation Work? Evidence from Brazilian Corporate Governance Listing Segments. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3198201>
- Duarte, B. E., & Leal, R. P. C. (2021). Principal-principal conflicts leading to activism of a large government-owned investor in Brazil. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(1), 15–21. <https://doi.org/10.22495/cgobrv5i1p2>
- Durnev, A., & Kim, E. H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461–1493. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Elyasiani, E., & Jia, J. (2010). Distribution of institutional ownership and corporate firm performance. *Journal of Banking & Finance*, 34(3), 606–620. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.08.018>
- Elyasiani, E., & Jia, J. J. (2008). Institutional ownership stability and BHC performance. *Journal of Banking & Finance*, 32(9), 1767–1781. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.010>
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Fonseca, C. V. C. (2019). Ensaio sobre a atuação dos investidores institucionais no mercado acionário brasileiro. Universidade Estadual de Campinas.
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da, & Hiratuka, C. (2020). Heterogeneidade dos investidores institucionais: Evidências entre companhias não financeiras brasileiras. *Estudos Econômicos (São Paulo)*, 50(3), 411–446. <https://doi.org/10.1590/0101-41615032crc>
- Gabriel, F. (2011). Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil [Doutorado em Controladoria e

- Contabilidade: Contabilidade, Universidade de São Paulo].  
<https://doi.org/10.11606/T.12.2011.tde-09022012-195619>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Science*, 13(2), 4–22. <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55–73. <https://doi.org/10.2139/ssrn.959670>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gomtsian, S. (2019). Shareholder Engagement by Large Institutional Investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3412886>
- IBGC. (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.
- IFC, I. F. C. (2018). Governance and Performance in Emerging Markets.
- Isaksson, M., & Çelik, S. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 93–114. <https://doi.org/10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc>
- Jardim, J. R. P. S. (2018). A INFLUÊNCIA DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E DE CONTROLE SOBRE A ESTRUTURA DE CAPITAL - UM ESTUDO EMPÍRICO NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO DE 2010 A 2016. Universidade Presbiteriana Mackenzie.
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). THEORY OF THE FIRM: MANAGERIAL BEHAVIOR, AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kałdoński, M., Jewartowski, T., & Mizerka, J. (2020). Capital market pressure, real earnings management, and institutional ownership stability—Evidence from Poland. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101315. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.009>
- Katan, H., & Mat Nor, F. (2015). Institutional Ownership Heterogeneity and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 176. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n12p176>
- Kim, H.-D., Kim, T., Kim, Y., & Park, K. (2019). Do long-term institutional investors promote corporate social responsibility activities? *Journal of Banking & Finance*, 101, 256–269. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.11.015>
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4)
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Latif, K., Bhatti, A. A., & Raheman, A. (2017). Earnings Quality: A Missing Link between Corporate Governance and Firm Value. *Business & Economic Review*, 9(2), 255–279. <https://doi.org/10.22547/BER/9.2.11>
- Leal, R. P. C., Carvalhal, A. L., & Iervolino, A. P. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 134–161. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2611372>

