

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras



**ANÁLISE EMPÍRICA DA ASSOCIAÇÃO ENTRE  
INVESTIDORES ESTRANGEIROS E GOVERNANÇA  
CORPORATIVA NAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

**EMPIRICAL ANALYSIS OF THE ASSOCIATION  
BETWEEN FOREIGN INVESTORS AND CORPORATE  
GOVERNANCE IN BRAILIAN COMPANIES**

**ANÁLISIS EMPÍRICO DE LA ASOCIACIÓN ENTRE  
INVERSIONISTAS EXTRANJEROS Y GOBIERNO  
CORPORATIVO EN EMPRESAS BRASILÑAS**

**Eline de Almeida Campos**

<https://orcid.org/0000-0002-4472-7717>

Graduada em Ciências Contábeis (UFES)

E-mail: [eline-d2@hotmail.com](mailto:eline-d2@hotmail.com)

**Camilla dos Santos Ribeiro**

<https://orcid.org/0000-0002-7125-4193>

Graduada em Ciências Contábeis (UFES)

E-mail: [ribeiro.camilla@hotmail.com.br](mailto:ribeiro.camilla@hotmail.com.br)

**Patricia Maria Bortolon**

<https://orcid.org/0000-0001-8087-3837>

Professora do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCON/UFES)

Professora do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCC/UFRJ)

Doutora em Administração de Empresas pela COPPEAD/UFRJ

E-mail: [patricia.bortolon@ufes.br](mailto:patricia.bortolon@ufes.br)

## **RESUMO**

Com o objetivo de maior transparência e garantia dos direitos dos acionistas, a governança corporativa tem sido elemento de suma importância para as empresas de capital aberto. Considerando a relevante participação dos investidores estrangeiros no mercado brasileiro, segundo os dados da Brasil, Bolsa e Balcão (B3), este estudo investigou se os investidores estrangeiros levam em consideração o nível de governança corporativa ao decidir investir em empresas brasileiras listadas na bolsa. Analisando 174 empresas listadas na B3 no ano de 2017,

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

por meio de testes de diferença de média e testes *Logit*, esta pesquisa mostra que há relação estatisticamente significativa entre a presença de investidor estrangeiro entre os principais acionistas das empresas e melhores índices de governança corporativa. Pode-se então, auferir que os investidores estrangeiros levam em consideração a governança corporativa das empresas na decisão de aplicação de capital no mercado brasileiro. Os resultados encontrados podem motivar as empresas a investirem em melhores práticas de governança corporativa.

**Palavras-Chave:** Governança corporativa; Investidor estrangeiro; Mercado brasileiro.

### ABSTRACT

With the objective of improve transparency and guarantee of shareholders' rights, Corporate governance has been an extremely important element for publicly traded companies. Considering the large participation of foreign investors in the Brazilian market, this study sought to determine if they prefer to invest in companies with better corporate governance practices. Analyzing 174 companies listed in B3 in 2017, through mean difference tests and *Logit* models, this research found that there is a statistically significant relationship between the presence of foreign investors among the main shareholders of companies and higher scores in a broad corporate governance index. From this result, it can be inferred that foreign investors take into account the corporate governance of the companies in the decision to invest in the Brazilian market. This evidence can motivate companies to invest in better corporate governance practices.

**Keywords:** Corporate governance; Foreign investors; Brazilian market.

### RESUMEN

Con el objetivo de una mayor transparencia y garantía de los derechos de los accionistas, el gobierno corporativo ha sido un elemento de suma importancia para las empresas que cotizan en bolsa. Considerando la participación relevante de inversionistas extranjeros en el mercado brasileño, según datos de Brasil, Bolsa y Balcão (B3), este estudio investigó si los inversionistas extranjeros toman en cuenta el nivel de gobierno corporativo al decidir invertir en empresas brasileñas que cotizan en bolsa. Analizando 174 empresas listadas en B3 en 2017, utilizando pruebas de diferencia de medias y pruebas *Logit*, esta investigación muestra que existe una relación estadísticamente significativa entre la presencia de inversionistas extranjeros entre los principales accionistas de las empresas y los mejores índices de gobierno corporativo. Se observa entonces que los inversionistas extranjeros toman en cuenta el gobierno corporativo al decidir si invierten capital en el mercado brasileño. Los resultados encontrados pueden influir en la motivación de las empresas para invertir en mejores prácticas de gobierno corporativo.

**Palabras-clave:** Gobierno corporativo; Inversor extranjero; Mercado brasileño.

## 1. INTRODUÇÃO

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa é um sistema que busca a maximização do valor da empresa, bem como sua longevidade (IBGC, 2015, p. 20). Para tal, os mecanismos de governança buscam garantir a transparência nas ações dos gestores, a concretização dos direitos dos acionistas e a adequada prestação de contas.

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

Analisando a constituição das práticas de governança corporativa dentro dos diversos mercados de capitais no mundo, destaca-se a importância das bases legais *common law e code law* na estruturação desses mercados. La Porta *et al.* (1997) concluíram que o ambiente legal em que a economia se desenvolve influencia na extensão do seu mercado de capitais, constatando que países *code law* tem uma proteção mais fraca aos acionistas minoritários apresentando um mercado com alta concentração acionária.

Com base legal *code law*, os conflitos mais frequentes no Brasil são entre os acionistas minoritários e os acionistas majoritários, devido ao fato de que a figura do acionista controlador ainda é bastante comum no Brasil, diferente de outros países *common law* onde a participação acionária se apresenta de forma pulverizada. Consequentemente, as práticas de governança corporativa adotadas no Brasil visam principalmente a resolução desses conflitos.

A governança corporativa destaca-se como instrumento útil e relevante para aumento do desempenho das empresas, considerando que seus mecanismos buscam acrescentar mais valor às empresas, tornando-as mais atrativas para os investidores. Em pesquisas realizadas sob este âmbito Lameira *et. al* (2007) encontraram resultados positivos entre melhores práticas de governança corporativa e aumento no valor das ações em empresas de capital aberto listadas na bolsa, já Catapan, Colauto e Barros (2013) não encontram resultados significativos ao relacionarem esses dois temas.

A governança corporativa assume papel relevante na captação de recursos pois tem influência na confiança do mercado em relação à empresa, a partir do desempenho alcançado pelas empresas e da segurança que estas transmitem aos investidores e aos credores. Ao investigar a relação entre a estrutura de capital e a aplicação de práticas de governança corporativa, Silveira, Perobelli e Barros (2008) destacam que empresas com melhores índices de governança apresentam condições mais favoráveis à captação de recursos externos.

Aggarwal, Klapper, e Waddock (2005) explicam que empresas em países emergentes veem o acesso aos investidores estrangeiros como uma forma de valorizar e dar maior liquidez às suas ações. O aumento na demanda por suas ações também leva a uma diminuição no custo de capital da firma tornando-as mais competitivas no mercado global. A literatura também apresenta evidências de que a qualidade da governança corporativa está associada ao investimento estrangeiro (AGGARWAL *et al.*, 2011; AGYEMANG *et al.*, CHAUHAN, KUMAR, 2019; FERREIRA, MATOS, 2008; MILETKOV, POULSEN E WINTOKI, 2014).

Segundo dados divulgados pelo Banco Central do Brasil no Relatório de Investimento Direto no País (2018) referentes aos anos de 2010 a 2016, o fluxo de investimentos direto estrangeiro chegou a atingir neste período 26,2% do PIB brasileiro. O relatório também dispõe informações sobre as características desses investimentos, evidenciando que a Europa é a região que mais participa do investimento direto no Brasil e o setor que mais recebe investimento é o de serviços.

Sobre o investimento estrangeiro (IE) na bolsa de valores brasileira, a B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) disponibiliza dados mais recentes sobre o fluxo de investimentos em companhias de capital aberto listadas. Segundo esses dados, os investidores estrangeiros foram responsáveis por 61,3% do volume total da oferta nas distribuições públicas no ano de 2017. No mês de maio de 2018 os investidores estrangeiros tiveram participação média de 38% no volume total, tanto referente às compras quanto às vendas de ações. Esses dados corroboram para o reconhecimento da posição e da importância do investidor estrangeiro dentro do mercado brasileiro.

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

Dentro do contexto de captação de recursos, ao se analisar o comportamento dos investimentos na bolsa de valores brasileira, a Brasil, Bolsa e Balcão (B3) de janeiro até novembro de 2018, destaca-se que cerca de 24,17% das compras de ações são de investidores estrangeiros (IEs) (BM&FBOVESPA, 2018). Ao investirem em países emergentes como o Brasil, os estrangeiros buscam diversificar suas carteiras de investimentos, enquanto as economias emergentes se beneficiam desse capital para financiar seu crescimento econômico (FRANZEN *et.al*, 2009).

Considerando que a Governança Corporativa detém mecanismos que buscam a maximização do desempenho econômico-financeiro da empresa e que esta pode impactar na captação de recursos externos, busca-se neste artigo responder a seguinte pergunta de pesquisa: **os investidores estrangeiros levam em consideração o nível de governança corporativa ao decidir investir em empresas brasileiras listadas na Bovespa?**

A pesquisa contribui para a literatura sobre o tema trazendo evidências de um mercado pouco explorado e com características diversas dos usualmente investigados nos artigos internacionais. O mercado brasileiro apresenta concentração de controle e estruturas de propriedade que favorecem os desvios de direitos, contextos que podem influenciar de forma diversa o comportamento de investidores estrangeiros. Na literatura nacional o tema é também pouco explorado. Segundo pesquisa realizada no site scielo.org.br apenas cinco trabalhos nacionais foram publicados entre 2005 e 2020 sobre o tema investidor estrangeiro, porém, nenhum o relaciona com a governança corporativa.

