




Efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre concentração de controle e valor de mercado: evidências empíricas na América Latina

Dante Baiardo C. Cavalcante Viana Junior ^{1,†}

¹ISCTE-Instituto Universitario de Lisboa, Lisboa, Portugal

Daniel Ferreira Caixe ^{2,Ω}

²Centro Universitário Estácio de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, SP, Brasil

Vera Rodrigues Maria Rodrigues Ponte ^{3,Υ}

³Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil

RESUMO

Este artigo investiga o efeito moderador da instabilidade econômica na relação entre a concentração de controle e o valor de mercado da empresa. Com tal objetivo, constrói-se um painel não balanceado composto por 341 companhias latino-americanas de seis países: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru. Os resultados dos modelos dinâmicos, estimados pelo método dos momentos generalizado sistêmico, apontam, no geral, que a concentração de controle reduz o valor de mercado das firmas somente em ambientes de elevada instabilidade econômica. Assim, este estudo fornece evidências empíricas de que momentos de instabilidade econômica incentivam os acionistas controladores a agirem ainda mais fortemente de acordo com os próprios interesses, o que pode resultar na expropriação da riqueza de menores acionistas.

Palavras-chave: Concentração de Controle; Valor de Mercado; Instabilidade Econômica.

1. INTRODUÇÃO

A valorização da empresa, por meio da geração de retornos maiores do que o seu custo de capital, representa um dos principais objetivos das organizações com fins lucrativos (Jensen, 2001). Todavia, a criação de valor no longo prazo pode ser afetada por custos de agência, uma vez que, dentre outros aspectos, os tomadores de decisão da firma podem agir de acordo com interesses próprios, buscando os benefícios privados de controle (Jensen & Meckling, 1976; Dyck & Zingales, 2004). Assim, tal postura, a qual pode ser adotada por gestores ou acionistas controladores, poderia reduzir o valor de mercado corporativo, já que os tomadores de decisão poderiam agir apenas de acordo com interesses, dando origem ao efeito-entrenchamento (Shleifer & Vishny, 1986; Stulz, 1988; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002).

Como a estrutura de propriedade/controlado define o tipo de conflito de agência que ocorre na firma, seu provável impacto no desempenho corporativo foi investigado por diversas pesquisas. Essa literatura pode ser dividida em dois grupos. O primeiro abrange trabalhos que exploram o conflito de agência entre administradores e acionistas, devido à pulverização da propriedade/controlado, focando na participação acionária de diretores e/ou conselheiros (Jensen & Meckling, 1976; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988; Himmelberg, Hubbard, & Palia,

Autor correspondente:

[†] ISCTE-Instituto Universitario de Lisboa, Lisboa, Portugal

E-mail: dantebcviana@gmail.com

^Ω Centro Universitário Estácio de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, SP, Brasil

E-mail: danielcfcaixe@gmail.com

^Υ Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, CE, Brasil

E-mail: vponte@fortalnet.com.br

Recebido: 12/12/2017.

Revisado: 08/06/2018.

Aceito: 09/11/2018.

Publicado Online em: 12/06/2019.

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2019.16.4.6>



1999; Fahlenbrach & Stulz, 2009; Coles, Lemmon, & Meschke, 2012). O segundo inclui estudos que abordam o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, decorrente da concentração da propriedade/controlado, analisando a participação acionária dos grandes acionistas (Claessens et al., 2002; Lins, 2003; Tam & Tan, 2007; Caixe & Krauter, 2013; Wang & Shailer, 2015).

Parte da literatura científica em finanças que foca no conflito de agência entre controladores e minoritários testam duas hipóteses levantadas por Claessens et al. (2002): o efeito-alinhamento e o efeito-entrenchamento. A primeira sugere que a concentração da propriedade (direitos de fluxo de caixa), ao incentivar os acionistas controladores a buscarem a criação de valor, aumentaria o valor de mercado da firma (efeito-alinhamento). A segunda supõe que o excesso de direitos de voto dos grandes acionistas reduziria o valor da empresa, visto que tais proprietários poderiam expropriar a riqueza dos acionistas minoritários, em virtude de seu domínio sobre o controle (efeito-entrenchamento). Há estudos os quais encontraram evidências empíricas a favor (Lins; 2003; Caixe & Krauter, 2013; Wang & Shailer, 2015) e contra essas hipóteses (Demsetz & Villalonga, 2001; Okimura, Silveira, & Rocha, 2007; Schultz, Tan, & Walsh, 2010).

Uma vertente dessa literatura, que ainda conta com poucos estudos, examina a influência da estrutura de propriedade/controlado da companhia nos retornos de suas ações, em momentos de instabilidade econômica. Lemon e Lins (2003), por exemplo, encontraram evidências de que as ações de empresas, nas quais os gestores apresentavam elevada participação no controle, tiveram retornos acumulados menores durante a crise financeira do leste asiático. Similarmente, Baek, Kang e Park (2004) observaram que, ao longo da crise financeira coreana, as firmas, cujos acionistas controladores possuíam excesso de direitos de voto, também alcançaram retornos acumulados inferiores. Dessa maneira, tais pesquisas encontraram indícios de que o impacto de conflitos de agência no desempenho empresarial seria intensificado em momentos de instabilidade econômica.

Com base nos resultados de Lemon e Lins (2003) e Baek, Kang e Park (2004), o presente estudo investiga o papel moderador da instabilidade econômica na relação entre a concentração de controle e o valor de mercado da empresa. Com tal objetivo, são utilizados dados longitudinais de companhias de capital aberto de seis países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru), durante o período de 2010 a 2016. A instabilidade econômica é mensurada por meio de três diferentes variáveis: Produto Interno Bruto (PIB); nota de *rating* da agência Moody's; e volatilidade dos retornos do principal índice de ações de cada respectivo país. Buscando-se o tratamento de possíveis fontes de endogeneidade, são estimados modelos de regressão múltipla pelo método dos momentos generalizados sistêmico (Wintoki, Linck, & Netter, 2012).

A escolha de uma amostra composta por empresas latino-americanas baseia-se, principalmente, em três motivos. Primeiro, em tais companhias, o conflito de agência acontece entre acionistas controladores e minoritários, como na maioria das firmas ao redor do mundo (LaPorta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 1999). Segundo, a concentração na estrutura de controle dessas empresas é expressiva, devido à emissão de ações preferenciais, que não concedem direito de voto aos seus detentores. Tal tipo de mecanismo para aumento de controle é mais recorrente em países latino-americanos do que em outros países onde também há o predomínio do conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários (Claessens & Yurtoglu, 2013). Terceiro, os países latino-americanos estão mais sujeitos a choques macroeconômicos devido à instabilidade econômica da região quando em comparação às economias mais desenvolvidas, o que poderia afetar diretamente os retornos das ações e, conseqüentemente, o valor de mercado das companhias (Abugri, 2008).