- Lee, Y., & Chung, K. H. (2015). Investment Duration and Corporate Governance. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 44(1), 24–58. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12080>
- Liu, N., Bredin, D., & Cao, H. (2020). The investment behavior of Qualified Foreign Institutional Investors in China. *JOURNAL OF MULTINATIONAL FINANCIAL MANAGEMENT*, 54. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2020.100614>
- Loch, M., Silva, J. C., Bueno, G., & Marcon, R. (2020). The Government as Shareholder and Principal-Principal Conflicts in the Brazilian Electric Power Industry. *Brazilian Business Review*, 17(1), 24–45. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>
- Lou, K.-R., Lu, Y.-K., & Shiu, C.-Y. (2020). Monitoring role of institutional investors and acquisition performance: Evidence from East Asian markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59, 101244. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101244>
- Machado, J. H., & Galdi, F. C. (2021). JULIO HENRIQUE MACHADO. 21º USP International Conference in Accounting, 20.
- Maranho, F. S., Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2020). The firm–investor level characteristics of institutional investor engagement in Brazil. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(4), 267–281. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00095-w>
- Martynova, M., & Renneboog, L. (2010). A Corporate Governance Index: Convergence and Diversity of National Corporate Governance Regulations. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1557627>
- Melo, L. C. S. (2017). GOVERNANÇA CORPORATIVA E INVESTIDORES INSTITUCIONAIS: O IMPACTO DO ATIVISMO NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL [Mestrado em Administração]. Universidade do Sul de Santa Catarina.
- Muniandy, P., Tanewski, G., & Johl, S. K. (2016). Institutional investors in Australia: Do they play a homogenous monitoring role? *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 266–288. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.01.001>
- Nieiro, M. A. C., & Bortolon, P. M. (2020). Investidores Institucionais: Evolução Da Participação Nas Empresas Investidas. XIV CONGRESSO ANPCONT.
- OECD. (2013). TRENDS AND FACTORS IMPACTING ON LATIN AMERICAN EQUITY MARKET DEVELOPMENT.
- OECD. (2014). Are institutional investors the answer for long-term development financing. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/dcr-2014-en>
- OECD. (2019). Equity Market Development in Latin America: Enhancing Access to Corporate Finance.
- Okimura, R. T., Silveira, A. di M. da, & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC - Eletrônica*, 1(1), 119–135.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74–95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Pargendler, M. (2012). State Ownership and Corporate Governance. *Fordham Law Review*, 80(6), 2917–2973. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1854452>
- Pathan, S., Haq, M., Faff, R., & Seymour, T. (2021). Institutional investor horizon and bank risk-taking. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101794. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101794>
- Punsuvo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. de C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63–72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Rabelo, F. M., & Vasconcelos, F. C. (2002). Corporate Governance in Brazil. *Journal of Business Ethics*, 37(3), 321–335. <https://doi.org/10.1023/A:1015249300794>

- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, p. 493–572). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silveira, A. D. M., Pereira Câmara Leal, R., Luiz Carvalhal-da-Silva, A., & de C. Barros, L. A. B. (2010). Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 10(2), 191–202. <https://doi.org/10.1108/14720701011035701>
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50–64. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Silveira, A. di M. da. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil [Doutorado em Administração, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501>
- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors? *RAUSP Management Journal*, 53(2), 190–201. <https://doi.org/10.1016/j.rauspm.2017.06.003>
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. *Abante, Escuela de Administracion. Pontificia Universidad Católica de Chile.*, 3(1), 29–56. <https://doi.org/10.2139/ssrn.213409>
- Vasconcelos, L. N. C., & Martins, O. S. (2020). GOVERNANCE THROUGH STOCK TRADING IN BRAZIL: EVIDENCE WITH INSTITUTIONAL INVESTORS. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), eRAMD200046. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eramd200046>
- Wintoki, M., Linck, J., & Netter, J. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>

**APÊNDICE A – Listagem das empresas participantes da amostra**

<b>ID</b>	<b>Ticker</b>	<b>Segmento Econômico</b>	<b>Segmento de Listagem 31/12/2020</b>
1	ALSC3	Financeiro	NOVO MERCADO
2	RAIL3	Bens Industriais	BOLSA
3	ALPA3	Consumo Cíclico	BOVESPA NIVEL 1
4	BTOW3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
5	BAHI3	Consumo Cíclico	BOLSA
6	BAZA3	Financeiro	BOLSA
7	BBAS3	Financeiro	NOVO MERCADO
8	BNBR3	Financeiro	BOLSA
9	SANB3	Financeiro	BOLSA
10	BMKS3	Consumo Cíclico	BOLSA
11	BIOM3	Saúde	BOVESPA MAIS
12	B3SA3	Financeiro	NOVO MERCADO
13	BRML3	Financeiro	NOVO MERCADO
14	BRPR3	Financeiro	NOVO MERCADO
15	BRAP3	Materiais Básicos	BOVESPA NIVEL 1
16	BBRK3	Financeiro	NOVO MERCADO
17	BRFS3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
18	ELET3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 1
19	CLSC3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 2
20	CEEB3	Utilidade Pública	BOLSA
21	CMIG3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 1
22	HGTX3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
23	CTNM3	Consumo Cíclico	BOLSA
24	CIEL3	Financeiro	NOVO MERCADO
25	CCRO3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
26	CGAS3	Utilidade Pública	BOLSA
27	CSMG3	Utilidade Pública	NOVO MERCADO
28	CPLE3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 2
29	CPFE3	Utilidade Pública	NOVO MERCADO
30	CPRE3	Utilidade Pública	BOLSA
31	CRDE3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
32	CARD3	Financeiro	NOVO MERCADO
33	CYRE3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
34	CCPR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
35	DASA3	Saúde	BOLSA
36	PNVL3	Saúde	NOVO MERCADO
37	DIRR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
38	ENBR3	Utilidade Pública	NOVO MERCADO