Essa pesquisa justifica-se principalmente pela representatividade média de 30% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018) na participação de investidores estrangeiros na Bovespa nos últimos anos. O mercado de capitais brasileiro, e em especial o mercado de ações, são ainda considerados pouco desenvolvidos. A participação do capital estrangeiro traz recursos e liquidez a esse mercado e, portanto, entender os fatores que favorecem sua participação podem representar uma importante contribuição prática do estudo.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O IBGC conceitua a Governança Corporativa como um sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgão de fiscalização e controle e demais partes interessadas (IBGC, 2015).

A Teoria da Agência desenvolvida por (Jensen; Meckling, 1976) descreve como a assimetria informacional, oriunda da separação entre propriedade e gestão, gera os conflitos de interesses e os custos de agência que são a base para o desenvolvimento da governança corporativa. Segundo Rogers e Ribeiro (2016, p.19), a qualidade da governança diz respeito à eficiência dos mecanismos de redução dos conflitos de agência (CORREA; AMARAL; LOUVET, 2011).

Soluções para o problema de agência podem vir de práticas de governança corporativa implementadas nas empresas, mas também pelo ambiente legal em que se inserem. Schiehl; Martins (2016) revisam a literatura sobre governança e desempenho ressaltando as diferentes investigações nos níveis dos países e firmas e as possíveis interações entre as mesmas.

### 2.1.1 Governança Corporativa e o Ambiente Legal

La Porta et al. (1998) analisam o ambiente legal e a proteção aos direitos de acionistas e credores em 49 países. Os autores sugerem três grupos: os países com sistema *common law*, com maior proteção aos direitos dos fornecedores de capital; os países com sistema *civil law* com menor proteção; e os países com código legal germânico e escandinavo com nível intermediário. O sistema *common law* é predominante em países como Grã-Bretanha, EUA, Canadá, Austrália, Nova Zelândia, onde a flexibilidade é maior uma vez que a aplicação das regras pode resultar do julgamento de princípios a serem seguidos, e não somente ao que está codificado em leis. Dentro deste ambiente, prevalece a essência sobre a forma jurídica (Niyama, 2005). O *code law* é predominante em países como França, Espanha e Japão, onde o sistema é regido por normas pré estabelecidas, dificultando na flexibilidade da elaboração e apresentação das demonstrações financeiras das empresas.

La Porta, Lopez-De-Silanes, e Shleifer (1999) ao investigar a estrutura de propriedade em 27 países, mostram que a estrutura dispersa preconizada por Berle e Means (1984) não é a regra. Com exceção de economias com muito boa proteção aos direitos dos acionistas, nas demais predominam o controle concentrado em poucos acionistas (com frequência famílias e governos), e em estruturas que permitem o excesso de poder em relação aos direitos sobre o caixa (desvio de direitos).

A governança ao nível do país influencia as práticas adotadas pelas empresas, impactando o desempenho e o valor. Klapper e Love (2004) analisam 14 economias emergentes e encontram relação entre boa governança e melhor desempenho e valor, sendo as práticas de governança no nível da firma mais relevantes para aquelas inseridas em ambientes legais fracos. Aguilera e Jackson (2003) também indicam que a adoção de melhores práticas de governança gera incremento no desempenho empresarial, podendo ser medido sob a perspectivas de três aspectos: econômico, operacional e um terceiro baseado no valor de mercado.

O ambiente legal influencia também a transparência das informações. Segundo Ali e Hwang (2000), diferenças na relevância da informação contábil podem ser geradas pela diferença no ambiente institucional dos países. De acordo com Niyama (2005), a base legal de um país é um dos fatores que muito contribui para a forma em que as empresas apresentam suas informações financeiras.

### 2.1.2 Governança Corporativa e as Firmas

O sistema de governança de uma firma é composto por mecanismos internos (conselho de administração, sistema de remuneração, controles internos e auditorias, estrutura de propriedade) e mecanismos externos (mercado de aquisições hostis, proteção legal aos investidores, competição nos mercados de trabalho e produtos, fiscalização por agentes do mercado) (Silveira, 2015, p. 36).

A análise da qualidade das práticas de governança de uma firma envolve observar os mecanismos adotados pela mesma. Na literatura sobre governança é comum a utilização de índices de governança para capturar essa qualidade. Gompers, Ishii, e Metrick (2003) constroem um “Índice de Governança” com 24 regras, e analisando 1500 firmas americanas durante os anos 90, concluem que as com maior proteção aos direitos dos acionistas têm maiores lucro, valor e crescimento das vendas; e menores investimento e aquisições.

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

Um mesmo índice de governança, entretanto, pode não ser adequado para todos os países. Black, de Carvalho, e Gorga (2012) mostram que o índice construído para o Brasil, bem como os subíndices para estrutura de propriedade, conselhos e direitos dos acionistas minoritários, preveem maior Q de Tobin. Entretanto, ao analisarem a Índia, Coreia e Rússia, observam que as características desses países influenciam que aspectos de governança tem relação com o valor da firma.

No Brasil, Carvalhal da Silva e Leal (2005) desenvolvem um índice com 15 quesitos, e mostram uma relação positiva e significativa entre melhor governança e desempenho (retorno sobre ativo), entretanto, a relação com o Q de Tobin, apesar de positiva não foi estatisticamente significativa. Mais tarde, o índice foi ampliado para 24 quesitos Silveira, Leal, e Carvalhal-da-Silva (2009).

Com a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa pela B3 em 2001, a listagem nos diversos segmentos e o consequente cumprimento das exigências de governança de cada nível, sinalizam para o mercado a qualidade da governança das firmas. Assim, estar listada nos níveis 1, 2 ou Novo Mercado, mostram nessa ordem, o maior comprometimento com boas práticas de governança no mercado brasileiro.

A estrutura de propriedade é um tema relevante na literatura de governança corporativa. A concentração de controle é predominante no mundo, conforme mostrado por La Porta *et al.* (1999). Além disso, diversas configurações com o uso de ações sem direito a voto, estruturas piramidais e acordos de acionistas, potencializam os riscos de expropriação de acionistas minoritários com impactos sobre o desempenho e valor. Claessens *et al.* (2002) analisam firmas em oito países do sudeste asiático e mostram que o valor tem relação positiva com a participação total (direitos sobre o caixa) do maior acionista, coerente com o efeito incentivo; entretanto, a relação é negativa quando o direito sobre o controle excede o direito sobre o caixa (desvio de direitos), consistente com o efeito entrincheiramento.

No Brasil, com ambiente legal do tipo *code law*, diversos estudos mostram as características de concentração de controle, uso de ações sem direito a voto e estruturas piramidais, com o resultante desvio de direitos dos principais acionistas. Em geral, as pesquisas mostram relação negativa do desempenho com o desvio de direitos favorecido pelas ações sem direito a voto e estruturas piramidais (ALDRIGHI, MAZZER NETO, 2007; ANDRADE, BRESSAN, E IQUIAPAZA 2015; BORTOLON, 2012; LEAL, DA SILVA 2008).

Leal e Da Silva (2008) chamam a atenção para o fato de que no Brasil o mercado parece não penalizar a presença de um acionista controlador, mas sim o uso de estruturas indiretas de controle. Acrescentam que controladores diretos que compartilham o controle indiretamente são bem avaliados pelo mercado.

## 2.2 INVESTIDORES ESTRANGEIROS

Em muitos mercados emergentes o capital doméstico é insuficiente para sustentar o crescimento das empresas de capital aberto. Esse cenário pode limitar a abertura de capital de empresas e a liquidez do mercado secundário. Os investidores estrangeiros desempenham um importante papel como fornecedores de capital e favorecendo a liquidez dos mercados (ALDRIGHI; CLEARY; VARANASI, 2019). Os investidores estrangeiros podem ser tanto indivíduos, como empresas ou investidores institucionais (IIs), sendo este último o mais

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

frequentemente investigado na literatura. Suas decisões de alocação dependem de fatores tanto no nível dos países quanto no nível das firmas.

Ao analisar as decisões de alocação de fundos de investimentos americanos Aggarwal *et al.* (2005) mostram que os mesmos preferem mercados emergentes com melhores ambiente legal, padrões contábeis e direitos aos acionistas. Alderighi *et al.* (2019) analisam o fluxo de capital estrangeiro em 20 bolsas em mercados emergentes entre 2006 e 2018 e concluem que a remoção de barreiras ao investimento e a adoção de regras estritas de governança corporativa tem uma relação positiva e de longo prazo com a entrada de capital estrangeiro.

Adeoye e Adewale (2007) investigaram a influência dos aspectos macroeconômicos e de governança corporativa, como as políticas governamentais e regras e estatutos não governamentais direcionados ao setor corporativo, sobre a decisão dos investidores estrangeiros de investir capital em países emergentes entre os anos de 1997 a 2002. Encontrou-se relação positiva entre esses fatores, e evidências que o capital estrangeiro em países emergentes traz benefícios como melhores técnicas de gestão e menores custos de produção. Ajide, Adeniyi e Raheem (2014) encontraram resultados semelhantes ao analisarem dados de 27 países da África Subsaariana, evidenciando que países com governos eficientes e estáveis conseguem transformar o capital estrangeiro em crescimento econômico nacional de forma mais significativa.

Com relação às características das firmas investidas a literatura observa tanto características de governança quanto econômico-financeiras, observando-as como determinantes da decisão de investimento e como o investimento estrangeiro impacta as mesmas. O Apêndice A resume os artigos e os diversos países investigados, assim como as principais conclusões.

