

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

JOSÉ MARCOS CARRERA JUNIOR

**O Impacto da Estrutura de Propriedade na Internacionalização de  
Empresas Brasileiras**

SÃO PAULO

2013

JOSÉ MARCOS CARRERA JUNIOR

**O Impacto da Estrutura de Propriedade na Internacionalização de  
Empresas Brasileiras**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Finanças

**Orientador:** Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

SÃO PAULO

2013

Carrera Junior, José Marcos.

O Impacto da Estrutura de Propriedade na Internacionalização de Empresas Brasileiras / José Marcos Carrera Junior. - 2013.

99 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng

Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas multinacionais - Brasil. 2. Globalização. 3. Governança corporativa. 4. Mercados emergentes. I. Sheng, Hsia Hua. II. Dissertação (MPA) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 334.726

JOSÉ MARCOS CARRERA JUNIOR

**O Impacto da Estrutura de Propriedade na Internacionalização de  
Empresas Brasileiras**

Dissertação apresentada à Escola de Administração de Empresas de São Paulo, da Fundação Getulio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas.

**Linha de Pesquisa:** Finanças

**Data de Aprovação:** 04 de Dezembro de 2013

**Banca Examinadora:**

---

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng (Orientador)  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. João Carlos Douat  
FGV-EAESP

---

Prof. Dr. José Roberto Securato  
FEA-USP

**A Deus.**

**Aos meus pais, Marcos e Dalva, por tudo o  
que sou e pela dedicação e amor de toda  
uma vida.**

**A meus familiares e amigos pelo convívio e  
apoio constante.**

## AGRADECIMENTOS

A Deus.

A toda minha família pelo suporte e presença incondicional não apenas neste momento de conclusão de um ciclo, como também em tantas outras ocasiões importantes em minha vida.

Ao Prof. Dr. Hsia Hua Sheng por toda confiança depositada em mim, pelos ensinamentos, pela valiosa orientação deste trabalho e pelas portas que me abriu.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato pelos ensinamentos transmitidos, pela confiança e apoio depositados em mim e pelas oportunidades que me concedeu.

Ao Prof. Dr. Arthur Ridolfo Neto e ao Prof. Dr. João Carlos Douat pela participação na banca de qualificação, pelas preciosas colaborações ao trabalho e pelo aprendizado único obtido durante suas disciplinas no curso de mestrado.

Ao Prof. Dr. Luiz Artur Ledur Brito pelas contribuições feitas para engrandecimento da pesquisa e pelo incentivo dado durante o curso.

A Profa. Dra. Marina Heck pelo constante incentivo fornecido durante os dois anos de mestrado.

Ao Prof. Dr. Eduardo Kazuo Kayo pelos ensinamentos e incentivos durante esta jornada.

Aos professores do MPA – Mestrado Profissional em Administração da EAESP-FGV pelo aprendizado proporcionado durante o curso.

Aos amigos da turma de 2011 do MPA – Mestrado Profissional em Administração da EAESP-FGV, pelo convívio, pelo companheirismo, pelos momentos de descontração, pelo privilégio de termos cursado disciplinas em conjunto e pelas discussões sempre enriquecedoras.

Aos amigos da Saint Paul Escola de Negócios.

**“Tenho a impressão de ter sido uma criança  
brincando à beira-mar, divertindo-me em  
descobrir uma pedrinha mais lisa ou uma  
concha mais bonita que as outras, enquanto  
o imenso oceano da verdade continua  
misterioso diante de meus olhos.”**