O presente estudo contribui para a literatura de governança corporativa ao mostrar que a instabilidade econômica afeta a relação entre estrutura de propriedade/controlado e valor de mercado empresarial. Mais especificamente, os resultados da pesquisa sugerem que

momentos de instabilidade econômica potencializam o impacto negativo da concentração do controle no valor das firmas, aumentando a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários.

Este artigo está organizado em cinco seções, que abrangem a presente introdução. A seção 2 contém a fundamentação teórica para o desenvolvimento da hipótese testada. Na seção 3, descreve-se o método empregado. Por fim, nas seções 4 e 5, são apresentados os resultados e as conclusões da pesquisa.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE/CONTROLE E DESEMPENHO

A Teoria da Agência busca compreender como conflitos de interesses entre os *stakeholders* da empresa podem impactar nas decisões corporativas, afetando o desempenho da firma (Ross, 1973; Jensen & Meckling, 1976). Uma vez que o tipo de conflito de agência predominante na companhia é definido por sua estrutura de propriedade/controle, a influência da participação acionária dos gestores/acionistas controladores no desempenho corporativo foi objeto de vários estudos, que são discutidos nesta seção.

Quando há pulverização do capital acionário, o principal conflito de agência ocorre entre administradores e acionistas, em decorrência da separação entre propriedade e gestão, característica de países anglo-saxões (Gugler, Mueller, & Yurtoglu, 2008). A princípio, a participação acionária dos gestores promoveria um maior alinhamento entre os interesses de administradores e acionistas, resultando no aumento do valor de mercado empresarial (efeito-alinhamento) (Jensen & Meckling, 1976). No entanto, a partir de certo nível de concentração da propriedade, os gestores poderiam agir de acordo com interesses próprios, já que os acionistas teriam dificuldade em monitorá-los, repercutindo na redução do valor da companhia (efeito-entrenchamento) (Stulz, 1988; Morck, Shleifer, & Vishny, 1988).

Contudo, fora dos países anglo-saxões, predomina a concentração da propriedade/controle das firmas e, conseqüentemente, o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários (Lin & Chuang, 2011). Nesse entendimento, Young et al. (2008) afirmam que, apesar de não existir um modelo único que seja capaz de explicar o funcionamento da governança corporativa em todos os contextos institucionais, o conflito principal-principal é mais significativo para países emergentes do que os tradicionais conflitos de principal-agente.

Mesmo nesses países menos desenvolvidos, poderiam ainda existir os efeitos alinhamento e entrenchamento, que estariam ligados à participação acionária dos controladores, segundo Claessens et. al (2002), da seguinte maneira. A concentração nos direitos sobre o fluxo de caixa (propriedade) beneficiaria o desempenho corporativo, pois incentivaria os grandes acionistas a buscarem a maximização do valor da firma, visto que parte significativa de sua riqueza estaria aplicada na empresa (efeito-alinhamento). Por outro lado, o excesso de direitos de voto dos acionistas controladores permitiria que eles perseguissem benefícios privados, o que diminuiria o valor da firma e, conseqüentemente, expropriaria a riqueza dos acionistas minoritários (efeito-entrenchamento). Dentre as diversas formas de expropriação dos minoritários pelos controladores, menciona-se, por exemplo, o pagamento de salários excessivos para si; autonegação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo); utilização de ativos da empresa como garantia de transações pessoais ou ao tomar emprestados fundos da firma com vantagens comerciais, entre outras (Dami, Rogers, & Ribeiro, 2007).

Assim, identificam-se pesquisas que testaram empiricamente as hipóteses dos efeitos alinhamento e entrenchamento, analisando empresas de diferentes países. Alguns estudos apresentaram evidências que corroboram essas hipóteses (Lins, 2003; Fahlenbrach & Stulz,

2009; Wang & Shailer, 2015; Caixe & Krauter, 2013; Marques, Guimarães, & Peixoto, 2015), mas outros não (Himmelberg, Hubbard, & Palia, 1999; Demsetz & Villalonga, 2001; Okimura, Silveira, & Rocha, 2007; Schultz, Tan, & Walsh, 2010). Entre as pesquisas que constataram a influência da estrutura de propriedade/controlado no valor de mercado corporativo, Caixe e Krauter (2013) e Marques, Guimarães e Peixoto (2015) utilizaram amostras de empresas latino-americanas, mais especificamente brasileiras. Seus resultados indicam que a participação dos acionistas controladores nos direitos de voto diminui o valor da firma, captando o efeito-entrenchamento.

2.2. PROPRIEDADE/CONTROLE VS DESEMPENHO: RELEVÂNCIA DO AMBIENTE ECONÔMICO

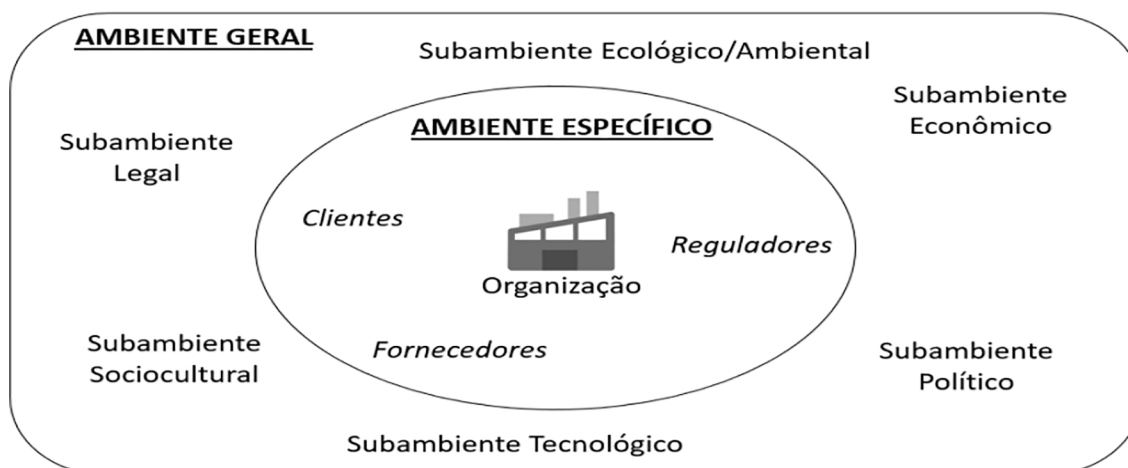
Estudos empíricos na área de finanças discutem sobre a relevância do ambiente organizacional, assim como de seus potenciais efeitos sobre a forma como as organizações elaboram suas estratégias e moldam seus valores (Jensen, 1983). O ambiente organizacional é definido, em sentido amplo, como o espaço onde as organizações estão inseridas, podendo ser analisado e compreendido em dois grandes agrupamentos: o (i) ambiente específico; e o (ii) ambiente geral (Schermerhorn, 1999).