Na década de 90 houve uma retomada da movimentação de fluxos de capitais internacionais, onde o Brasil ingressou num processo de liberalização, na busca por recursos estrangeiros (VERÍSSIMO; BRITO, 2006). Alguns estudos discorrem sobre quais fatores influenciaram o fluxo de investimento estrangeiros no Brasil durante esse período e as características desses. Mendonça e Pires (2006) apontam a mudança do foco de fluxos de investimentos de portfólio para fluxos para investimento direto estrangeiro. Já Veríssimo e Brito (2006), destacam que apesar das legislações mais liberais empregadas no período, as taxas de juros e do risco-país eram consideradas de maior importância para os investidores.

Ao analisar os fluxos de capitais estrangeiros na Bovespa durante a crise norte-americana de 2008, Quevedo (2009) destaca que os países desenvolvidos retiram grandes quantias dos investimentos nos países emergentes para suprir seus prejuízos domésticos durante as crises. Sendo que, considerando a participação de estrangeiros dentro da economia desses países, Gonçalves Junior e Eid Junior (2016) ressaltam que:

A relevância do tema é evidente – sob a ótica governamental, na elaboração de políticas que ensejem atração e manutenção prolongada de capital externo (em especial em cenários de crise) para o desenvolvimento de um mercado mais eficiente, seguro e equitativo aos seus partícipes (p. 191).

Os investidores estrangeiros, considerando neste caso aqueles sediados em países desenvolvidos, estão estruturados em economias mais estáveis, num mercado onde a governança corporativa e seus mecanismos tendem a ser mais valorizados e praticado

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

efetivamente. Sanvicente (2014) demonstra essa percepção ao ressaltar que o fluxo de capital é um fator importante na alteração do preço de mercado das empresas, tendo em vista que os investidores estrangeiros têm propensão a ser mais informados em relação aos investidores domésticos.

Reconhecendo a relevância do investidor estrangeiro na América Latina, Taira (2012) buscou analisar se a presença deste afeta o ambiente informacional no mercado latino. Os resultados encontrados indicam que a presença do investidor estrangeiro repercute nas informações geradas dentro do mercado em questão, expondo que “O investimento estrangeiro melhora o ambiente de informação.” (TAIRA, 2012, p. 37).

Considerando a literatura apresentada até aqui e as evidências da relação entre características de governança e a decisão de investimento de investidores estrangeiros, esta pesquisa analisa a seguinte hipótese:

*H1: a presença de investidores estrangeiros entre os 3 maiores acionistas de uma firma brasileira listada na B3 está positivamente relacionada à qualidade da sua governança corporativa.*

### 3. METODOLOGIA

Para a investigação da hipótese apresentada são descritos a seguir os procedimentos metodológicos, incluindo a caracterização da pesquisa, composição da amostra, modelo de análise e variáveis instrumentadas.

#### 3.1. CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

De acordo com Nascimento e Souza (2007) o presente estudo utiliza uma abordagem quantitativa, onde se realiza a análise da dados de empresas listadas na B3. Segundo os mesmos autores, o tipo de pesquisa quanto à natureza é a aplicada pois tem o intuito de contribuir para o estudo da governança corporativa e fornecer informação para as empresas que estão em busca de capital, neste caso estrangeiro.

Segundo Gil (2008), no que diz respeito aos procedimentos, esta é uma pesquisa *ex-post-facto*, pois realiza suas análises com os dados das empresas após o investidor estrangeiro estar ou não estabelecido em seu corpo de acionistas. Referente ao objetivo o estudo se caracteriza como uma pesquisa descritiva, pois a pretensão é descrever as características de determinado conjunto de empresas, e ainda estabelecer relações entre as variáveis de governança corporativa e a presença do investidor estrangeiro.

#### 3.2. COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA

A população do estudo é composta pelas 347 empresas ativas com ações negociadas na B3 no ano de 2017. Dessa população foram excluídas empresas do setor financeiro e posteriormente selecionadas empresas que, no ano base de 2017, tenham algum acionista estrangeiro entre os 3 maiores acionistas com ações ordinárias ou entre os 3 maiores acionistas quando observado o total de ações. O grupo de controle é formado por empresas semelhantes às anteriores em tamanho e setor de atuação, e que não tenham entre os 3 maiores acionistas de ações ordinárias ou entre os 3 maiores acionistas totais, investidor estrangeiro. A seleção das comparáveis foi feita por segmento de atuação. Para cada empresa com investidor estrangeiro



Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

buscou-se uma no mesmo setor e que estivesse no mesmo quartil de tamanho, que foi mensurado pelo Ativo Total das empresas. Em 5 casos não existiam comparáveis dentro do mesmo quartil, de acordo com a seleção explicada anteriormente, admitiu-se então empresas comparáveis no limite do quartil seguinte ou anterior.

A tabela 1 a seguir demonstra a seleção das 87 empresas da amostra com participação de estrangeiros e de suas comparáveis que serão utilizadas no estudo. Seis empresas com investidor estrangeiro foram excluídas da amostra. Para quatro empresas não foi possível encontrar empresas comparáveis dentro do setor de atuação destas. Estão nesta situação as empresas LUPATEC, OGX PETROLEO, PETRORIO e CINESYSTEM S.A. Duas exclusões ocorreram pelo fato de as empresas estarem com seus registros cancelados, sendo elas a RJCP e BUETTNER. Os dados utilizados foram levantados no site Comdinheiro, no portal da B3 e nos sites próprios das empresas.

**Tabela 1:** Composição da amostra

	Quantidade de empresas
População	347
Com participação estrangeira entre os 3 maiores acionistas ON/TOTAL	93
Retiradas da amostra	6
Impossibilidade de identificar comparáveis	4
Empresas com registro cancelado	2
Amostra Final	87
Comparáveis	87

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)

### 3.3. MÉTODOS DE ANÁLISE

A investigação da relação entre a presença de investidor estrangeiro e práticas de governança corporativa estabelecida na hipótese do estudo é feita através de análises estatísticas a partir das duas amostras construídas: a das empresas com acionista estrangeiro e as suas comparáveis.

As comparações entre os dois grupos foram feitas com testes de diferenças de médias (teste t de Student) e proporções (teste  $\chi^2$ ), observando-se as variáveis nos dois grupos de análise, com e sem investidor estrangeiro. As premissas de normalidade necessárias aos testes paramétricos adotados são relaxadas em função dos tamanhos das amostras empregadas e a aproximação a normalidade da distribuição das médias amostrais enunciada pelo Teorema do Limite Central. A análise multivariada das chances a favor de haver investidor estrangeiro entre os 3 maiores acionistas, foi feita através de modelos *Logit*. Os modelos *Logit* permitem avaliar a relação entre a qualidade da governança corporativa e a probabilidade de haver acionista estrangeiro entre os três maiores acionistas. Sendo uma técnica multivariada, permite que se observe esta relação controlando para outros possíveis efeitos sobre o fenômeno investigado.

Assim sendo, o modelo de análise tem como variável de interesse a qualidade da governança corporativa. As variáveis de controle abrangem construtos que o referencial teórico mostrou como tendo relação com o investimento estrangeiro nas suas diversas formas. Listamos, portanto, a estrutura de propriedade, o desempenho, os dividendos, os investimentos, financiamentos e o tamanho como variáveis de controle. Uma versão simplificada do modelo é apresentada a seguir:

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Estrangeiro} = 1) \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{Governança}_i + \beta_2 \text{Est. Propriedade}_i + \beta_3 \text{Desempenho}_i \\ + \beta_4 \text{Dividendos}_i + \beta_5 \text{Investimento}_i + \beta_6 \text{Financiamento}_i + \beta_7 \text{Tamanho}_i \\ + e_i \end{aligned}$$

### 3.4. DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

As variáveis dependente, de interesse e de controle são descritas a seguir e resumidas na Tabela 2.

#### 3.4.1. Variável Dependente: Investidor Estrangeiro

A variável Dependente utilizada no modelo *Logit* é uma variável dicotômica denominada Investidor Estrangeiro, que assume valor um quando há investidor estrangeiro entre os 3 maiores acionistas observando-se as ações totais e/ou as com direito a voto; e zero caso não haja. São observadas as participações acionárias no final de 2017 divulgadas no site da CVM.

#### 3.4.2. Variável de Interesse: Qualidade da Governança Corporativa

A qualidade da Governança Corporativa é avaliada de duas formas. Através de um índice de governança amplo e através da identificação de empresas listadas nos Níveis 2 e Novo Mercado da B3.

O índice amplo é o definido por (SILVEIRA; LEAL; CARVALHAL-DA-SILVA, 2009). Esse índice é composto por 24 perguntas. A pontuação da empresa no índice pode variar entre 0 e 24 e é dividida em 4 dimensões de Governança Corporativa: Transparência, Conselho de Administração, Ética e Conflito de Interesses, e Direitos dos Acionistas. A cada pergunta é atribuída uma nota da seguinte forma: nota 1,0 caso a empresa atenda totalmente ao que está estabelecido na pergunta; nota 0,0 caso ela não atenda; e em algumas perguntas é possível atribuir nota 0,5 caso haja o atendimento parcial. As quatro dimensões permitem investigar que aspectos do índice amplo tem maior relevância na relação com a presença de estrangeiros. Todas as respostas são obtidas a partir de informações publicadas pela empresa no site da CVM, da B3 ou da própria empresa.

A listagem nos dois segmentos da B3 com regras mais exigentes de governança corporativa é outro indicador de qualidade da governança utilizado na pesquisa. Uma variável dicotômica assume valor igual a um caso a empresa esteja listada nos Níveis 2 e Novo Mercado e zero caso contrário.

#### 3.4.3. Variáveis de Controle: Estrutura de Propriedade e Indicadores Financeiros

As diferentes configurações da estrutura de propriedade têm relação com os conflitos de interesse preconizados pela Teoria da Agência. Concentração de controle, desvios de direitos e o uso de ações sem direito a voto são exemplos de características que influenciam o comportamento de acionistas e decisões de investimento. Quanto mais concentrada for a propriedade das ações, menor o número de acionistas, o que pode influenciar a liquidez das ações comprometendo decisões de desinvestimento de acionistas (ALDRIGHI, POSTALI, DIAZ, 2018; ANDRADE *et al.*, 2015; LEAL E DA SILVA, 2008).