*Isaac Newton*

## **O Impacto da Estrutura de Propriedade na Internacionalização de Empresas Brasileiras**

### **Resumo**

A internacionalização é um tema cada vez mais em pauta nas empresas. A teoria existente mostra que há um potencial problema de agência na decisão de internacionalização. Enquanto os executivos, visando maximizar sua utilidade, tendem a buscar um alto grau de internacionalização, os acionistas tendem a ser mais seletivos e criteriosos neste tipo de decisão estratégica. Neste cenário o poder de barganha de cada uma das partes e a liberdade dos administradores para buscar seus interesses será dado em função da concentração de propriedade. Não obstante, fatores institucionais de um mercado emergente também podem afetar características corporativas, e a estrutura de propriedade das firmas é um aspecto que é impactado por tais fatores. Portanto não somente a concentração de propriedade, como também o tipo da mesma pode influenciar o grau de internacionalização das firmas. Conseqüentemente este trabalho se propõe a examinar a influência que a estrutura de propriedade tem no grau de internacionalização das empresas brasileiras. Através da análise de 184 empresas brasileiras de capital aberto entre 2002 e 2011 concluímos que o problema de agência não foi tão relevante. Além disso, mostramos que empresas familiares e com forte participação do governo via fundos de pensão apresentaram em média um maior grau de internacionalização, o que sugere a importante atuação do governo junto a grupos privados para impulsionar a internacionalização.

### **Palavras-chaves**

Internacionalização; Estrutura de Propriedade; Governança Corporativa; Teoria de Agência; Mercados Emergentes



## **The Impact of Ownership Structure on the Internationalization of Brazilian Companies**

### **Abstract**

Internationalization is a strategic topic that is gaining in importance on the corporate agendas. The existing theory shows that there is a potential agency problem in the decision of internationalization. While executives, wanting to maximize their utility, tend to seek a high degree of internationalization, shareholders, on the other hand, tend to be more selective and conservative in this type of strategic decision. In this scenario the bargaining power of each party and the freedom of the directors to pursue their interests will be given as the function of the ownership concentration. Notwithstanding, institutional factors of an emerging market may also affect corporate characteristics, and the ownership structure of firms is an aspect that is impacted by such factors. Thus not only the ownership concentration, but also, the classification of the ownership structure can influence the degree of internationalization of firms. Therefore this study aims to examine the influence of ownership structure on the degree of internationalization of Brazilian companies. By the analysis of 184 Brazilian public firms between 2002 and 2011, we concluded that the agency problem involving managers and shareholders was not so relevant. Furthermore, we show that family businesses and firms with strong government involvement by means of pension funds had, on average, a higher degree of internationalization, which suggests the important role of the government with respect to stimulating the internationalization of private groups.

### **Keywords**

Internationalization; Ownership Structure; Corporate Governance; Agency Theory; Emerging Markets

**LISTA DE ILUSTRAÇÕES**

Figura 1 - Relação entre concentração de propriedade e internacionalização.....	22
Figura 2 - Preferência e poder de barganha dos acionistas e executivos.....	23
Figura 3 - Grau esperado de internacionalização como função da estrutura de propriedade...24	
Figura 4 - Capitais brasileiros no exterior .....	36
Figura 5 - Exemplos de cálculo da concentração de propriedade .....	46
Figura 6 - Exemplo de montagem da estrutura de propriedade das empresas antes de 2010 ..	47
Figura 7 - Evolução do grau de internacionalização e concentração de propriedade médios ..	62
Figura 8 - Evolução da concentração de propriedade média por tipo .....	63
Figura 9 - Gráfico de dispersão entre internacionalização e concentração de propriedade .....	66
Figura 10 - Evolução da participação do governo no capital votante .....	71

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Determinantes potenciais da concentração de propriedade.....	41
Tabela 2 - Especificação das variáveis para caracterização da estrutura de propriedade.....	56
Tabela 3 - Estatística descritiva por segmento .....	64
Tabela 4 - Testes da hipótese 1.....	65
Tabela 5 - Testes das hipóteses 2, 3 e 4.....	68
Tabela 6 - Influência do governo no grau de internacionalização.....	73
Tabela 7 - Resumo dos resultados .....	74