39	ELPL3	Utilidade Pública	BOLSA
40	EMBR3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
41	ENGI3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 2
42	EQTL3	Utilidade Pública	NOVO MERCADO
43	ESTC3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
44	ETER3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
45	EVEN3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
46	FJTA3	Bens Industriais	BOVESPA NIVEL 2
47	FRAS3	Bens Industriais	BOVESPA NIVEL 1
48	GFSA3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
49	GSHP3	Financeiro	BOLSA
50	GGBR3	Materiais Básicos	BOVESPA NIVEL 1
51	CGRA3	Consumo Cíclico	BOLSA
52	HAGA3	Bens Industriais	BOLSA
53	HBOR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
54	HYPE3	Saúde	NOVO MERCADO
55	IDNT3	Tecnologia da Informação	NOVO MERCADO
56	IGTA3	Financeiro	NOVO MERCADO
57	ROMI3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
58	INEP3	Bens Industriais	BOLSA
59	MYPK3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
60	ITSA3	Financeiro	BOVESPA NIVEL 1
61	JBSS3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
62	JPSA3	Financeiro	BOLSA
63	JHSF3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
64	JFEN3	Consumo Cíclico	BOLSA
65	KEPL3	Bens Industriais	BOLSA
66	KLBN3	Materiais Básicos	BOVESPA NIVEL 2
67	KROT3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
68	LIGT3	Utilidade Pública	NOVO MERCADO
69	LIQO3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
70	RENT3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
71	LOGN3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
72	LAME3	Consumo Cíclico	BOVESPA NIVEL 1
73	LREN3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
74	LPSB3	Financeiro	NOVO MERCADO
75	LUPA3	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	NOVO MERCADO
76	POMO3	Bens Industriais	BOVESPA NIVEL 2
77	MRFG3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
78	FRIO3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
79	BEEF3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
80	MOAR3	Financeiro	BOLSA
81	MRVE3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO

82	MULT3	Financeiro	BOVESPA NIVEL 2
83	NATU3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
84	NUTR3	Materiais Básicos	BOVESPA MAIS
85	ODPV3	Saúde	NOVO MERCADO
86	OIBR3	Comunicações	BOVESPA NIVEL 1
87	PATI3	Materiais Básicos	BOLSA
88	PMAM3	Materiais Básicos	NOVO MERCADO
89	PDGR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
90	PETR3	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	BOVESPA NIVEL 2
91	PLAS3	Consumo Cíclico	BOLSA
92	PFRM3	Saúde	NOVO MERCADO
93	RADL3	Saúde	NOVO MERCADO
94	RAPT3	Bens Industriais	BOVESPA NIVEL 1
95	RDNI3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
96	RSID3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
97	STBP3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
98	SLCE3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
99	SGPS3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
100	SULA3	Financeiro	BOVESPA NIVEL 2
101	SUZB3	Materiais Básicos	NOVO MERCADO
102	TCSA3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
103	TGMA3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
104	TEKA3	Consumo Cíclico	BOLSA
105	TELB3	Comunicações	BOLSA
106	TESA3	Consumo não Cíclico	NOVO MERCADO
107	TOTS3	Tecnologia da Informação	NOVO MERCADO
108	TPIS3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
109	TAEE3	Utilidade Pública	BOVESPA NIVEL 2
110	TRIS3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
111	TUPY3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
112	UGPA3	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	NOVO MERCADO
113	UNIP3	Materiais Básicos	BOLSA
114	USIM3	Materiais Básicos	BOVESPA NIVEL 1
115	VALE3	Materiais Básicos	NOVO MERCADO
116	VLID3	Bens Industriais	NOVO MERCADO
117	VVAR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO
118	VIVR3	Consumo Cíclico	NOVO MERCADO