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

A estrutura de propriedade foi analisada a partir das participações do maior acionista no capital votante e no capital total, bem como o desvio de direitos resultante destes percentuais. As proporções de ações preferenciais da empresa e percentagem de *free float* também foram observadas. Também foi analisada a nacionalidade dos investidores estrangeiros identificados entre os três maiores acionistas e se o maior acionista é pessoa jurídica ou pessoa física.

O desempenho foi medido através das variáveis ROA e ROE, onde ROA mensura o retorno sobre o ativo e ROE o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa. Ambos medem diretamente a lucratividade da empresa em relação aos investimentos feitos para gerar esse lucro, sendo nestes casos investimentos no Ativo ou no Patrimônio Líquido.

Para as decisões de Dividendos foram utilizadas as variáveis: *payout* e *dividend yield*. A distribuição de resultados através de dividendos pode influenciar as decisões de investidores em adquirir ou não a ação da empresa.

Já para as decisões de investimento foram observados o Q de Tobin, Market to Book, Variação do Imobilizado e o Fluxo de Caixa de Investimentos. O Q de Tobin será útil para analisar como as empresas estão investindo os seus recursos: se estão sendo eficientes nos seus investimentos ou se estão deixando de investir em projetos rentáveis. O índice *market-to-book* é a razão entre o valor de mercado de uma empresa e seu valor patrimonial (*book value*), e de acordo com Santanna et al. (2003), expressa a valorização da empresa em relação aos seus dados contábeis. A variação do imobilizado ocorre quando as empresas fazem investimentos ou reajustes dos bens, quer pela forma de mensuração dos seus ativos, quer pela reavaliação dos mesmos, sendo uma medida relevante avaliar os investimentos das mesmas. O fluxo de caixa de investimentos é uma parte da demonstração de fluxo de caixa das empresas em que é possível analisar como as empresas estão gerindo as suas despesas de capital.

Enquanto as decisões de investimento referem-se à estruturação e seleção de ativos que gerem benefícios econômicos futuros, as decisões de financiamento destinam-se à construção de uma estrutura de fonte de recursos adequada para sustentar as decisões de investimento (ANTUNES E PROCIANOY, 2003). As variáveis utilizadas para analisar as decisões de Financiamento foram: índice de endividamento total, índice de endividamento de longo prazo e índice de endividamento de curto prazo.

O tamanho da empresa, avaliado pelo logaritmo do ativo total, é também uma variável de controle importante uma vez que pesquisas indicam que determinados investidores estrangeiros têm preferência por empresas maiores. A tabela abaixo detalha as definições das variáveis que serão utilizadas na pesquisa e que foram descritas anteriormente:

**Tabela 2:** Descrição das Variáveis

Variáveis	Fórmula
<b>Variável Dependente</b>	
Investidor Estrangeiro	Variável dicotômica que assume valor 1 quando há a presença de Investidor Estrangeiro entre os 3 maiores acionistas e 0 caso contrário
<b>Variável de Interesse</b>	
Governança Corporativa	Variável dicotômica que assume valor 1 caso a empresa esteja listada nos Níveis 2 ou Novo Mercado da B3, e 0 caso contrário
Índice de Práticas de Governança Corporativa	Questionário com 24 perguntas, dividido em 4 dimensões (transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e direito dos acionistas). As respostas são dadas sob a forma de pontuação: 0,0, não atende; 1,0, atende totalmente; 0,5, atende parcialmente. A soma dos pontos obtidos determinará o índice de práticas de Governança Corporativa

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

**Variável de Controle – Estrutura de Propriedade**

% de Capital votante do maior acionista	Total de ações ordinárias do maior acionista / Total de ações ordinárias da empresa
% do Capital total do maior acionista	Total de ações do maior acionista / Total de ações da empresa
Desvio de direitos do maior acionista	% Capital votante do maior acionista / % Capital total do maior acionista
% de ações preferenciais no Capital Social	Total de ações preferenciais / Total do Capital Social
% de Free Float	Total de ações negociadas na bolsa / Total de ações

**Variável de Controle – Desempenho**

ROA	Lucro Operacional Líquido / Total do Ativo
ROE	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido

**Variável de Controle – Dividendos**

Payout	Lucros distribuídos / Lucro Total
Dividend Yield	Dividendos por ação Preço da ação

**Variável de Controle – Investimento**

Q de Tobin	Valor da firma / Valor de reposição dos seus ativos
Market-to-book	Valor de mercado das ações / Patrimônio líquido
Variação do Imobilizado	Valor atual do bem - Valor de aquisição
Fluxo de Caixa de Investimentos	É uma parte da demonstração de fluxo de caixa da empresa.

**Variável de Controle – Financiamento**

Índice de Endividamento Total	Total do Passivo / Total do Ativo
Índice de endividamento de Longo Prazo	Passivos de Longo Prazo / Total dos Passivos
Índice de Endividamento de Curto Prazo	Passivos de Curto Prazo / Total dos Passivos

Fonte: elaborada pelas autoras (2018)

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)

#### 4. RESULTADOS

Como se observa a Tabela 3 expõe a estatística descritiva das 87 empresas com investidor estrangeiro entre os seus três maiores acionistas, no final de 2017, entre as listadas na B3 através da Tabela 3. Nesta tabela, é possível identificar que o investidor estrangeiro é mais frequente na posição de terceiro maior acionista, tanto em relação às ações ordinárias quanto às ações totais. Porém, aqueles que estão na colocação do maior acionista das empresas têm em média mais de 50% das ações ordinárias ou do capital total da empresa, sendo então o investidor estrangeiro o acionista controlador da empresa.

**Tabela 3:** Estatística descritiva - Investidor Estrangeiro

Posição	Quant	Média (%)	Mediana (%)	Desvio Padrão (%)	Máx. (%)	Mín. (%)
1º Maior ON	29	58,43	54,16	22,35	100,00	26,79
1º Maior TOT	30	54,61	53,75	22,63	100,00	12,30

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

2º Maior ON	29	19,90	17,01	11,07	46,59	5,36
2º Maior TOT	27	20,06	18,46	10,60	46,59	5,36
3º Maior ON	50	9,82	9,31	6,24	33,33	0,21
3º Maior TOT	51	9,78	9,02	6,32	33,33	0,21

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)

Buscando demonstrar a composição das nacionalidades das empresas com investidor estrangeiro, a Tabela 4 destaca os Estados Unidos como a nacionalidade predominante, com cerca de metade de seus investidores na posição de terceiro maior acionista. Também há forte presença de investidores espanhóis, holandeses e britânicos, além de números significativos dentro da amostra de países como Bermudas e Luxemburgo. Estes dados corroboram com as informações divulgadas em relatório (2018) pelo Banco Central referente a investimentos diretos de estrangeiros no Brasil, com ano base de 2016, onde a Europa é a região que mais investe no Brasil seguido pela América do Norte.

**Tabela 4:** Número de investidores estrangeiros por país

PAÍSES	1º Maior ON	1º Maior TOT	2º Maior ON	2º Maior TOT	3º Maior ON	3º Maior TOT
África do Sul	0	0	1	1	0	0
Alemanha	1	1	0	0	1	1
Argentina	1	1	0	0	0	0
Bahamas	1	1	0	0	1	1
Bermudas	3	3	0	0	1	1
Canadá	1	1	2	2	0	0
Cingapura	0	0	1	1	1	1
Espanha	1	2	5	4	2	1
Estados Unidos	9	9	9	9	26	28
França	0	0	2	1	0	1
Holanda	7	7	1	1	0	0
Itália	1	0	0	1	1	1
Japão	0	0	1	0	1	0
Luxemburgo	1	0	2	3	5	4
Marrocos	0	0	0	0	1	1
Noruega	1	1	0	0	0	1
Portugal	0	0	0	0	1	1
Reino Unido	0	2	5	4	7	7
Síria	1	1	0	0	0	0
Suécia	0	0	0	0	1	1
Suíça	0	0	0	0	1	1
Uruguai	1	1	0	0	0	0

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)

No intuito de sintetizar e organizar os dados e assim descreve-los, realizou-se a estatística descritiva da amostra total. A tabela 5 demonstra os resultados da estatística descritiva dos dois conjuntos de empresas, com e sem investidor estrangeiro.

Destaca-se algumas características relevantes encontradas, como a variável *market-to-book* ter apresentado uma média negativa, resultado de o efeito de algumas empresas da amostra

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

apresentarem patrimônio líquido negativo. Na amostra, 22 empresas apresentaram essa variável negativa. Já empresas com *market-to-book* menor que 1 perfazem um total de 72 empresas. O valor mínimo para este indicador foi observado na AES ELPA, empresa do setor de Energia e Serviços com *market-to-book* de -640,37, o que contribuiu significativamente para a média negativa apresentada na tabela.

Outras variáveis destacáveis são as que estão no grupo de estrutura de propriedade, onde percebe-se a alta proporção das ações em posse do maior acionista. Em média mais de 50% do capital votante está em posse do maior acionista, bem como do capital total da empresa. Esses dados evidenciam como as empresas brasileiras listadas na B3 tem uma forte concentração do controle. Leal e da Silva (2008) já revelavam uma grande concentração de controle, e ressaltavam que mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o percentual necessário ao controle é atingido ao se observar os três maiores acionistas.