## LISTA ABREVIATURAS E SIGLAS

<i>ADR:</i>	<i>American Depository Receipt</i>
<i>AI:</i>	<i>Advertising Intensity</i>
<i>BM&amp;FBOVESPA:</i>	<i>Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo</i>
<i>BNDES:</i>	<i>Banco Nacional do Desenvolvimento</i>
<i>CVM:</i>	<i>Comissão de Valores Mobiliários</i>
<i>DOI:</i>	<i>Degree of Internationalization</i>
<i>EDOI:</i>	<i>Expected Degree of Internationalization</i>
<i>ESTS:</i>	<i>Export Sales to Total Sales</i>
<i>FATA:</i>	<i>Foreign Assets to Total Assets</i>
<i>FDI:</i>	<i>Foreign Direct Investment</i>
<i>FETE:</i>	<i>Foreign Employment to Total Employment</i>
<i>FPTP:</i>	<i>Foreign Profit to Total Profit</i>
<i>FSTS:</i>	<i>Foreign Sales to Total Sales</i>
<i>IAN:</i>	<i>Informativo Anual</i>
<i>IDE:</i>	<i>Investimento Direto Estrangeiro</i>
<i>MIP:</i>	<i>Managers' Internationalization Preference</i>
<i>MPE:</i>	<i>Managers' Power to Enforce</i>
<i>NSi:</i>	<i>Network Spread index</i>
<i>OC:</i>	<i>Ownership Concentration</i>
<i>OIP:</i>	<i>Owner's Internationalization Preference</i>
<i>OPE:</i>	<i>Owner's Power to Enforce</i>
<i>OSTS:</i>	<i>Overseas Subsidiaries to Total Subsidiaries</i>
<i>PDIO:</i>	<i>Psychic Dispersion of International Operations</i>
<i>RDI:</i>	<i>R&amp;D Intensity</i>
<i>TASi:</i>	<i>Transactional Activities Spread index</i>
<i>TMIE:</i>	<i>Top Manager's International Experience</i>
<i>TNi:</i>	<i>Transnationality index</i>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>13</b>
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</b>	<b>16</b>
2.1 Internacionalização Como Decisão Estratégica.....	16
2.2 A Internacionalização do Ponto de Vista dos Executivos .....	17
2.3 A Internacionalização do Ponto de Vista dos Acionistas .....	19
2.4 Construção do Modelo Agente-Principal de Oesterle, Richta e Fish (2013).....	20
2.5 Medindo a Internacionalização .....	25
2.6 Impacto do Tipo de Estrutura de Propriedade na Internacionalização .....	29
2.6.1 Influência do Controle Familiar na Internacionalização.....	29
2.6.2 Influência do Governo na Internacionalização .....	31
2.6.3 Influência de Investidores Estrangeiros na Internacionalização .....	33
2.7 Internacionalização de Empresas no Brasil .....	34
2.8 Estrutura de Propriedade das Empresas no Brasil .....	39
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>43</b>
3.1 Aspectos Gerais .....	43
3.2 Hipóteses.....	44
3.3 Amostra.....	44
3.4 Variável Dependente: Internacionalização .....	45
3.5 Variável Independente: Estrutura de Propriedade .....	45
3.5.1 Concentração de Propriedade.....	45
3.5.2 Classificação e Tipo de Estrutura de Propriedade.....	47
3.6 Variáveis de Controle .....	57
3.7 Modelos Econométricos.....	58
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>62</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>75</b>
<b>5 REFERÊNCIAS.....</b>	<b>77</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Internacionalização é um tema cada vez mais presente nas decisões corporativas. A competitividade deixou de ser local e passou a ser global. Muito disso se dá em função da evolução nos meios de comunicação transportes, produção e mercado de capitais.

Geralmente pensa-se em internacionalização em termos das vantagens para as empresas, e de fato, há inúmeros benefícios em adotar um processo de expansão global. Dentre eles pode-se destacar o aproveitamento de vantagens monopolísticas (Hymer, 1976), diversificação do portfólio de investimentos (Rugman, 1976, 1979; Li, Sarkar e Wang, 2003; Chiou, 2008), apropriação dos benefícios de se operar em um mercado imperfeito e em evolução (Buckley e Casson, 1976), e aumento da escala e escopo da empresa. Seguindo esta linha de raciocínio o processo de internacionalização seria fruto de uma decisão pautada pela clássica racionalidade econômica dos administradores e acionistas, e de maneira geral espera-se que a internacionalização guiada pelos pilares mencionados aumente o valor da empresa indo assim ao encontro dos interesses de seus acionistas.