O ambiente geral pode ser interpretado como aquele composto por elementos mais gerais, mas que ainda possuem potencial para influenciar decisões estratégicas (Daft, Murphy, & Willmott, 2010). Dessa forma, dada a abrangência e complexidade do ambiente geral, é possível dividi-lo em subambientes, como o legal, o sociocultural, o econômico, o político e o ecológico/ambiental. Por sua vez, o ambiente específico envolve, além da organização, seus clientes, fornecedores e reguladores. A Figura 1 apresenta uma visão geral do ambiente organizacional e a sua divisão em ambiente específico e geral.

Entre os diversos subambientes existentes no ambiente geral, destaca-se, para fins de realização deste estudo, o subambiente econômico, doravante denominado, por parcimônia, de “ambiente econômico”. Assim, dentre os diferentes prismas através dos quais poderia ser analisado o ambiente econômico no qual as organizações estão inseridas, destaca-se a instabilidade econômica. Pearson e Clair (1998) salientam que períodos de crise política e instabilidade econômica, em conjunto com um sistema jurídico disfuncional, podem favorecer a criação de altos níveis de incerteza, o que pode impactar significativamente o desempenho das empresas de diversas maneiras.

A redução do desempenho das empresas em momentos de instabilidade econômica poderia ser justificada, em parte, pelo comportamento oportunista dos tomadores de decisão. Estudos empíricos na área contábil observam, por exemplo, maiores níveis de

Figura 1 – Divisão do Ambiente Organizacional: Específico e Geral



gerenciamento de resultados em períodos de crise econômica (Choi, Kim, & Lee, 2011; Silva, Weffort, Flores, & Silva, 2014), reforçando a ideia de que a instabilidade do ambiente econômico é capaz de incentivar os *insiders* a agirem de maneira oportunista na tentativa de preservarem seus próprios interesses, mesmo que em detrimento das demais partes envolvidas. Ademais, pesquisas na área de governança corporativa, como Lemmon e Lins (2003) e Baek, Kang e Park (2004), mostram que, em momentos de crise econômica, as empresas com maior concentração na estrutura de controle apresentam uma queda mais expressiva nos retornos de suas ações.

Lemon e Lins (2003), por exemplo, em uma análise *cross-country* com firmas do Leste da Ásia, apresentam evidências empíricas de que as ações de empresas, nas quais os gestores apresentavam elevada participação no controle, tiveram retornos acumulados menores durante a crise financeira na região no final da década de 1990. No mesmo sentido, Baek, Kang e Park (2004) observaram que, ao longo da crise financeira coreana, empresas cujos acionistas controladores possuíam excesso de direitos de voto, também alcançaram retornos acumulados inferiores. Os resultados dessas pesquisas reforçam a ideia de que a instabilidade do ambiente econômico é capaz de incentivar os *insiders* a agirem de maneira oportunista, na tentativa de preservarem seus interesses próprios.

Assim, à luz da Teoria da Agência sob a ótica do conflito principal-principal e, por sua vez, com base nas possíveis implicações ocasionadas pela instabilidade do ambiente econômico no sentido de impulsionar o comportamento oportunista por parte dos tomadores de decisão, o presente estudo testa a seguinte hipótese:

Hipótese: *Um maior nível de instabilidade econômica potencializa o efeito da concentração de controle sobre valor de mercado corporativo.*

3. MÉTODO

3.1. AMOSTRA

A amostra do estudo abrange 341 companhias não financeiras de seis países latino-americanos (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru). A seleção dos países foi pautada pela disponibilidade das informações relativas às variáveis econômico-financeiras utilizadas no estudo. O período de análise compreende os anos de 2010 a 2016, formando um painel não balanceado, que soma 1.305 observações empresa-ano. Vislumbrando-se preservar a comparabilidade entre os países quanto às variáveis econômico-financeiras investigadas, foram inseridas nas análises apenas as empresas que divulgaram seus demonstrativos financeiros em consonância com as International Financial Reporting Standards (IFRS). Os dados usados na construção das variáveis do estudo foram coletados das bases Capital IQ®, Economática® e Yahoo Finance.

3.2. MODELO EMPÍRICO

O modelo empírico do estudo é descrito pela Equação (1):

$$\begin{aligned} \frac{EV_{it}}{AT_{it}} = & \beta_0 + \beta_1 \frac{EV_{it-1}}{AT_{it-1}} + \beta_2 CONC_{it} \times INST_{High} + \beta_3 CONC_{it} \times INST_{Low} \\ & + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROIC_{it} + \beta_6 END_{it} + \beta_7 ADR_{it} + \sum_{n=1}^4 \delta_n TIPO_CON_{it} \\ & + \eta_i + \omega_t + v_{i,t} \end{aligned}$$

Em que: i é a empresa; t é o ano; EV é o *Enterprise Value*, calculado pela soma entre valor de mercado das ações e o valor contábil das dívidas, menos o valor contábil dos equivalentes de caixa; AT é o ativo total; $CONC$ é a proporção de ações com direito de voto pertencentes ao maior acionista; TAM é o tamanho da empresa (logaritmo natural do ativo total); e são *dummies* que representam países em períodos de alta e baixa instabilidade econômica, respectivamente; $ROIC$ é o retorno sobre o capital investido (lucro operacional líquido dividido pela soma entre patrimônio líquido e passivo oneroso); END é o endividamento (passivo exigível dividido pelo ativo total); ADR é a *dummy* de emissão de *American Depositary Receipts*; $TIPO_CON$ são três *dummies* que representam quatro casos relativo ao controle acionário da firma (Individual, Institucional, Estado e Disperso), conforme classificação proposta pela base Capital IQ®; δ é o efeito específico da firma (heterogeneidade não observada); γ é o componente temporal (*dummies* de ano); e ϵ é o termo de erro.

Frente ao modelo empírico proposto, a hipótese deste estudo é testada por meio da comparação dos coeficientes das variáveis de interação entre a concentração do controle (α) e as *dummies* de instabilidade econômica (β e γ). São usadas três variáveis para medir a instabilidade econômica dos países analisados: (i) a nota anual de *rating* fornecida pela agência Moody's; (ii) a volatilidade anual do principal índice de ações; e o Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* anual. Anualmente, as empresas foram classificadas, de acordo com o valor da mediana de cada uma dessas três variáveis, em dois grupos: alta instabilidade – (valores iguais ou maiores do que a mediana para a nota anual de *rating* e volatilidade, assim como valores menores do que a mediana para o PIB *per capita*); e baixa instabilidade – (valores menores do que a mediana para a nota anual de *rating* e volatilidade, assim como valores iguais ou maiores do que a mediana para o PIB *per capita*).