## APÊNDICE B – Script de programação no R STUDIO

```
library(readxl)
library(lmtest)
library(plm)
library(car)
library(stargazer)
library(gmm)
library(dplyr)
library(Hmisc)
library(tseries)
library(psych)
```

```
##### MUDAR O DIRETÓRIO ABAIXO PARA O LOCAL ONDE COLOCOU A BASE
DE DADOS #####
```

```
setwd("C:/Users/filip/OneDrive/Desktop/Dissertação/Etapa Final")
```

```
##### MUDAR O DIRETÓRIO ACIMA PARA O LOCAL ONDE COLOCOU A BASE DE
DADOS #####
```

```
# Importando a base de dados 2012 - média móvel de 3 anos
Base <- read_excel("Base.xlsx", sheet = "Completa")
```

```
#Mudando a base de dados de wide para long (painel) base 2014 - média móvel de 5 anos
dados3 <- reshape(data = Base, idvar= 1:5, timevar = "Ano", direction = "long",
  varying = 6:698, sep = "_", times =
c(2020,2019,2018,2017,2016,2015,2014,2013,2012,2011,2010),
  new.row.names = 1:10000)
```

```
#Mudando nomes das colunas das dummies dos tipos de II na base de 2012 - média móvel de
3 ano
colnames(dados3)[8:40] <-
c("dFP1","dFI1","dIF1","dEST1","dPUB1","PART1","dFP2","dFI2","dIF2","dEST2",
"dPUB2","PART2","dFP3","dFI3","dIF3","dEST3","dPUB3","PART3","dFP4","dFI4",
"dIF4","dEST4","dPUB4","PART4","dFP5","dFI5","dIF5","dEST5","dPUB5","PART5",
"PERCENTFP","PERCENTFI","PERCENTFIF")
```

```
#Imprimindo a estatística descritiva dos dados
descritiva1 <- describe(dados3[, c("IPGC", "lnQII", "PERCENTFP", "PERCENTFI",
"PERCENTFIF", "dEST", "dPUB", "ROA", "Q", "TAM", "END", "MTB", "CONT", "NM",
"BETA")])
print(descritiva1, digits = 3)
```

```
#Exportando a matriz de correlação de pearson em um arquivo de excel
```

```
c_matrix = cor(dados3[,c("IPGC", "lnQII", "PERCENTFP", "PERCENTFI",
"PERCENTFIF", "dEST", "dPUB", "ROA", "Q", "TAM", "END", "MTB", "CONT", "NM",
"BETA")], method = c("pearson"))
c_matrix
```

```
corstars1 <- function(x){
  require(Hmisc)
  x <- as.matrix(x)
  R <- rcorr(x)$r
  p <- rcorr(x)$P
```

```
mystars <- ifelse(p < .001, "****", ifelse(p < .01, "*** ", ifelse(p < .05, "* ", " ")))
```

```
R <- format(round(cbind(rep(-1.11, ncol(x)), R), 3))[, -1]
```

```
Rnew <- matrix(paste(R, mystars, sep=""), ncol=ncol(x))
diag(Rnew) <- paste(diag(R), " ", sep="")
rownames(Rnew) <- colnames(x)
colnames(Rnew) <- paste(colnames(x), "", sep="")
```

```
Rnew <- as.matrix(Rnew)
Rnew[upper.tri(Rnew, diag = TRUE)] <- ""
Rnew <- as.data.frame(Rnew)
```

```
Rnew <- cbind(Rnew[1:length(Rnew)-1])
return(Rnew)
}
```

```
matrix_correlation <- corstars1(dados3[,c("IPGC", "lnQII", "PERCENTFP", "PERCENTFI",
"PERCENTFIF", "dEST", "dPUB", "ROA", "Q", "TAM", "END", "MTB", "CONT", "NM",
"BETA")])
```

```
library(xtable)
corr_print <- xtable(matrix_correlation)
```

```
library(rio)
library(openxlsx)
```

```
export(corr_print,"correlation_ok.xlsx")
```

```
#####  
#####  
####Rodendo modelos 3 variáveis 2 dummies
```

```
#Modelo OLS
```

```
modOLS <- plm(IPGC ~ lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI + PERCENTFIF + dEST +  
dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM + BETA, data = dados3, index =  
c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")  
summary(modOLS)
```

```
modOLS.semB <- plm(IPGC ~ lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI + PERCENTFIF +  
dEST + dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM , data = dados3, index =  
c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")  
summary(modOLS.semB)
```

```
#Modelo OLS Dinâmico
```

```
modOLSdin <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI +  
PERCENTFIF + dEST + dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM + BETA,  
data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")  
summary(modOLSdin)
```

```
modOLSdin.semB <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI +  
PERCENTFIF + dEST + dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM, data =  
dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")  
summary(modOLSdin.semB)
```

```
#Testando quantos lags são necessários
```

```
#Primeiro teste com variáveis para os quatro primeiros lags
```

```
modeloteste1 <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lag(IPGC,2) + lag(IPGC,3) + lag(IPGC,4) +  
ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM + BETA, data = dados3, index =  
c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")  
summary(modeloteste1)
```

```
#Segundo teste apenas com variáveis para o terceiro e quarto lags. Verificando se o lag  
capturado no modelo anterior é mesmo relevante.
```

```
modeloteste2 <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,3) + lag(IPGC,4) + ROA + Q + TAM + END + MTB  
+ CONT + NM + BETA, data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways",  
model = "pooling")  
summary(modeloteste2)
```

```
#Os resultados apontam que primeiro lag é suficiente para capturar completamente o efeito  