No entanto, entendendo as Organizações como um conjunto de coalizões políticas nas quais as partes interagem e barganham visando seus próprios interesses e objetivos (March, 1962; Morgan, 2006), compreende-se que há outros fatores que podem explicar o grau de internacionalização das empresas além dos mencionados.

Em relação ao corpo administrativo das organizações, pode-se inferir que os principais interesses deste grupo estão associados à maximização da sua utilidade e riqueza pessoal (Fama, 1980; Amihud e Lev, 1981), seja ela monetária ou não monetária (Jensen, 1986; Harris e Raviv, 1991, Morck e Yeung, 1991; Denis 2002; Aggarwal e Samwick, 2003), e tais interesses podem ser conquistados via diversificação (Amihud e Lev, 1981; Aggarwal e Samwick, 2003). Portanto, entendendo que a internacionalização é uma forma de diversificação geográfica é plausível aceitar a premissa de que em geral os administradores preferem e buscam um alto grau de internacionalização (Oesterle, Richta e Fish, 2013).

Os acionistas por sua vez tendem a ser mais seletivos quando da decisão de diversificação e internacionalização uma vez que podem fazer uso do mercado de capitais para cumprir este papel (Rugman, 1976, 1979; Amihud e Lev, 1981; Li, Sarkar e Wang, 2003; Chiou, 2008) e também pelo fato de uma internacionalização mal sucedida corroer parte de sua riqueza.

Neste contexto a internacionalização pode ser tomada com um exemplo de problema de agência (Jensen e Meckling, 1976) envolvendo os interesses conflitantes dos acionistas e administradores (Aggarwal e Samwick, 2003) no qual o poder de barganha das partes para fazer valer seus interesses depende, dentre outros fatores, da estrutura de propriedade da empresa (Oesterle, Richta e Fish, 2013). E neste cenário a teoria existente mostra que os administradores terão mais liberdade para perseguir seus interesses, no caso analisado uma maior internacionalização, quando a propriedade da firma for mais dispersa (Jensen e Meckling, 1976; Shleifer e Vishny, 1997).

Além disso, com base em Dunning e Lundan (2008) e Peng, Wang e Jiang (2008), Bhaumik, Driffield e Pal (2010) argumentam que as características e o comportamento das firmas são afetados por fatores institucionais, e Yoshikawa e McGuire (2008) verificaram que no Japão um aspecto corporativo que foi fortemente afetado pelas instituições locais foi a estrutura de propriedade e de governança corporativa. Por isso é relevante estender a análise para averiguar não apenas o impacto que a concentração de propriedade tem na internacionalização, mas também compreender a influência que o tipo de estrutura de propriedade exerce sobre tal decisão estratégica.

No Brasil, um traço marcante da estrutura de propriedade é a forte presença de famílias, governo e investidores estrangeiros no capital votante (Aldrighi e Neto, 2007). E neste contexto Bhaumik, Driffield e Pal (2010) argumentam que em geral empresas familiares possuem uma gestão mais simples e ligada à cultura local, o que poderia inibir a internacionalização. Já o governo de um país emergente, principalmente via fundos de pensão de empresas públicas e banco de fomento, desempenha um papel de facilitador da expansão internacional das firmas (Além e Madeira, 2010; Kovacs, Moraes e Oliveira, 2007). A presença do capital estrangeiro por sua vez pode trazer recursos e aprendizado à empresa favorecendo seu processo de internacionalização (Mathews, 2006). Portanto, seguindo a linha de Bhaumik, Driffield e Pal (2010) nossa análise verificará também a influência que estes três tipos de estrutura de propriedade exercem sobre o grau de internacionalização das firmas brasileiras.