Com a nota de *rating* da Agência Moody's, busca-se mensurar o risco de *default* dos países. Especialmente em mercados emergentes, a redução da pontuação de *rating* aumenta o risco do país, dificultando o acesso a mercados de capitais internacionais e elevando as taxas de juros da economia (Luitel, Vanpée, & Moor, 2016). A volatilidade dos retornos dos principais índices de ações reflete a incerteza do mercado acionário dos países. Tal medida é obtida pelo desvio-padrão dos retornos logarítmicos diários das principais carteiras teóricas de ações das economias, calculados a partir de preços de fechamento durante 252 dias de negociação no ano (Klomp & Haan, 2009). Por fim, o PIB é um indicador do nível de atividade econômica dos países, sendo afetado diretamente pela instabilidade macroeconômica (Raddatz, 2007; Ali & Rehman, 2015).

A omissão de variáveis relevantes no modelo pode resultar na correlação espúria entre as variáveis de interesse. Dessa maneira, a Equação (1) inclui ainda variáveis adicionais apontadas pela literatura como capazes de controlar a relação principal analisada. O tamanho da empresa (TAM), por exemplo, parece ter implicações importantes para seu valor de mercado, uma vez que, em empresas maiores, acionistas controladores, em tese, teriam mais dificuldades na manutenção de uma participação elevada no capital total (Himmelberg, Hubbard, & Palia, 1999). Quanto ao retorno sobre o capital investido ($ROIC$) e sua implicação sobre o valor da firma, comenta-se que investidores ao enfrentarem o *trade-off* entre vender, comprar ou manter suas ações podem pautar suas decisões com base no retorno desses títulos (Caixe & Krauter, 2013; Cho & Pucik, 2005).

Ainda nessa discussão, no que tange ao nível de endividamento (END), dentre outros aspectos, apontam-se indícios de que a firma mais endividada possui maior risco financeiro, o que levaria o mercado a aplicar uma taxa de desconto maior nos seus títulos, reduzindo seu valor de mercado (Braouezec, 2009; Crisóstomo & Pinheiro, 2015). A emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) também parece gerar benefícios incrementais para o valor da firma, dado uma maior cobertura de analistas bem como um maior aumento na precisão de suas previsões (Lang, Lins, & Miller, 2003). Por fim, destaca-se ainda a

relevância de discussões relacionadas ao tipo de controle acionário (*TIPO_CON*), porque, dentre outros fatores, diferentes tipos de controles impõem diferentes tipos de metas e restrições sobre a governança das empresas, oferecendo distintas oportunidades e formas para aquisição de recursos (Xia & Walker, 2015), o que possivelmente traria implicações para o valor de mercado da firma.

Um resumo das variáveis utilizadas no modelo desta pesquisa, suas definições, *proxies* e fundamentação, é apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis dependentes, independentes e de controle: proxies, referências e fontes dos dados

Constructo	Variável	Proxy	Fundamentação	Fonte
Valor de Mercado da Firma	Enterprise Value (ENTERP)	Enterprise Value / Ativo Total, sendo o Enterprise Value = Cotação x Total de Ações + Passivo Oneroso (Circulante e Não Circulante) – Disponibilidades e Investimentos de Curto Prazo	Caixe e Krauter (2013); Penman, Richardson e Tuna (2007)	Capital IQ*
Concentração de Controle	Concentração de Ações com direito a voto (CONC)	Proporção de ações com direito de voto pertencentes ao maior acionista	Caixe e Krauter (2013); Farooq e Zaroauli (2016); Li et al. (2015)	Capital IQ*
Ambiente Econômico	Instabilidade Econômica (INST)	Nota anual de rating de risco dos países	Luitel, Vanpée e Moor (2016)	Moody's Investors Service
		Volatilidade: desvio-padrão dos retornos logarítmicos diários das principais carteiras teóricas, calculados a partir de preços de fechamento durante 252 dias de negociação no ano	Klomp e Haan (2009)	Bolsa de valores dos países investigados
Variáveis de Controle	Tamanho (TAM)	Logaritmo Natural do Ativo Total	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999)	Capital IQ*
	Rentabilidade (ROIC)	Retorno sobre o capital investido (lucro operacional líquido dividido pela soma entre patrimônio líquido e passivo oneroso)	Caixe e Krauter (2013); Cho e Pucik (2005)	Capital IQ*
	Endividamento (END)	Passivo exigível dividido pelo ativo total	Braouezec (2009); Crisóstomo e Pinheiro (2015)	Capital IQ*
	American Depositary Receipt (ADR)	Variável dummy que assume valor 1, caso a empresa tenha ADR, e 0, no caso contrário.	Lang, Lins e Miller (2003)	Capital IQ*
	Tipo de Controle Acionário	Dummies que representam quatro casos relativo ao controle acionário da firma (Individual, Institucional, Estado e Disperso).	Xia e Walker (2015)	Capital IQ*

Fonte: Elaborado pelos autores.

3.2.1 ESTIMAÇÃO E ENDOGENEIDADE

Os estudos sobre a relação entre mecanismos de governança corporativa e desempenho empresarial estão sujeitos a problemas de endogeneidade, que podem resultar na estimação de coeficientes viesados e inconsistentes para as variáveis de interesse (Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Esta seção explica como o Método dos Momentos Generalizado Sistemático (Sis-GMM), desenvolvido por Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998), é capaz de mitigar fontes de endogeneidade, como a heterogeneidade não observada, o efeito feedback (ou endogeneidade dinâmica) e a simultaneidade (ou causalidade reversa).

A heterogeneidade não observada refere-se a variáveis de difícil mensuração ou que não são diretamente observadas pelo pesquisador, mas que podem afetar as variáveis dependente e independentes. O poder de mercado da empresa, a habilidade dos gestores (ou acionistas controladores) e a tecnologia de monitoramento da gestão são exemplos de heterogeneidade

não observada (Himmelberg, Hubbard, & Palia, 1999). Dessa maneira, caso tal fonte de endogeneidade seja desconsiderada, o modelo econométrico poderá sofrer com o viés de variável omitida (Roberts & Whited, 2013). Estimadores de dados em painel, como Efeitos Fixos (EF) e Método dos Momentos Generalizado (GMM), controlam a heterogeneidade não observada, diferentemente do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) aplicado em dados de corte-transversal (Coles, Lemmon, & Meschke, 2012).

O efeito feedback surge quando a variável resposta é influenciada por seus valores defasados. Estudos apontam que o valor de mercado da firma é afetado por sua primeira defasagem, indicando a necessidade de emprego de modelos dinâmicos para investigar a relação entre variáveis de governança e desempenho (Caixe & Krauter, 2013, 2014). O estimador de Efeitos Fixos não permite a inclusão de defasagens da variável dependente no modelo, uma vez que se baseia no pressuposto de exogeneidade estrita dos regressores, diferentemente do estimador de GMM (Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Flannery e Hankins (2013) compararam as propriedades estatísticas de diversos estimadores de modelos dinâmicos. De acordo com os autores, o Sis-GMM deve ser escolha padrão para pesquisas na área de finanças corporativas.