As empresas analisadas na amostra têm em média um índice de governança corporativa de 16,32 pontos, sendo o máximo possível 24 pontos e o mínimo 0. Nenhuma empresa atingiu o máximo e nem o mínimo, porém 110 empresas da amostra tem o índice de governança acima da média. Esse número corresponde a mais da metade da amostra. Isso remete ao que foi pesquisado por SILVEIRA *et al.* (2009) que, utilizando o mesmo índice com 24 perguntas, identificaram que os resultados de governança corporativa vêm melhorando significativamente no decorrer dos anos.

Segundo os mesmos autores, a criação de novos níveis de governança corporativa na Bovespa, como o Novo Mercado, contribuiu significativamente para essa elevação do nível médio de governança nas empresas observadas. A pontuação máxima observada em relação ao índice de Governança Corporativa foi de 22 pontos, sendo esta alcançada por 4 empresas, 3 do setor de consumo cíclico e uma do setor de bens industriais. Todas as quatro empresas estão no Novo Mercado. A menor pontuação, 6,50, foi encontrada em apenas uma empresa do setor de materiais básicos, sendo que esta está no menor nível de Governança Corporativa da bolsa.

**Tabela 5:** Estatística Descritiva da Amostra

	#obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<b>Variáveis de Interesse</b>					
<b>Variáveis de Governança Corporativa</b>					
Índice de Governança Corporativa	174	16,32	3,68	6,5	22
Dimensão da Transparência	174	4,78	1,48	0	7
Dimensão do Conselho de Administração	174	4,58	1,34	1	6
Dimensão da Ética e Conflito de Interesses	174	2,74	1,08	0	5
Dimensão dos Direitos dos Acionistas	174	4,27	1,11	1	6
<b>Variáveis de Controle</b>					
<b>Variáveis de Estrutura de Propriedade</b>					
% do Capital votante do Maior Acionista	174	57,65	21,81	15,37	100
% do Capital Total do Maior Acionista	174	53,65	19,74	-10,91	100
Desvio de direitos do Maior Acionista	174	0,83	4,22	0	46,64
% de ações preferenciais no Capital Social	174	0,17	0,25	0	0,67
% de <i>Free Float</i>	174	31,49	20,1	0	87,42

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

<b>Variáveis de Desempenho</b>					
ROA	174	-0,11	0,9	-10,91	0,54
ROE	174	0,22	2,12	-3,6	24,71
<b>Variáveis de Dividendo</b>					
<i>Payout</i>	174	21,28	52,05	-341,58	293,16
<i>Dividend Yield</i>	174	1,84	3,58	0	29,18
<b>Variáveis de Investimento</b>					
Q de Tobin	174	2,09	4,03	0	46,64
<i>Market-to-Book</i>	174	-0,57	51,96	-640,37	149,6
Varição do Imobilizado	174	6,44	83,34	-1	1073,76
Fluxo de Caixa de Investimentos (milhões)	174	-783,42	3257,64	-35218	3084,09
<b>Variáveis de Financiamento</b>					
Índice de Endividamento Total	174	1,15	3,66	0	46,12
Índice de Endividamento de Longo Prazo	174	0,51	0,24	0	1
Índice de Endividamento de Curto Prazo	174	0,49	0,24	0	1
<b>Variável de Tamanho</b>					
Logaritmo do Ativo Total	174	21,68	2,69	10,95	27,83

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)

No programa R Studio foi realizado o teste de diferença de médias e proporções entre duas amostras independentes: o primeiro grupo de 87 empresas que não contêm investidor estrangeiro e o segundo grupo com 87 empresas que contem investidor estrangeiro entre os 3 maiores acionistas. Diferenças estatisticamente significativas foram encontradas nos testes com as variáveis de governança corporativa e com as variáveis de estrutura de propriedade, demonstrando que há diferença entre os dois grupos no tocante a estas variáveis.

**Tabela 6:** Diferenças de Proporções

	#obs	Proporção 1 (Sem Inv. Estrangeiro)	#obs	Proporção 2 (Com Inv. Estrangeiro)	Estat. $\chi^2$
Governança	87	51%	87	69%	6,12**

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2020)

**Nota:** \*p<0,10 \*\*p<0,05 \*\*\*p<0,01

A proporção de empresas listadas nos segmentos superiores de governança da B3 (Nível 2 e Novo Mercado) é maior no grupo de empresas com a presença de investidor estrangeiro (69%) do que no grupo sem esse tipo de investidor (51%). A diferença é estatisticamente significativa, sinalizando uma possível associação entre as variáveis, em linha com o sugerido na hipótese da pesquisa. Esta é uma primeira evidência a favor da Hipótese 1 e em linha com estudos internacionais (AGGARWAL *et al.*, 2011; FERREIRA, MATOS, 2008).

O índice de Governança Corporativa apresenta médias superiores para o grupo de empresas com investidor estrangeiro, tanto quando analisado de forma global, quanto quando analisadas as dimensões de Ética e Conflito de Interesse e Direito dos Acionista. Nestas comparações os indicadores de governança são superiores para as empresas com a presença de estrangeiros entre os 3 maiores acionistas. Tais dados corroboram com o encontrado por Agyemang *et al.* (2019) que ao investigarem a relação entre o nível da Governança Corporativa e investimentos estrangeiros diretos na economia africana entre 2009 e 2015 encontraram que

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

a proteção ao direito dos acionistas minoritários é um dos fatores que atraem investidores estrangeiros, destacando também que valores éticos da firma são considerados por estes investidores.

No que diz respeito às variáveis de estrutura de propriedade, destaca-se que as empresas com investidor estrangeiro possuem menor porcentagem de ações preferencias, porém, maior porcentagem de *free float*. Tais resultados mostram que os investidores estrangeiros privilegiam estruturas com menos desvios de direitos, uma vez que escolhem empresas com menos ações preferenciais, e maior liquidez, dado o maior *free float*.

**Tabela 7:** Diferenças de Médias

	#obs	Média 1 (Sem Inv. Estrangeiro)	#obs	Média 2 (Com Inv. Estrangeiro)	Estat. T
<b>Variáveis de Interesse</b>					
<b>Variáveis de Governança Corporativa</b>					
Índice de Governança Corporativa	87	15,75	87	16,90	-2,07**
Dimensão da Transparência	87	4,72	87	4,84	-0,54
Dimensão do Conselho de Administração	87	4,47	87	4,68	-1,04
Dimensão Ética e Conflito de Interesses	87	2,55	87	2,93	-2,34**
Dimensão Direitos dos Acionistas	87	4,01	87	4,53	-3,16***
<b>Variáveis de Controle</b>					
<b>Variáveis de Estrutura de Propriedade</b>					
% do Capital votante do Maior Acionista	87	56,11	87	59,19	-0,93
% do Capital Total do Maior Acionista	87	52,39	87	54,90	-0,84
Desvio de direitos do Maior Acionista	87	1,19	87	0,46	1,15
% de ações preferenciais no Capital Social	87	0,20	87	0,13	1,69*
% de <i>Free Float</i>	87	28,65	87	34,32	-1,87*
<b>Variáveis de Desempenho</b>					
ROA	87	-0,03	87	-0,20	1,25
ROE	87	0,33	87	0,11	0,68
<b>Variáveis de Dividendos</b>					
<i>Payout</i>	87	18,03	87	24,53	-0,82
<i>Dividend Yield</i>	87	1,72	87	1,96	-0,44
<b>Variáveis de Investimento</b>					
Q de Tobin	87	2,12	87	2,06	0,10
<i>Market-to-Book</i>	87	-4,43	87	3,11	-0,91
Variação do Imobilizado	87	12,82	87	-0,09	1,01
Fluxo de Caixa de Investimentos (milhões)	87	-920,97	87	-646,87	-0,55
<b>Variáveis de Financiamento</b>					
Índice de Endividamento Total	87	1,28	87	1,01	0,47
Índice de Endividamento de Longo Prazo	87	0,52	87	0,50	0,39
Índice de Endividamento de Curto Prazo	87	0,48	87	0,50	0,39
<b>Variável de Tamanho</b>					
Logaritmo do Ativo Total	87	21,64	87	21,72	-0,20

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2018)



Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

Nota: \*p<0,10 \*\*p<0,05 \*\*\*p<0,01

O Apêndice B apresenta as correlações entre as variáveis do mesmo grupo, também realizado no R Studio. Esse teste foi feito com o intuito de identificar as variáveis que apresentam alta correlação entre si, e assim, nas análises multivariadas com modelos *Logit* evitar o problema da multicolinearidade eliminando uma das duas variáveis com correlação alta. Por exemplo, as variáveis de dividendos apresentam correlação alta, os modelos, portanto, serão estimados com uma e depois com outra variável. Para além das variáveis de dividendos, as outras que apresentaram correlação alta, acima de 0,6, foram a percentagem de capital votante do maior acionista com a percentagem do capital total do maior acionista (0,83).

A partir do modelo geral apresentado na metodologia, foram estimados quatro modelos do tipo *Logit*, com o auxílio da ferramenta RStudio. Esses modelos foram utilizados levando em consideração a variável de interesse governança corporativa e as variáveis de controle listadas na metodologia. A variável dependente do modelo é binária, assumindo o valor um quando há a presença do investidor estrangeiro entre os três maiores acionistas. Os resultados são apresentados na Tabela 8.