Isto posto, analisando uma amostra de 184 empresas brasileiras de diversos segmentos de atividade listadas na BM&FBOVESPA entre os anos de 2002 a 2011, o principal objetivo deste trabalho é avaliar a influência que a estrutura de propriedade, tipo e concentração, exerce no grau de internacionalização de empresas brasileiras, visando também comprovar ou

não a existência do problema de agência entre acionistas e executivos nesta situação. Para tal nos baseamos nos trabalhos de Oesterle, Richta e Fish (2013) e Bhaumik, Driffield e Pal (2010).

Diante da crescente importância da temática da internacionalização para o ambiente de negócios (Fleury e Fleury, 2003) há um grande volume de estudos sobre este campo, também existem diversos trabalhos que discutem a teoria de agência, principalmente relacionada à decisão de diversificação. Não obstante é possível encontrar muitas pesquisas sobre estrutura de propriedade. Porém a grande contribuição deste trabalho para a área do conhecimento em administração e negócios é a junção destas três esferas na análise de um mercado emergente como o Brasil, onde há escassos estudos sobre o assunto, e comparação dos resultados obtidos com os de um mercado desenvolvido como a Alemanha, e de um mercado em desenvolvimento como a Índia. Além disso, o trabalho aborda o impacto e o mecanismo da participação do governo via banco de desenvolvimento e fomento, e fundos de pensão de empresas públicas no processo de internacionalização das empresas brasileiras.

Este trabalho está estruturado da seguinte forma: na sessão seguinte será apresentada a fundamentação teórica que cobrirá o problema de agência envolvendo acionista e administradores no que tange a decisão de internacionalização; formas de medir a internacionalização, o impacto que o tipo de estrutura de propriedade pode exercer sobre a decisão de internacionalização; e a temática da internacionalização e estrutura de propriedade no Brasil. O terceiro capítulo será dedicado à apresentação dos pressupostos metodológicos utilizados no estudo, como por exemplo, descrição das variáveis, dos dados, da amostra, das hipóteses e do modelo econométrico. O quarto capítulo apresentará a análise dos resultados da pesquisa empírica frente à teoria apresentada. No quinto capítulo serão expostas as considerações finais assim como as limitações da pesquisa e sugestões para estudos futuros.



## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 Internacionalização Como Decisão Estratégica

Internacionalização, ou diversificação internacional, é a extensão na qual a empresa tem negócios fora de seu país sede (Madeira e Silveira, 2013). Na definição de Welch e Luostarinen (1993) internacionalização é o envolvimento de uma empresa em operações em outros países, conceito também compartilhado por Hitt, Ireland e Hoskisson (2002). Para Root (1994) a internacionalização engloba diferentes modos de atuação no exterior como exportação, licenciamento, *joint-ventures*, aquisições e Investimento Direto Estrangeiro (IDE), ou em inglês *Foreign Direct Investment* (FDI). Já o montante do negócio que está em mercados externos é mensurado pelo grau de internacionalização, ou *Degree of Internationalization* (DOI) (Oesterle, Richta e Fish, 2013).

Há vários motivos que justificam uma internacionalização, dentre os quais destacamos o aproveitamento de vantagens monopolísticas (Hymer, 1976), a internacionalização de mercados imperfeitos (Buckley e Casson, 1976), buscas de economia de escala, escopo e maior flexibilidade operacional (Kogut, 1985), e oportunidade para aprendizado organizacional (Barkema e Vermeulen, 1998; Ghoshal, 1987; Kim, Hwang e Burgers, 1993; Kogut e Zander, 1993; Vermeulen e Barkema, 2002; Zahra, Ireland e Hitt, 2000).

Mariotto (2007) expõe que a internacionalização de empresas pode ser guiada por aspectos políticos, econômicos e estruturais. Do ponto de vista político a intenção é aproveitar vantagens oferecidas pelos governos de diferentes países, como por exemplo, benefícios fiscais. O pilar econômico relaciona-se com possíveis vantagens em custo, diversificação do portfólio de investimento e acesso a recursos produtivos. O aspecto estrutural refere-se aos benefícios da aprendizagem organizacional ligado à estruturação e gestão de uma operação internacional.