Outra fonte de endogeneidade é a causalidade reversa, que ocorre quando a variável dependente é afetada, mas também influencia, simultaneamente, um ou mais regressores (Roberts & Whited, 2013). Alguns estudos encontraram evidências de que o valor da firma e sua estrutura de propriedade/controlado são conjuntamente determinados, ressaltando a importância de tratar a última como endógena (Demsetz & Villalonga, 2001; Lins, 2003; Fahlenbrach & Stulz, 2009). Uma possível alternativa para controlar a simultaneidade é identificação de instrumentos externos para variáveis endógenas, e o emprego do estimador de Mínimos Quadrados em Dois Estágios (MQ2E). Contudo, encontrar instrumentos externos válidos é uma tarefa difícil, e o estimador Sis-GMM pode lidar com a causalidade reversa por meio da seleção de instrumentos internos válidos para as variáveis endógenas e a utilização de modelos dinâmicos (Wintoki, Linck, & Netter, 2012).

Diante do exposto nesta seção, a Equação (1) é estimada pelo Sis-GMM, que faz uso de equações em nível e em diferenças. As variáveis independentes são instrumentalizadas: na equação em nível, pela segunda, terceira e quarta defasagens das variáveis em diferenças; e, na equação em diferenças, pela segunda defasagem das variáveis em nível (pois as demais defasagens são redundantes) (Roodman, 2006). Limita-se o número de defasagens empregadas devido ao problema de proliferação de instrumentos, que faz com que o teste de Hansen tenda a aceitar a hipótese de que os instrumentos são válidos (Roodman, 2009).

4. RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritiva das variáveis microeconômicas do estudo. Nota-se que a maior parte das observações são de companhias chilenas, seguidas pelas brasileiras, mexicanas, argentinas, peruanas e colombianas. Considerando a amostra total, observa-se ainda que a mediana da participação do maior acionista nos direitos de voto é de 34,33%, sinalizando que a maioria das empresas da amostra não estavam sob controle majoritário durante o período do estudo. Entre os países analisados, a Argentina e o Chile são os que apresentam a maior (62,20%) e a menor (35,51%) médias de concentração no controle, respectivamente. Com relação ao Brasil, a média da participação do maior acionista nos direitos de voto é de 37,48%. Isso indica uma maior difusão do controle acionário no mercado brasileiro, já que estudos que consideraram períodos anteriores, como os de Silveira, Barros e Famá (2008) e Caixe e Krauter (2013) encontraram valores médios que variam de 73% a 56% aproximadamente.

A Tabela 2 contempla a matriz de correlação das variáveis contínuas investigadas. É possível observar uma associação linear negativa e estatisticamente significativa entre o

valor de mercado (*EV/AT*) e a concentração no controle (*CONC*) das empresas. Por outro lado, as variáveis tamanho (*TAM*) e retorno sobre o capital investido (*ROIC*) apresentam uma associação linear positiva e significativa com *EV/AT*. Além disso, as variáveis *ROIC* e *CONC* são positivamente correlacionadas.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis microeconômicas

Países	Variável	N	Média	Mediana	SD	Min	Max	CV
Argentina	EV/AT	55	1,2820	1,0660	0,7840	0,2316	3,4755	0,6115
	CONC	55	0,6220	0,5900	0,1774	0,2600	0,9600	0,2851
	TAM	55	5,4863	5,7255	1,1543	3,0445	9,3162	0,2104
	ROIC	55	0,1035	0,0910	0,1407	-0,2990	0,5410	1,3588
	END	55	0,6448	0,6534	0,1705	0,2919	0,9322	0,2644
Brasil	EV/AT	461	1,0324	0,7643	0,7389	-0,1281	3,7356	0,7157
	CONC	461	0,3748	0,3154	0,2456	0,0014	1,0000	0,6552
	TAM	461	0,0569	0,0630	0,1583	-2,3730	0,6270	2,7829
	ROIC	461	0,0340	0,0805	0,3939	-3,8811	2,0064	11,5721
	END	461	0,5512	0,5545	0,1816	0,0131	0,9688	0,3296
Chile	EV/AT	570	0,8248	0,7349	0,5076	-0,3901	3,8708	0,6154
	CONC	570	0,3551	0,3303	0,1839	0,0471	0,9449	0,5180
	TAM	570	6,1561	6,1405	1,9599	1,5412	10,9347	0,3184
	ROIC	570	0,0556	0,0451	0,1775	-0,4710	3,3260	3,1924
	END	570	0,4448	0,4529	0,1913	0,0014	0,8823	0,4300
Colômbia	EV/AT	22	0,6452	0,5511	0,4125	0,0750	1,5803	0,6394
	CONC	22	0,4162	0,3534	0,2084	0,1685	0,8849	0,5006
	TAM	22	6,7979	6,3414	2,0670	2,8154	10,6070	0,3041
	ROIC	22	0,0604	0,0410	0,0541	-0,0022	0,1856	0,8965
	END	22	0,4286	0,3965	0,1590	0,1080	0,6998	0,3710
México	EV/AT	172	1,2987	1,1420	0,7133	0,2530	3,7627	0,5492
	CONC	172	0,4352	0,4193	0,2168	0,0622	0,9999	0,4982
	TAM	172	7,4926	7,4685	1,4870	3,4935	11,3691	0,1985
	ROIC	172	0,0801	0,0690	0,0652	-0,2680	0,4060	0,8136
	END	172	0,5167	0,4886	0,1757	0,1236	0,9232	0,3401
Peru	EV/AT	25	1,0034	0,9377	0,6296	0,0602	3,1825	0,6275
	CONC	25	0,4132	0,3908	0,2781	0,0618	1,0000	0,6731
	TAM	25	6,4981	6,9101	1,4311	3,4563	8,0609	0,2202
	ROIC	25	0,0827	0,0800	0,1018	-0,2580	0,2910	1,2301
	END	25	0,4369	0,4709	0,1685	0,0436	0,6722	0,3858
América Latina	EV/AT	1305	0,9803	0,7849	0,6617	-0,3901	3,8708	0,6750
	CONC	1305	0,3860	0,3433	0,2209	0,0014	1,0000	0,5722
	TAM	1305	6,7349	6,7899	1,8220	1,5412	12,6965	0,2705
	ROIC	1305	0,0619	0,0570	0,1561	-2,3730	3,3260	2,5207
	END	1305	0,4998	0,5042	0,1927	0,0014	0,9688	0,3855