**Tabela 8:** Teste *Logit*

	<i>Variável dependente</i>			
	<b>INVESTIDOR ESTRANGEIRO</b>			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
<b>Governança</b>	0.731** (0.361)			
<b>Índice de Governança Corporativa</b>		0.102* (0.053)		
<b>Dimensão Transparência</b>			0.020 (0.143)	
<b>Dimensão Ética e Conflito de Interesses</b>			0.166 (0.175)	
<b>Dimensão Conselho de Administração</b>			-0.039 (0.151)	
<b>Dimensão Direito dos Acionistas</b>			0.369** (0.176)	
<b>% Capital Votante do Maior Acionista</b>				0.008 (0.008)
<b>Desvio de Direitos do Maior Acionista</b>				-0.192 (0.355)
<b>% Ações Preferenciais no Capital Social</b>				-1.330* (0.705)
<b>% Free Float</b>	0.011 (0.009)	0.013 (0.009)	0.01 (0.009)	0.017* (0.009)
<b>Q de Tobin</b>	-0.042 (0.048)	-0.047 (0.048)	-0.051 (0.049)	-0.049 (0.048)
<b>Índice de Endividamento de Longo Prazo</b>	-0.169	-0.135	-0.111	-0.19

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

	<i>Variável dependente</i>			
	(0.681)	(0.680)	(0.689)	(0.689)
<i>Payout</i>	0.004	0.004	0.004	0.004
	(0.003)	(0.003)	(0.003)	(0.003)
<b>ROA</b>	-0.97	-1.032*	-1.022	-0.96
	(0.604)	(0.618)	(0.630)	(0.621)
<b>Logaritmo do Ativo Total</b>	0.003	-0.034	0.004	0.018
	(0.077)	(0.081)	(0.089)	(0.077)
<b>Constante</b>	-0.836	-1.315	-2.333	-0.960
	(1.631)	(1.649)	(1.768)	(1.721)
<b>Observações</b>	174	174	174	174
<b>Teste Anova</b>	13,182*	12,77*	17,19*	15,42*
<b>R2</b>	0,055	0,053	0,071	0,064

**Fonte:** elaborada pelas autoras (2020)

**Nota:** \*p<0,10; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01

A Governança Corporativa mostrou associação positiva e significativa com as chances a favor de haver acionista estrangeiro entre os três maiores acionistas. Esse resultado é observado nos modelos 1 e 2 que utilizam, respectivamente, a variável binária identificadora da listagem nos Níveis 2 e Novo Mercado e o Índice de Governança Corporativa. Essa evidência é favorável a Hipótese 1 do estudo. Alderighi, Cleary, e Varanasi (2019) também encontraram uma relação positiva entre melhores políticas de governança corporativa e entrada de investidores estrangeiros, assim como outros autores destacam em pesquisas em outros países a preferência de investidores por firmas com boas práticas de governança corporativa (FERREIRA, MATOS, 2008; AGGARWAL *et al.*, 2011; MILETKOV, POULSEN, WINTOKI, 2014).

Quando observadas as dimensões do índice de governança corporativa, ressalta-se a significância estatística e o sinal positivo para a dimensão de Direito dos Acionistas no Modelo 3, o que sugere que melhores práticas nessa dimensão, tais como dar direito de voto a todas as ações e a garantia de direitos adicionais além dos previstos em legislação, aumentam as chances da presença de investidor estrangeiro entre os três maiores acionistas. No que diz respeito às práticas de Governança Corporativa relacionadas aos Direitos dos acionistas, Aggarwal, Klapper, e Wysocki (2005) destacaram a relevância dada pelos investidores de fundos de investimentos americanos a este tema, assim como a outros ligados à Governança Corporativa como maior transparência e divulgação de resultados.

Com relação às características da estrutura de propriedade, o free float mostrou-se estatisticamente significativo no modelo 4, com valor positivo, mostrando que uma maior taxa de free float aumenta a probabilidade de que entre os três maiores acionistas da empresa tenha um investidor estrangeiro. Este resultado indica que esse tipo de investidor preza por maior liquidez e pela possibilidade de vender ações quando convier. O estudo de Quevedo (2008) expos sobre o comportamento do investidor estrangeiro de países desenvolvidos que durante crises tende a reaver seus valores investidos em países emergentes, corroborando para o resultado encontrado. Também relacionando liquidez e investimento estrangeiro e colaborando

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

com os resultados encontrados, Alderighi, Cleary e Varanasi (2019) indicam que a presença dos investidores estrangeiros podem influenciar positivamente a liquidez do mercado.

O percentual de ações sem direito a voto apresentou relação negativa com as chances a favor da presença de estrangeiros. As ações sem direito a voto favorecem o desvio de direitos e a expropriação de minoritários. Andrade *et al.* (2015) mostram uma relação negativa entre a presença de ações sem direito a voto e o desempenho financeiro de empresas brasileiras.

O desempenho, avaliado pelo ROA, apresentou sinal negativo e estatisticamente significativo no modelo 2. Tal resultado se mostra contrário às evidências na literatura que associam a presença de estrangeiros a melhor desempenho operacional (FERREIRA, MATOS, 2008; LIU *et al.*, LOU *et al.*, 2020).

As variáveis de controle relacionadas a investimentos, dividendos, endividamento e tamanho não apresentaram resultados estatisticamente significativos.

Assim, buscando responder a hipótese de que a presença de investidores estrangeiros entre os 3 maiores acionistas de uma firma brasileira listada na B3 está positivamente relacionada à qualidade da sua governança corporativa, o trabalho encontrou que para as empresas listadas na B3 em 2017 foi possível encontrar significativa relação entre melhores práticas de governança corporativa e a presença de investidores estrangeiros.

## 5. CONCLUSÃO

O objetivo desse trabalho foi investigar se os investidores estrangeiros levam em consideração o nível de governança corporativa ao decidir investir em empresas brasileiras listadas na B3. A hipótese de estudo sugere uma associação positiva entre a qualidade da governança corporativa e a presença de estrangeiros. A amostra é composta por 174 empresas listadas na B3 em 2017 nos mais diversos segmentos, sendo 87 empresas sem investidor estrangeiro e 87 empresas com investidor estrangeiro entre os seus três maiores acionistas considerando as ações ordinárias e as ações totais.

A qualidade da governança corporativa foi avaliada através da listagem nos níveis superiores de governança da B3 (Nível 2 e Novo Mercado), e através de um índice amplo composto por 24 quesitos distribuídos em 4 dimensões (transparência, conselho de administração, ética e conflito de interesses e direito dos acionistas). As variáveis de controle abordaram características da estrutura de propriedade e econômico-financeiras das empresas.

As análises através de comparações de médias e proporções entre as duas amostras e modelos *Logit* mostram resultados consistentes a favor da hipótese de estudo. As variáveis de governança apresentaram associação positiva com a presença de estrangeiros entre os três maiores acionistas.

No grupo com a presença de estrangeiros a proporção de empresas listadas nos Níveis 2 e Novo Mercado é maior, assim como a pontuação no Índice de Governança e nas Dimensões Ética e Conflito de Interesses, e Direitos dos Acionistas. Na abordagem multivariada através dos modelos *Logit*, o sinal é positivo e estatisticamente significativo, mostrando a associação da melhor governança com as chances a favor da presença de estrangeiros entre os três maiores acionistas. Em linha com estudos internacionais sobre o tema, os resultados mostram que empresas com práticas de governança corporativa mais consolidadas, que sejam mais

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

transparentes e que apresentam maior segurança aos acionistas em relação à proteção dos seus direitos podem atrair investidores estrangeiros.

Quanto à estrutura de propriedade, os primeiros resultados encontraram dados congruentes com a literatura exposta, indicando uma forte concentração de controle acionário no mercado brasileiro. No que diz respeito à relação com o investimento estrangeiro, foi possível concluir que os investidores estrangeiros preferem empresas com menos desvios de direitos, uma vez que, nas empresas com presença de investidor estrangeiro há proporções menores de ações preferenciais. O *free float* maior nas empresas com investidor estrangeiro e uma taxa de *free float* com sinal positivo no teste *Logit* demonstra que os investidores estrangeiros buscam investir em empresas com maior liquidez e com maior facilidade para se desfazer de posições de investimento. Em relação às variáveis de desempenho, os dados encontrados sugerem um ROA estatisticamente significativo com relação negativa com a presença do investidor estrangeiro. Tal resultado não corrobora com a literatura existente que associa melhor desempenho às decisões de investimento dos estrangeiros. O resultado encontrado pode ter sido influenciado pelo ano de estudo escolhido ser caracterizado economicamente com reflexos de uma recessão econômica.

Os resultados apresentados contribuem para a literatura sobre o tema trazendo evidências de um mercado em desenvolvimento com características diversas dos tradicionalmente investigados nos artigos internacionais. O nível de concentração acionária nas empresas brasileiras também representa um contexto diferente do da maioria dos países nos quais o tema foi explorado. Esse contexto, associado aos desvios de direitos oportunizados pelas ações sem direito a voto e estruturas piramidais ainda intensamente utilizados no Brasil, também representam um diferencial importante e que afeta potencialmente o apetite de estrangeiros por investimentos.

Em um mercado de capitais como o brasileiro, carente de financiamentos de longo prazo e onde o mercado acionário ainda não tem a relevância que poderia ter no financiamento das empresas, os resultados da pesquisa mostram que é possível que o investidor estrangeiro considere a qualidade da governança ao tomar sua decisão de investir em empresas brasileiras. As empresas podem, portanto, ser motivadas a investir em melhores práticas de governança corporativa.

Os resultados aqui apresentados sugerem que o tema merece investigações adicionais. Além da observação de outros períodos, a análise mais aprofundada dos arranjos de estrutura de propriedade e uma melhor identificação dos principais acionistas, observando por exemplo se são investidores institucionais, estatais ou famílias, pode trazer novos fatores à explicação do comportamento de investimento dos estrangeiros.

## REFERÊNCIAS

ADEOYE, A. Macro-economic level corporate governance and FDI in emerging markets: Is there a close relationship? **Journal of Economics and International Finance**, London. Vol. 1(2), p. 030-043. July, 2009. Disponível em: <<http://www.academicjournals.org/journal/JEIF/article-full-text-pdf/188F89A1880>>. Acesso em: 05 mar. 2018.