Sob a ótica da teoria de portfólios e carteiras de Markowitz (1952), uma empresa pode reduzir seu risco ao investir em mercados não integrados e não perfeitamente correlacionados (Chiou, 2008; Hennart, 2007; Hughes, Logue e Sweeney, 1975; Li, Sarkar e Wang, 2003; Qian, 1997; Ramírez-Alesón e Espitia-Escuer, 2001; Rugman, 1976; Shapiro, 1978).

Dunning (2001) por sua vez aponta quatro grupos de motivadores que poderiam justificar uma internacionalização, sendo eles:

- *Resource seeking*: a internacionalização seria motivada pela busca de vantagem e acesso a recursos escassos e/ou mais baratos, como matéria-prima, mão-de-obra e tecnologia;
- *Market seeking*: a internacionalização seria motivada pela busca de novos mercados;
- *Efficiency seeking*: a internacionalização seria motivada pela racionalização da produção e da logística, e aproveitamento de economias de escala e escopo;
- *Asset/Capability seeking*: a internacionalização seria motivada por questões estratégicas de longo prazo como formação de parcerias, acesso a ativos tangíveis e intangíveis que possibilitariam o acesso a novos recursos e mercados no decorrer do tempo.

Nas circunstâncias enumeradas a diversificação internacional é positiva, portanto quando a mesma é motivada por tais critérios espera-se criação de valor.

No entanto pode haver outros motivadores para o aumento do grau de internacionalização da firma além dos citados, e estes fatores não necessariamente podem estar associados à maximização do valor da firma, mais sim podem estar ligados a benefícios individuais de certos grupos dentro da organização.

## **2.2 A Internacionalização do Ponto de Vista dos Executivos**

Entendendo as Organizações como um conjunto de coalizões políticas nas quais as partes interagem e barganham visando seus próprios interesses e objetivos (March, 1962; Morgan, 2006), compreende-se que há outros fatores que podem explicar o grau de internacionalização das empresas além dos mencionados.

De acordo com Oesterle, Richta e Fish (2013), em empresas de capital aberto geralmente os executivos detém uma pequena parcela das ações das companhias, e tudo mais constante isso faz com que os gestores capturem apenas uma pequena fração dos lucros gerados a partir de suas atividades. Portanto, segundo Oesterle, Richta e Fish (2013) neste cenário os administradores têm um certo incentivo a redirecionar seus esforços para a conquista de benefícios pessoais sejam eles monetários ou não, ao invés de buscarem a maximização da riqueza da empresa e conseqüentemente do acionista.

E a internacionalização é uma forma que os executivos têm para aumentar sua riqueza, sendo a construção de impérios um relevante benefício pessoal (Harris e Raviv, 1991; Morck e Yeung, 1991; Denis, Denis e Yost, 2002; Aggarwal e Samwick, 2003; Oesterle, Richta e Fish, 2013). De acordo com este conceito, os administradores podem ser levados a buscar expandir as fronteiras da firma, mesmo que não necessariamente estejam agregando valor ao negócio, uma vez que parte relevante de sua riqueza pessoal monetária e não monetária está ligada ao tamanho e ao crescimento da Organização.

Já no que diz respeito aos benefícios não monetários, os executivos podem obter um maior reconhecimento, prestígio, fama e poder quando do aumento no grau de internacionalização das firmas (Jensen, 1986; Morck e Yeung, 1991; Denis, Denis e Yost, 2002; Aggarwal e Samwick, 2003; Oesterle, Richta e Fish, 2013). Não obstante uma maior internacionalização, ou diversificação, pode reduzir o risco de demissão do gestor segundo Aggarwal e Samwick (2003) e Shleifer e Vishny (1997), pois o mesmo se torna mais necessário à firma.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram uma explicação seguindo a teoria agente-principal para as consequências da separação entre propriedade e controle. Enquanto os acionistas/proprietários (principal) estão interessados em maximizar o valor da empresa, os executivos (agentes) buscam a maximização do seu próprio resultado/utilidade. Portanto espera-se que nem sempre o agente aja de acordo com os interesses do principal.