Nota: *EV/AT* = *enterprise value* escalonado pelo ativo total. *CONC* = proporção de ações com direito de voto do maior acionista. *TAM* = Logaritmo natural do ativo total. *ROIC* = retorno sobre o capital investido (lucro operacional líquido dividido pela soma entre patrimônio líquido e passivo oneroso). *END* = passivo exigível escalonado pelo ativo total.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 3, investiga-se a relação entre *EV/AT* e *CONC* por meio da estimação da Equação (1) pelo Sis-GMM. Os resultados da primeira especificação, que ainda não considerada a instabilidade econômica, indicam que a concentração no controle reduz

Tabela 2 – Matriz de Correlação – Coeficiente de Pearson (Variáveis Contínuas)

	EV/AT	CONC	TAM	ROIC	END
EV/AT	1,0000				
CONC	-0,1333***	1,0000			
TAM	0,0978***	-0,0169	1,0000		
ROIC	0,1906***	0,0775***	0,0080	1,0000	
END	0,0125	0,0198	0,3478***	-0,0294	1,0000

Nota: EV/AT = *enterprise value* escalonado pelo ativo total. $CONC$ = proporção de ações com direito de voto do maior acionista. TAM = Logaritmo natural do ativo total. $ROIC$ = retorno sobre o capital investido (lucro operacional líquido dividido pela soma entre patrimônio líquido e passivo oneroso). END = passivo exigível escalonado pelo ativo total. *, **, e *** denotam significância estatística a nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

o valor de mercado empresarial. Tal evidência é consistente com a hipótese do efeito-entrenchamento de Claessens et al. (2002) e corrobora os resultados de Caixe e Krauter (2013) e Marques, Guimarães e Peixoto (2015).

Nas colunas (2), (3) e (4) da Tabela 3, o coeficiente da variável $CONC$ é estimado, separadamente, para companhias que operavam em ambientes com baixa e alta instabilidade econômica. Os coeficientes de e apontam que o impacto negativo da concentração nos direitos de voto sobre o valor de mercado empresarial se mantém somente em momentos de alta instabilidade econômica, considerando todas as medidas de instabilidade econômica

Tabela 3 – Relação entre concentração de controle e valor de mercado (Sis-GMM)

	(1)	(2)	(3)	(4)
$(EV_t / AT_t)_{t-1}$	0,466*** (0,094)	0,458*** (0,094)	0,458*** (0,095)	0,481*** (0,097)
$CONC_t$	-0,238** (0,119)			
$CONC_t \times INST_{High}$		-0,280** (0,126)	-0,279** (0,125)	-0,019 (0,233)
$CONC_t \times INST_{Low}$		-0,023 (0,156)	-0,021 (0,157)	0,390 (0,509)
TAM_t	0,111** (0,045)	0,066* (0,036)	0,065* (0,036)	0,045* (0,032)
$ROIC_t$	0,149 (0,130)	0,093 (0,124)	0,094 (0,124)	0,077 (0,109)
END_t	-0,251 (0,167)	-0,185 (0,164)	-0,177 (0,166)	-0,463 (0,324)
ADR_t	0,346 (0,390)	0,534 (0,333)	0,542 (0,338)	-0,058 (0,184)
$INDIV_t$	0,406 (0,203)	0,425 (0,166)	0,430 (0,169)	0,532** (0,182)
EST_t	-0,977 (0,795)	-0,663 (0,477)	-0,651 (0,473)	-0,556 (0,491)
$INSTIT_t$	-0,096 (0,091)	-0,085 (0,089)	-0,087 (0,089)	-0,062 (0,093)
Efeitos Fixos da Firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos do Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Medida de instabilidade	-	Rating	Volatilidade	PIB per capita
Nº de Observações	1.082	1.082	1.082	1.082
Nº de Instrumentos	145	162	162	162

AR (1) – p-value	0,002	0,001	0,001	0,002
AR (2) – p-value	0,274	0,234	0,234	0,214
J Hansen Test – p-value	0,291	0,176	0,170	0,160

Nota: A variável dependente é o *enterprise value* escalonado pelo ativo total (*EV/AT*). *CONC* é a proporção de ações com direito de voto do maior acionista. *INST_{High}* e *INST_{Low}* são *dummies* de alta e baixa instabilidade econômica, respectivamente. *TAM* é o logaritmo natural do ativo total. *ROIC* é retorno sobre o capital investido. *ADR* é a dummy de emissão de *ADR*. *END* é o endividamento. *INDIV*, *EST* e *INSTIT* são *dummies* de controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Coeficientes são estimados pelo Sis-GMM em duas etapas com correção de Windmeijer (2005). São apresentados testes de autocorrelação dos resíduos de Arellano e Bond de primeira e segunda ordem - AR(1) e AR(2); e Teste J de Hansen (1982) para validade dos instrumentos. Erros-padrão entre parênteses.

*, **, e *** denotam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

propostas, exceto para o PIB *per capita* (ver coluna 4) – onde o coeficiente das variáveis não é estatisticamente significativo para explicar o valor de mercado da firma. Esses resultados sugerem, portanto, que as variáveis *rating* de risco e volatilidade do mercado, representantes do ambiente econômico dos países, são importantes para o entendimento da relação entre a estrutura de controle e o desempenho empresarial. Mais especificamente, pode-se sugerir que a instabilidade econômica, ao aumentar a incerteza em relação ao desempenho futuro da companhia, possivelmente induz os acionistas controladores a buscarem seus benefícios privados e não a maximização do valor de mercado corporativo.

É válido destacar-se ainda que, em todas as especificações testadas, a primeira defasagem da variável resposta [] influencia positivamente o valor de mercado empresarial, como em Caixe e Krauter (2013; 2014). Tal resultado fortalece a importância da utilização de modelos dinâmicos nos estudos de finanças corporativas, mostrando que especificações estáticas podem estar sujeitas ao viés de omissão de variáveis relevantes (Wintoki, Linck, & Netter, 2012). Além de , a variável tamanho da firma () também apresenta coeficiente positivo e significativo a pelo menos 90% de confiança, em todas as colunas da Tabela 3, sinalizando que as empresas de maior porte tendem a ter maior valor de mercado e, portanto, confirmando os resultados apontados por Himmelberg, Hubbard e Palia (1999).

A robustez das estimações do Sis-GMM depende da validade dos instrumentos utilizados. Os *p*-valores do teste de Arellano e Bond (1991) não rejeitam a hipótese de autocorrelação dos resíduos de segunda ordem, indicando que os instrumentos são exógenos. Por sua vez, os *p*-valores do teste Hansen (1982) não rejeitam a hipótese de que os instrumentos do Sis-GMM são válidos.