AGGARWAL, R., L; KLAPPER, e PD Wysocki. Portfolio Preferences of Foreign Institutional Investors. **Journal of Banking & Finance**, v.29 n. 12, p. 2919–2946, dez. 2005

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

- AGGARWAL, R.; EREL, I.; FERREIRA, M.; MATOS, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. **Journal of Financial Economics**, Vol. 100 (1), p. 154–181. April, 2011.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. **Academy of Management Review**. New York. Vol. 28, n. 3, p. 447-465, 2003.
- AGYEMANG, O. S.; GBETTEY, C.; GATSI, J. G.; KWASI ACQUAH, I. S. Country-Level Corporate Governance and Foreign Direct Investment in Africa” **Corporate Governance- The International Journal Of Business In Society** Vol. 19(5, SI), p.1133–1152. 2019.
- AJIDE, K. B.; ADENIYI, O. A.; RAHEEM, I. Does Governance Impact on the Foreign Direct Investment-Growth Nexus in Sub-Saharan Africa? **Zagreb International Review of Economics & Business**. Zagreb. Vol. 17, No. 2, pp. 71-81, July 11, 2014. Disponível: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2596527](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2596527)>. Acesso em: 05 mar. 2018.
- ALDRIGHI, S.; CLEARY, S.; VARANASI, P. Do Institutional Factors Influence Cross-Border Portfolio Equity Flows? New Evidence from Emerging Markets. **Journal of International Money And Finance**. Vol. 99. 2019.
- ALDRIGHI, D.; MAZZER NETO, R. Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**. Vol. 61 (2), p.129–152. 2007.
- ALDRIGHI, D. M.; POSTALI, F. A. S.; DIAZ, M. D. M. Governança Corporativa e Propriedade Piramidal: O Papel Do Novo Mercado. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 16, n. 1, p. 5-38. 2018.
- ALI, A.; HWANG, L. 2000. Country-Specific factors related to financial reporting and the value relevance of accounting data. **Journal of Accounting Research**, 38(1):1-21.
- ALZEBAN, A. The Relationship between Internal Audit and Foreign Direct Investment. **ASIA-PACIFIC JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS**. Vol. 27 (2), p.173–194. 2020.
- ANDRADE, L. P.; BRESSAN, A. A.; IQUIAPAZA, R. A. Estrutura Piramidal de Controle, Emissão de Duas Classes de Ações e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 12 (4), p.555–95. 2015.
- ANTUNES, M. A.; PROCIANOY, J. L. **Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre o preço de suas ações no mercado de capitais**. Rausp, São Paulo, v. 38, n. 1, p. 5-14, jan./mar. 2003. BESANKO, D. et al. Lumpy capacity investment behavior in oligopolistic industries. Evanston: Northwestern University, 2006. Working paper.
- BABA, Naohiko. Increased Presence of Foreign Investors and Dividend Policy of Japanese Firms. **Pacific-Basin Finance Journal**. Vol. 17 (2), p.163–174. 2009.
- BM&FBOVESPA. **Participação dos Investidores. 2018**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 07 jul. 2018.

**Banco Central do Brasil.** Relatório de investimento direto no país. 2018. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/Rex/CensoCE/port/RelatorioIDP2016.pdf>>. Acesso em: 28 out. 2018.

BANERJEE, S.; ORIANI, R.; PERUFFO, E. Corporate Board Structure and Foreign Equity Investments in Weak Institutional Regimes. **Corporate Governance-An International Review**. Vol. 27 (6), p.458–476. 2019.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural. 1984.

BLACK, B. S.; DE CARVALHO, A. G.; GORGA, É. What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). **Journal of Corporate Finance**. Vol. 18 (4), p.934–952. 2012.

BORTOLON, P. M. Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. Vol. 10 (1), p.2–18. 2012.

CARVALHAL DA SILVA, A. L.; LEAL, R. P. C. Índice de Governança Corporativa, Desempenho e Valor Da Firma No Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**. Vol. 3 (1), p.1–18. 2005.

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/11043/a-relacao-entre-a-governanca-corporativa-e-o-desempenho-economico-financeiro-de-empresas-de-capital-aberto-do-brasil/i/pt-br>>. Acesso em: 05 mar. 2018.

CHAUHAN, Y.; KUMAR, S. B. The Value Relevance of Nonfinancial Disclosure: Evidence from Foreign Equity Investment. **Journal of Multinational Financial Management**. p. 52–53. 2019.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J. P. H.; LANG, L. H. P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**. Vol. 57 (6), p. 2741–2771. 2002.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, v. 22, n. 55, p. 45-63, 2011. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/6412/um-indice-de-avaliacao-da-qualidade-da-governanca-corporativa-no-brasil/i/pt-br>. Acesso em 05 mar. 2018.

CVM. **Comissão de Valores mobiliários**. Disponível em: <[www.cvm.com.br](http://www.cvm.com.br)>. Acesso em: 23 mar. 2018.

DOUMA, S.; GEORGE, R.; KABIR, R. Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market. **Strategic Management Journal** Vol. 27 (7), p.637–657. 2006.

FERREIRA, M. A.; MATOS, P. The colors of investors money: The role of institutional investors around the world. **Journal of Financial Economics**. Vol. 88 (3), p. 499–533. 2008.

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

- FRANZEN, A.; MEURER, R.; GONCALVES, C. E. S.; SEABRA, F. Determinantes do fluxo de investimentos de portfólio para o mercado acionário brasileiro. **Estud. Econ.**, São Paulo, v. 39, n. 2, p. 301-328, June 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S010141612009000200003&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S010141612009000200003&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 02 abr. 2018.
- GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- GOMPERS, P; ISHII, J; METRICK, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 118 (1), p.107–156.
- GONÇALVES JUNIOR, W.; EID JUNIOR, W. Determinantes do Investimento Estrangeiro no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 14, n. 2, p. 189-224, 2016. Disponível: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/41852/determinantes-do-investimento-estrangeiro-no-mercado-de-capitais-brasileiro>>. Acesso em: 20 mar. 2018.
- HINTOŠOVÁ, A. B.; KUBÍKOVÁ, Z. The effect of the degree of foreign ownership on firms' performance. **Review of Economic Perspectives**. Vol. 16 (1), p.29–44. 2016.
- IBGC. 2015. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5a ed. São Paulo, SP: IBGC.
- IBGC. **Evolução da Governança Corporativa nas Empresas Listadas em Bolsa (2004 – 2012)**. 2014. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23492>>. Acesso em: 27 Jun/2018.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**. Vol.3 (4), p.305–360. 1976.
- JEON, J. Q.; LEE, C.; MOFFETT, C. M. Effects of Foreign Ownership on Payout Policy: Evidence from the Korean Market. **Journal of Financial Markets**. Vol.14 (2), p.344–375. 2011.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; VAN ADUARD DE MACEDO-SOARES, T. DIANA L. Governança Corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 42, n. 1, p. 64-73, 2007. Disponível em:<<http://https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=223417433006>>. Acesso em: 24 abr. 2018.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, and VISHNY. Legal determinants of external finance. **The journal of finance**. V 52 n° 3. [New Orleans, Louisiana. January 4-6, 1997 \(Jul,1997\), pp.](https://www.nber.org/papers/w5879) 1131-1150. Disponível em: <<https://www.nber.org/papers/w5879>>. Acesso em: 24 abr. 2018.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**. Vol. 54 (2), p.471–517. 1999.

---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY R. W.. Law and Finance. **Journal of Political Economy**. Vol. 106 (6), p.1113–55. 1998.
- LEAL, R. P. C.; CARVALHAL DA SILVA, A. L. Controle Compartilhado e Valor das Empresas Brasileiras. **RAC – Eletrônica**. Vol. 2(2), p.296–310. 2008.
- LIU, N.; BREDIN, D.; CAO, H. The Investment Behavior of Qualified Foreign Institutional Investors in China. **Journal Of Multinational Financial Management**. Vol. 54. 2020.
- LOU, K.; LU, Y.; SHIU, C. Monitoring Role of Institutional Investors and Acquisition Performance: Evidence from East Asian Markets. **Pacific-Basin Finance Journal**. Vol. 59. 2020.
- MENDONÇA, H. F.; PIRES, M. Liberalização da conta de capitais e inflação: a experiência brasileira no período pós-real. **Estud. Econ.**, São Paulo, v. 36, n. 1, p. 149-179, Mar. 2006. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S0101-41612006000100007>>. Acesso em: 29 abr. 2018.
- MILETKOV, M. K; POULSEN, A. B.; WINTOKI, M. B.. The role of corporate board structure in attracting foreign investors. **Journal of Corporate Finance**. Vol. 29, p.143–57. 2014
- NASCIMENTO, F. P.; SOUSA, F. L. L. **Metodologia da pesquisa científica: teoria e prática: como elaborar TCC**. Fortaleza: INESP, 2017.
- NIYAMA, J. K. **Contabilidade Internacional**. São Paulo: Atlas, 2005
- PANDA, B.; BAG, D. Does Ownership Structure Affect Firm Performance in an Emerging Market? The Case of India. **Asian Journal Of Business And Accounting**. Vol. 12 (1), p.189–227. 2019.
- QUEVEDO, F. C. A Crise Econômica Mundial de 2007 a 2009: **Um estudo específico dos fluxos de capitais estrangeiros na Bovespa**. Monografia, Porto Alegre: UFRS, 2009. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/25358>>. Acesso em: 20 mar. 2018.
- RANGEL, L. P. P. Aplicação do EVA na análise de desempenho: estudo de caso. 2008. 108 f. **Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Auditoria)** – Universidade de Aveiro, Aveiro, 2008.
- ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Mecanismos de governança corporativa no Brasil: evidências do controle pelo mercado de capitais. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, Fortaleza, v. 4, n. 2, p. 17-28, 2006
- SANVICENTE, A. Z. The foreign capital flows and the behavior of stock prices at BM&FBovespa. **BAR, Braz. Adm. Rev.**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 1, p. 86-106, Mar. 2014. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1807-76922014000100006&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1807-76922014000100006&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 28 abr. 2018.
- SANTANNA, D. P. **A relação entre Market-To-Book Equity e Lucros Anormais no Mercado de Capitais no Brasil**. In: Encontro da ANPAD, Atibaia -, 2003, São Paulo. XXVII EnANPAD, 2003.