dinâmico significativo da variável IPGC
```

```
#Imprimindo os resultados dos testes da quantidade de lags necessária
stargazer(modeloteste1, modeloteste2, title = "Definindo a quantidade necessária de
defasagens do IPGC" , column.labels = c("2 lags ", "4 lags"), column.sep.width = "10pt" ,
notes.align = "l", omit = c("D10",
"D11","D12","D13","D14","D15","D16","D17","D18","D19"), out = "Teste
defasagem.html")
```

```
#Modelos de GMM-sys - 1 lag
modGMM <- pgmm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI +
PERCENTFIF + dEST + dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM + BETA
| lag(IPGC, 2:99) , data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model =
"twosteps", transformation = "ld")
summary(modGMM, robust = TRUE)
```

```
modGMM.semB <- pgmm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFI +
PERCENTFIF + dEST + dPUB + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM |
lag(IPGC, 2:99) , data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model =
"twosteps", transformation = "ld")
summary(modGMM.semB, robust = TRUE)
```

```
#Testes dos pressupostos do GMM-Sys
```

```
#Teste de autocorrelação AR(1) e AR(2)
mtest(modGMM, order = 1)
mtest(modGMM, order = 2)
```

```
mtest(modGMM.semB, order = 1)
mtest(modGMM.semB, order = 2)
```

```
#Teste de especificação
sargan(modGMM)
```

```
sargan(modGMM.semB)
```

```
#Imprimindo os modelos
```

```
stargazer(modOLS, modOLS.semB, modOLSdin, modOLSdin.semB, modGMM,
modGMM.semB, title = "Modelos 3 variáveis para tipos de II e dummies para origem
estrangeira e capital estatal" , column.labels = c("OLS ", "OLS ", "OLS Dinâmico ", "OLS
Dinâmico ", "GMM-sys", "GMM-sys"), column.sep.width = "10pt", notes.align = "l", omit =
c("D10", "D11","D12","D13","D14","D15","D16","D17","D18","D19"), add.lines =
list(c("AR(2) test (p-value)", "", "", "", "0.104", "0.165"),c("Hansen-Sargan (p-
value)", "", "", "", "0.193", "0.253")), out = "Modelos 3 variaveis 2 dummies.html")
```

```
#####
#####
####Rodendo modelos 5 variáveis
```

```
#Modelo OLS
```

```
modOLS <- plm(IPGC ~ lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP + PERCENTFIFOR +
PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM +
BETA, data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")
summary(modOLS)
```

```
modOLS.semB <- plm(IPGC ~ lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP + PERCENTFIFOR +
PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB + CONT + NM, data
= dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model = "pooling")
summary(modOLS.semB)
```

```
#Modelo OLS Dinâmico
```

```
modOLSdin <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP +
PERCENTFIFOR + PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB
+ CONT + NM + BETA, data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways",
model = "pooling")
summary(modOLSdin)
```

```
modOLSdin.semB <- plm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP +
PERCENTFIFOR + PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB
+ CONT + NM, data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect = "twoways", model =
"pooling")
summary(modOLSdin.semB)
```

```
#Modelos de GMM-sys - 1 lag
```

```
modGMM <- pgmm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP +
PERCENTFIFOR + PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB
+ CONT + NM + BETA | lag(IPGC, 2:99) , data = dados3, index = c("Empresas","Ano"),
effect = "twoways", model = "twosteps", transformation = "ld")
summary(modGMM, robust = TRUE)
```

```
modGMM.semB <- pgmm(IPGC ~ lag(IPGC,1) + lnQII + PERCENTFP + PERCENTFIP +
PERCENTFIFOR + PERCENTFIGOV + PERCENTFIF + ROA + Q + TAM + END + MTB
+ CONT + NM | lag(IPGC, 2:99) , data = dados3, index = c("Empresas","Ano"), effect =
"twoways", model = "twosteps", transformation = "ld")
summary(modGMM.semB, robust = TRUE)
```

```
#Testes dos pressupostos do GMM-Sys
```

```
#Teste de autocorrelação AR(1) e AR(2)
```

```
mtest(modGMM, order = 1)
mtest(modGMM, order = 2)
```

```
mtest(modGMM.semB, order = 1)
mtest(modGMM.semB, order = 2)
```

```
#Teste de especificação
sargan(modGMM)
```

```
sargan(modGMM.semB)
```

```
#Imprimindo os modelos
```

```
stargazer(modOLS, modOLS.semB, modOLSdin, modOLSdin.semB, modGMM,
modGMM.semB, title = "Modelos 5 variáveis para tipos de II (Fundos de Investimento
segregados", column.labels = c("OLS ", "OLS ", "OLS Dinâmico ", "OLS Dinâmico ",
"GMM-sys", "GMM-sys"), column.sep.width = "10pt", notes.align = "l", omit = c("D10",
"D11", "D12", "D13", "D14", "D15", "D16", "D17", "D18", "D19"), add.lines = list(c("AR(2) test
(p-value)", "", "", "", "0.113", "0.158"), c("Hansen-Sargan (p-value)", "", "", "", "0.218", "0.262")),
out = "Modelos 5 variaveis.html")
```