Por fim, é importante ressaltar que foram ainda testados modelos estimados por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e Efeitos Fixos (EF) – ver tabelas A.1 e A.2 do Apêndice A. Os resultados das estimações em MQO revelam que as variáveis *CONC*, e não apresentam coeficiente estatisticamente significativo para explicar o valor de mercado da firma, considerando as diferentes *proxies* para instabilidade econômica. Por outro lado, as estimações em Efeitos Fixos demonstram que com sinal positivo, considerando como medida de instabilidade econômica o *rating* de risco; e a variável com sinal negativo, considerando o PIB *per capita* dos países como medida de instabilidade econômica. Esses resultados corroboram a hipótese de pesquisa proposta, alinhando-se com o entendimento de que períodos de maior instabilidade econômica potencializam os efeitos negativo da concentração de controle sobre o valor de mercado da firma.

Todavia, como discutido na Seção 3.2.1, torna-se oportuno reiterar que MQO e EF não são estimadores de modelos dinâmicos e, portanto, seus resultados devem ser analisados com cautela. Estudos, como os de Schultz, Tan e Walsh (2010), Wintoki et al. (2012) e Ullah, Akhtar e Zaefarian (2018), também obtiveram resultados distintos para estimações em GMM, MQO e EF. Assim como esses autores, atribuímos como determinantes de tais

diferenças – entre os resultados empíricos apresentados na Tabela 3 e no Apêndice A – problemas de endogeneidade, que não são controlados pelos estimadores de MQO e EF.

BBR
16,4

5. CONCLUSÕES

Este estudo investiga a relação entre concentração de controle e valor de mercado de 341 empresas latino-americanas, e se tal relacionamento poderia ser moderado por características relativas ao ambiente econômico no qual as companhias estão inseridas. Os resultados, em geral, mostram que a participação do maior acionista nos direitos de voto diminui o valor de mercado da firma – alinhando-se à perspectiva do efeito entrincheiramento (Claessens et al., 2002). Além disso, o presente estudo apresenta evidências de que o impacto negativo da estrutura de controle no desempenho empresarial ocorre apenas em momentos de maior instabilidade econômica dos países.

Em posse desses resultados, reforçam-se os efeitos prejudiciais da concentração nos direitos de voto sobre o valor de mercado da firma em mercados emergentes. Assim, diante de um cenário de recessão econômica, levantam-se indícios de que acionistas controladores poderiam agir ainda mais fortemente guiados por seus interesses próprios, devido ao aumento da incerteza em relação ao desempenho futuro das empresas. O comportamento oportunístico de acionistas controladores em períodos de elevada instabilidade econômica poderia ocorrer, entre outros exemplos, por meio da extração de benefícios privados de controle, favorecendo o aumento de transações com partes relacionadas, o gerenciamento de resultados e a utilização de informações privilegiadas. Portanto, reitera-se sobre a importância de melhorias nos modelos de governança de companhias latino-americanas, que, além de apresentarem elevada concentração no controle e baixo *enforcement* legal na proteção aos acionistas minoritários, atuam em países com maior instabilidade econômica.

A presente pesquisa acrescenta novas evidências empíricas à literatura de finanças ao levantar discussões acerca do papel do ambiente econômico na relação entre a concentração de controle e o valor de mercado das empresas oriundas de mercados emergentes. Destaca-se, porém, que os resultados devem ser encarados com cuidado, uma vez que a classificação proposta para as economias entre “baixa” e “alta” instabilidade é limitada aos países e períodos analisados. Vislumbra-se, portanto, o desenvolvimento de outros estudos capazes de examinar a relação entre estrutura de propriedade/controlado e desempenho empresarial em outros momentos de instabilidade econômica, com diferentes *proxies* capazes de capturar esse efeito. A crise financeira de 2008-2009, por exemplo, que afetou diversas economias, pode ser explorada por pesquisas futuras, com o objetivo de subsidiar as discussões apresentadas neste artigo.

REFERÊNCIAS

- Abugri, B. A. (2008). Empirical relationship between macroeconomic volatility and stock returns: Evidence from Latin American markets. *International Review of Financial Analysis*, 17(1), 396-410.
- Ali, A., & Rehman, H. U. (2015). Macroeconomic instability and its impact on gross domestic product: an empirical analysis of Pakistan. *Pakistan Economic and Social Review*, 53(2), 285-316.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Baek, J. S., Kang, J. K., & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115-143.
- Braouezec, Y. (2009). Financing constraint, over-investment and market-to-book ratio. *Finance Research Letters*, 6(1), 13-22.

411

- 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.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014). The relation between corporate governance and market value: mitigating endogeneity problems. *Brazilian Business Review*, 11(1), 90-110.
- Cho, H., & Pucik, V. (2005). Relationship between innovativeness, quality, growth, profitability, and market value. *Strategic Management Journal*, 26(6), 555-575.
- Choi, J., Kim, J., & Lee, J. J. (2011). Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Claessens, S., & Yurtoglu, B. B. (2013). Corporate governance in emerging markets: a survey. *Emerging Markets Review*, 15(2), 1-33.
- Coles, J. L., Lemmon, M. L., & Meschke, J. F. (2012). Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 103(1), 149-168.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2015). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30.
- Daft, R. L., Murphy, J., & Willmott, H. (2010). *Organization theory and design*. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Dami, A. B. T., Rogers, P., & Ribeiro, K. C. de S. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), 21-30.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.
- Dyck, A., & Zingales, L. (2004). Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, 59(2), 537-600.
- Fahlenbrach, R., & Stulz, R. M. (2009). Managerial ownership dynamics and firm value. *Journal of Financial Economics*, 92(3), 342-361.
- Farooq, O., & Zaroauli, I. (2016). Financial centers and ownership concentration: when is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 38(1), 236-245.
- Flannery, M. J., & Hankins, K. W. H. (2013). Estimating dynamic panel models in corporate finance. *Journal of Corporate Finance*, 19(1), 1-19.
- Gugler, K., Mueller, D. C., & Yurtoglu, B. B. (2008). Insider ownership, ownership concentration and investment performance: An international comparison. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 688-705.
- Hansen, L. P. (1982). Large sample properties of generalized method of moments estimators. *Journal of the Econometric Society*, 50(4), 1029-1054.
- Himmelberg, C. P., Hubbard, R. G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and link between ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Jensen, M. C. (1983). Organization theory and methodology. *Accounting Review*, 58(2), 319-339.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3), 8-21.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Klomp, J., & Haan, J. (2009). Political institutions and economic volatility. *European Journal of Political Economy*, 25(3), 311-326.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lang, M. H., Lins, K. V., & Miller, D. P. (2003). ADRs, analysts, and accuracy: Does cross listing in the United States improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research*, 41(2), 317-345.
- Lemmon, M. L., & Lins, K. V. (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance*, 58(4), 1445-1468.
- Li, K. et al. (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance: Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, 41(1), 165-175.