---

Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

- SCHIEHLL, E.; MARTINS, H. C. Cross-National Governance Research: A Systematic Review and Assessment: Cross-National Governance Research. **Corporate Governance: An International Review**. Vol.24 (3), p.181–99. 2016.
- SILVEIRA, A. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. 2a ed. São Paulo: Elsevier. 2015.
- SILVEIRA, A. M.; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. C.; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **RAUSP Management Journal**, v. 44, n. 3, art. 1, p. 173-189, 2009.
- SILVEIRA, A. M.; PEROBELLI, F. F. C.; BARROS, L. A. B. C. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, art. 7, p. 763-788, 2008. Disponível: <[http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S141565552008000300008&script=sci\\_abstract&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S141565552008000300008&script=sci_abstract&tlng=pt)>. Acesso em: 28 abr. 2018.
- TAIRA, R. D. U. **Influência do investidor estrangeiro no ambiente de informação das ações listadas na América Latina**. São Paulo, 2012. Dissertação (Mestrado em Mestrado Profissional em Finanças e Economia) - Escola de Economia de Sao Paulo da Fundação Getulio Vargas. Disponível em: <[http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10023/Dissertacao%20Renato%20Taira%2020120822\\_formato%20dissert\\_1\\_pt.pdf?sequence=1](http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10023/Dissertacao%20Renato%20Taira%2020120822_formato%20dissert_1_pt.pdf?sequence=1)>. Acesso em: 20 mar. 2018.
- TRAN, Q. T. Foreign Ownership and Investment Efficiency: New Evidence from an Emerging Market. **International Journal Of Emerging Markets** Vol. 15 (6), p. 1185–99. 2020.
- VERÍSSIMO, M. P.; BRITO, M. H. **Liberalização da conta capital e fluxos de portfólio para o Brasil no período recente**. Encontro Nacional de Economia, 32, 2004, João Pessoa. Anais do “XXXII Encontro Nacional de Economia”. João Pessoa: Anpec, 2004, p. 133-162. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A069.pdf>>. Acesso em: 28 abr. 2018.

Bortolon, Ribeiro e Campos (2019)  
Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

APÊNDICE A - Literatura sobre investimento estrangeiro e governança corporativa no nível das firmas

Artigo	Países e Período	Características Investigadas	
		Governança Corporativa	Econômico-Financeiras
Douma, George, e Kabir (2006)	Índia 1999-2000		O impacto positivo da propriedade estrangeira nos mercados emergentes deve-se às empresas estrangeiras mais do que às instituições financeiras estrangeiras.
Ferreira e Matos (2008)	27 países 2000-2005	IIs preferem firmas com boa governança	IIs preferem firmas grandes. Firms com participações grandes de estrangeiros e instituições independentes têm maior valor e desempenho operacional e menor gasto de capital
Baba (2009)	Japão 1998-2005		Maior participação estrangeira está associada a maior probabilidade de pagamento de dividendos e de aumento nos mesmos.
Aggarwal et al. (2011)	23 países 2003-2008	Governança da firma está positivamente associada ao investimento institucional estrangeiro (IIE). IIEs promovem boa governança ao redor do mundo.	
Jeon, Lee e Moffett (2011)	Coreia 1994-2004		IEs preferem firmas que pagam altos dividendos. IEs levam as firmas a pagar mais dividendos.
Miletkov et al. (2014)	80 países (sem EUA) 2001-2011	IEs (americanos ou não) preferem firmas com conselhos mais independentes. Fator ainda mais relevante em contextos de baixa proteção legal.	
Hintošová e Kubíková (2016)	Eslováquia 2004-2013		IE impacta diversas variáveis de desempenho, incluindo rentabilidade, inovação e investimentos.
Agyemang et al. (2019)	40 países Africanos 2009-2015	Firmas com valores éticos e conselhos efetivos atraem mais IE. A proteção aos minoritários em um país também atrai investimento estrangeiro.	
Banerjee, Oriani e Peruffo (2019)	Índia 2010-2014	A presença de conselheiros afiliados tem impacto negativo no investimento estrangeiro.	
Chauhan e Kumar (2019)	Índia 2007-2016	IE tem preferência por firmas que divulgam informações ESG, sendo as características de governança e sociais mais relevantes que as ambientais.	
Panda e Bag (2019)	Índia 2009-2014		IIEs parecem impactar a performance de mercado das firmas. IEs impactam a performance financeira.

Bortolon, Ribeiro e Campos (2019)  
Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

Alzeban (2020)	152 países 2012-2016	Certas características da auditoria interna influenciam a probabilidade de atrair investimento direto estrangeiro.	
Liu, Bredin, e Cao (2020)	China 2009-2017		Investidores Institucionais Estrangeiros Qualificados preferem firmas grandes, com participação governamental e baixo endividamento. Sua presença está associada a maior desempenho operacional.
Lou, Lu, e Shiu (2020)	8 países Sudeste Asiático 2002-2015		A presença de IIEs em aquisições está associada a melhor desempenho no longo prazo e menores perdas de goodwill por impairment.
Tran (2020)	Vietnam 2007-2017		IE preferem negócios seguros como resposta ao ambiente de incerteza, afetando negativamente a eficiência de investimento das firmas.

Fonte: Elaborada pelos autores

Bortolon, Ribeiro e Campos (2019)  
Análise Empírica da Associação entre Investidores Estrangeiros  
e Governança Corporativa nas Empresas Brasileiras

APÊNDICE B - Correlações

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1)	1	0,01	0,08	0,09	-0,69	0,16	-0,16	-0,52	0,01	0,01	-0,03	0,01	-0,18	-0,24	-0,01	0,06	-0,11
(2)	0,01	1	0	-0,03	0,04	-0,03	0,03	0,08	0,25	-0,01	0,02	-0,14	-0,13	-0,13	-0,01	-0,04	0,00
(3)	0,08	0	1	0,61	-0,12	-0,05	0,05	-0,01	0,03	-0,03	-0,05	0,01	-0,05	0,01	-0,04	0,02	-0,07
(4)	0,09	-0,03	0,61	1	-0,16	0,01	-0,01	-0,11	0,03	-0,04	0,01	0,05	-0,06	-0,06	-0,06	0,03	-0,18
(5)	-0,69	0,04	-0,12	-0,16	1	-0,19	0,19	0,73	-0,02	-0,04	0,04	-0,2	0,09	0,15	0,12	-0,05	0,11
(6)	0,16	-0,03	-0,05	0,01	-0,19	1	-1	-0,16	-0,05	-0,04	-0,08	0,11	-0,09	-0,05	-0,06	-0,1	-0,11
(7)	-0,16	0,03	0,05	-0,01	0,19	-1	1	0,16	0,05	0,04	0,08	-0,11	0,09	0,05	0,06	0,1	-0,15
(8)	-0,52	0,08	-0,01	-0,11	0,73	-0,16	0,16	1	-0,47	-0,01	0,07	-0,09	0,18	0,29	0,03	-0,14	0,10
(10)	0,01	0,25	0,03	0,03	-0,02	-0,05	0,05	-0,47	1	0,01	-0,02	0,02	-0,21	-0,24	0,01	0,03	0,07
(11)	0,01	-0,01	-0,03	-0,04	-0,04	-0,04	0,04	-0,01	0,01	1	-0,01	0,09	-0,03	-0,01	-0,01	-0,05	-0,18
(12)	-0,03	0,02	-0,05	0,01	0,04	-0,08	0,08	0,07	-0,02	-0,01	1	-0,12	-0,02	-0,05	0,03	-0,12	0,35
(13)	0,01	-0,14	0,01	0,05	-0,2	0,11	-0,11	-0,09	0,02	0,09	-0,12	1	0,1	0,25	-0,01	-0,49	0,10
(14)	-0,18	-0,13	-0,05	-0,06	0,09	-0,09	0,09	0,18	-0,21	-0,03	-0,02	0,10	1	0,80	-0,02	0,19	0,19
(15)	-0,24	-0,13	0,01	-0,06	0,15	-0,05	0,05	0,29	-0,24	-0,01	-0,05	0,25	0,80	1	0,01	-0,16	0,09
(16)	-0,01	-0,01	-0,04	-0,06	0,12	-0,06	0,06	0,03	0,01	-0,01	0,03	-0,01	-0,02	0,01	1	-0,09	-0,14
(17)	0,06	-0,04	0,02	0,03	-0,05	-0,10	0,10	-0,14	0,03	-0,05	-0,12	-0,49	0,19	-0,16	-0,09	1	1
(18)	0,13	-0,11	0	-0,07	-0,18	0,11	-0,11	-0,15	0,1	0,07	-0,18	0,35	0,1	0,19	0,09	-0,14	1

Fonte: elaborada pelas autoras (2018)

Nota: (1) - ROA (%); (2) - ROE (%); (3) - Payout; (4) - Dividend Yield; (5) - Índice de Endividamento total; (6) - Índice de Endividamento de longo prazo; (7) - Índice de Endividamento de curto prazo; (8) - Q de Tobin; (9) - Market-to-book; (10) - Variação do Imobilizado; (11) - Fluxo de caixa de Investimentos; (12) - Índice de Governança Corporativa; (13) - % MAIOR ON; (14) - % total do maior acionista; (15) - Desvio de direitos do maior acionista; (16) - % de ações PN; (17) - % de Free float