Ficha catalográfica disponibilizada pelo Sistema Integrado de Bibliotecas - SIBI/UFES e elaborada pelo autor

---

S285g SCARAMUSSA, FILIPE MANARTE, 1992-  
GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS INVESTIDORES  
INSTITUCIONAIS REALMENTE IMPORTAM NO  
MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO? / FILIPE  
MANARTE SCARAMUSSA. - 2022.  
80 f. : il.

Orientadora: PATRICIA MARIA BORTOLON.  
Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) -  
Universidade Federal do Espírito Santo, Centro de Ciências  
Jurídicas e Econômicas.

1. Governança Corporativa. 2. Mercado de capitais. 3.  
Fundos de investimentos. 4. Fundos de pensão. I. BORTOLON,  
PATRICIA MARIA. II. Universidade Federal do Espírito Santo.  
Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas. III. Título.

CDU: 657

---

# FILIFE MANARTE SCARAMUSSA

## GOVERNANÇA CORPORATIVA: OS INVESTIDORES INSTITUCIONAIS REALMENTE IMPORTAM NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO?

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal do Espírito Santo como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Vitória, **18 de maio** de **2022**.

### COMISSÃO EXAMINADORA

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Patricia Maria Bortolon  
Orientadora  
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente  
 VAGNER ANTONIO MARQUES  
Data: 20/05/2022 22:08:14-0300  
Verifique em <https://verificador.iti.br>

---

Prof. Dr. Vagner Antonio Marques  
Universidade Federal do Espírito Santo

Documento assinado digitalmente  
 Roberto Tommasetti  
Data: 18/05/2022 18:48:14-0300  
Verifique em <https://verificador.iti.br>

---

Prof. Dr. Roberto Tommasetti  
Universidade Federal do Rio de Janeiro



UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO

**PROTOCOLO DE ASSINATURA**



O documento acima foi assinado digitalmente com senha eletrônica através do Protocolo Web, conforme Portaria UFES nº 1.269 de 30/08/2018, por  
PATRICIA MARIA BORTOLON - SIAPE 1818615  
Departamento de Ciências Contábeis - DCC/CCJE  
Em 22/05/2022 às 18:51

Para verificar as assinaturas e visualizar o documento original acesse o link:  
<https://api.lepisma.ufes.br/arquivos-assinados/479684?tipoArquivo=O>