- Lin, C., & Chuang, C. (2011). Principal-principal conflicts and IPO pricing in an emerging economy. *Corporate Governance: An International Review*, 19(6), 585-600.
- Lins, K. V. (2003). Equity ownership and firm value in emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159-184.
- Luitel, P., Vanpeé, R., & Moor, L. (2016). Pernicious effects: How the credit rating agencies disadvantage emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 38(1), 286-298.
- Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 293-315.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., & Rocha K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Pearson, C. M., & Clair, J. A. (1998). Reframing crisis management. *Academy of Management Review*, 23(1), 59-76.
- Penman, S. H., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007). The book-to-price effect in stock returns: accounting for leverage. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 427-467.
- Raddatz, C. (2007). Are external shocks responsible for the instability of output in low-income countries? *Journal of Development Economics*, 84(1), 155-187.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in empirical corporate finance. In G.M. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.). *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 493-572). Amsterdam: Elsevier.
- Roodman, D. (2006). *How to do xtabond2: An introduction to "Difference" and "System" GMM in Stata*. Washington, DC: Center for Global Development. (Working Paper n. 103).
- Roodman, D. (2009). A note on the theme of too many instruments. *Oxford Bulletin of Economic and Statistics*, 71(1), 135-158.
- Ross, S. A. (1973). The economic theory of agency: the principal's problem. *American Economic Review*, 63(2), 134-139.
- Schermerhorn, J. R., Jr. (1999). *Administração* (5 ed.). Rio de Janeiro: LTC Editora.
- Schultz, E. L., Tan, D. T., & Walsh, K. D. (2010). Endogeneity and the corporate governance – performance relation. *Australian Journal of Management*, 35(2), 145-163.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Silva, A., Weffort, E. F. J., Flores, E. S., & Silva, G. P. (2014). Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-283.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), 51-66.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: financing policies and market of corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20(1), 25-54.
- Tam, O. K., & Tan, M. G. (2007). Ownership, governance and firm performance in Malaysia. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 208-222.
- Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, 71(1), 69-78.
- Wang, K., & Shailer, G. (2015). Ownership Concentration and Firm Performance in Emerging Markets: A Meta-Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(2), 199-229.
- Windmeijer, F. (2005). A finite sample correction for the variance of linear efficient two-step GMM estimators. *Journal of Econometrics*, 126(1), 25-51.
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581-606.
- Xia, F., & Walker, G. (2015). How much does owner type matter for firm performance? Manufacturing firms in China 1998-2007. *Strategic Management Journal*, 36(4), 576-585.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220.

APÊNDICE A – TESTES ADICIONAIS

Tabela A.1 – Relação entre concentração de controle e valor de mercado (MQO)

	(1)	(2)	(3)	(4)
$(EV_t / AT_t)_{(t-1)}$	0,627*** (0,084)	0,627*** (0,084)	0,627*** (0,084)	0,631*** (0,083)
$CONC_t$	-0,068 (0,063)			
$CONC_t \times INST_{High}$		-0,049 (0,069)	-0,047 (0,069)	-0,054 (0,034)
$CONC_t \times INST_{Low}$		-0,090 (0,071)	-0,091 (0,072)	-0,094 (0,083)
TAM_t	-0,006 (0,007)	-0,006 (0,007)	-0,006 (0,007)	-0,006 (0,007)
$ROIC_t$	0,318 (0,242)	0,320 (0,241)	0,320 (0,241)	0,309 (0,239)
END_t	0,042 (0,093)	0,031 (0,098)	0,030 (0,098)	0,043 (0,093)
ADR_t	0,069 (0,045)	0,069 (0,045)	0,069 (0,045)	0,069 (0,046)
$INDIV_t$	0,038 (0,062)	0,041 (0,062)	0,042 (0,062)	0,033 (0,060)
EST_t	0,027 (0,047)	0,024 (0,049)	0,026 (0,048)	0,002 (0,047)
$INSTIT_t$	-0,004 (0,025)	-0,001 (0,026)	-0,001 (0,026)	0,001 (0,026)
Efeitos Fixos da Firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos do Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Medida de instabilidade	-	Rating	Volatilidade	PIB per capita
Nº de Observações	1.305	1.305	1.305	1.305

Nota: A variável dependente é o *enterprise value* escalonado pelo ativo total (EV/AT). $CONC$ é a proporção de ações com direito de voto do maior acionista. $INST_{High}$ e $INST_{Low}$ são dummies de alta e baixa instabilidade econômica, respectivamente. TAM é o logaritmo natural do ativo total. $ROIC$ é retorno sobre o capital investido. ADR é a dummy de emissão de ADR . END é o endividamento. $INDIV$, EST e $INSTIT$ são dummies de controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Erros-padrão robustos entre parênteses. *, **, e *** denotam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Tabela A.2 – Relação entre concentração de controle e valor de mercado (EF)

	(1)	(2)	(3)	(4)
$(EV_t / AT_t)_{(t-1)}$	0,261*** (0,073)	0,260*** (0,073)	0,260*** (0,073)	0,260*** (0,073)
$CONC_t$	0,223 (0,258)			
$CONC_t \times INST_{High}$		0,153 (0,430)	0,175 (0,409)	-0,007* (0,056)
$CONC_t \times INST_{Low}$		0,293* (0,163)	0,271 (0,167)	0,122 (0,135)
TAM_t	-0,252*** (0,073)	-0,250*** (0,072)	-0,251*** (0,072)	-0,252*** (0,071)
$ROIC_t$	0,044 (0,161)	0,046 (0,161)	0,045 (0,161)	0,041 (0,160)
END_t	0,015 (0,254)	0,017 (0,255)	0,016 (0,255)	0,010 (0,254)
ADR_t	-0,148* (0,088)	-0,142 (0,089)	-0,144 (0,089)	-0,132* (0,077)
$INDIV_t$	0,024 (0,062)	0,024 (0,061)	0,024 (0,061)	0,027 (0,061)
EST_t	-0,148* (0,076)	-0,164 (0,110)	-0,159 (0,105)	-0,199*** (0,042)
$INSTIT_t$	-0,086 (0,060)	-0,087 (0,060)	-0,087 (0,061)	-0,084 (0,060)
Efeitos Fixos da Firma	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeitos Fixos do Tempo	Sim	Sim	Sim	Sim
Medida de instabilidade	-	Rating	Volatilidade	PIB per capita
Nº de Observações	1.305	1.305	1.305	1.305

Nota: A variável dependente é o *enterprise value* escalonado pelo ativo total (EV/AT). $CONC$ é a proporção de ações com direito de voto do maior acionista. $INST_{High}$ e $INST_{Low}$ são *dummies* de alta e baixa instabilidade econômica, respectivamente. TAM é o logaritmo natural do ativo total. $ROIC$ é retorno sobre o capital investido. ADR é a dummy de emissão de ADR . END é o endividamento. $INDIV$, EST e $INSTIT$ são *dummies* de controle individual, estatal e institucional, respectivamente. Erros-padrão robustos entre parênteses. *, **, e *** denotam significância estatística de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.