Pyndick, (2002), complementa a definição expondo que na maioria das empresas os proprietários não têm tempo e recurso para monitorar tudo o que seus funcionários fazem. Isto leva a situação em que os administradores sabem mais a respeito dos custos, da posição competitiva e das oportunidades de investimento da empresa do que os proprietários. Esta assimetria de informações cria o problema da relação entre agente-principal. “Há uma relação de agência sempre quando há um arranjo entre pessoas no qual o bem-estar de um dos participantes depende daquilo que é feito por outra pessoa” (Pindyck, 2002), sendo o agente o indivíduo contratado por um principal para atingir os objetivos do mesmo (administradores), e o principal o indivíduo que contrata um ou mais agentes e é afetado pela ação dos agentes (proprietários).

Segundo Milgron e Roberts (1992), risco moral é uma forma de oportunismo pós-contratual que surge quando ações que têm consequências na eficiência de mercado não são facilmente observáveis, portanto, a pessoa adotando tais ações pode escolher perseguir seus próprios

interesses à custa de outrem. Ainda segundo os autores, o problema de risco moral pode surgir em qualquer situação em que alguém age de maneira ineficiente, ou provê uma informação distorcida devido a interesses individuais não alinhados com interesses organizacionais. Daí origina-se também o problema agente-principal.

Em geral a incidência do risco moral e do problema de agência em uma decisão de diversificação ocorre quando os gestores tendem a reter fluxos de caixa, e a diversificação abre uma oportunidade para investimento deste caixa represado (Jandik e Makhija, 2005). A diversificação desta forma pode ser visada pelos executivos por outros motivos senão o de maximizar o valor da empresa. Este tipo de situação e conflito de interesses exige investimentos em programas de incentivos e controle que talvez excedam o benefício causado pela internacionalização, destruindo assim o valor para empresa.

### **2.3 A Internacionalização do Ponto de Vista dos Acionistas**

Assim como defendido por Jensen e Mackling (1976) os acionistas (principais) estão interessados na maximização do valor da firma e, portanto da sua riqueza. Entretanto conforme exposto há um potencial problema agente-principal quando dá decisão de diversificação. De maneira geral, os executivos estarão empenhados em empreender a internacionalização mesmo que a mesma não colabore para a criação de valor para o acionista, pois como visto, o gestor irá buscar maximizar o seu próprio retorno às custas do acionista neste tipo de cenário.

Para coibir este problema, os acionistas podem lançar mão de mecanismos de governança. Há duas principais medidas que podem ser adotadas para gerenciar o risco moral e minimizar o problema de agência: uma é introdução de um plano de incentivo aos gestores de modo que os interesses dos executivos estejam vinculados ao dos acionistas (Denis, Denis e Sarin, 1999). A outra medida é o monitoramento dos executivos (Denis, Denis e Sarin, 1999; Myerson, 1982; Shleifer e Vishny, 1997). Porém estas não são medidas baratas, e para investidores com baixa participação na propriedade da firma, a relação custo-benefício da adoção destes procedimentos é negativa. Portanto em casos em que o capital é disperso, os executivos tendem a ter mais liberdade para buscar seus interesses uma vez que acionistas com baixa concentração de propriedade quando do descontentamento com decisões tomadas pelos

executivos simplesmente se desfazem da sua posição ao invés de investir em programas estruturados de incentivo e monitoramento.

O oposto também é verdadeiro: investidores que possuem grande parte de seu capital alocado em uma determinada empresa se vêem mais motivados a adotar programas de incentivos e monitoramento uma vez que possuem mais riqueza envolvida na empresa.

Investidores majoritários de uma companhia de uma forma geral tendem a preferir também um grau maior de internacionalização como forma de diluição de seu risco, principalmente o risco relacionado ao mercado de origem da Organização. Aqui poderia haver uma convergência de interesses entre acionista e gestor (Oesterle, Richta e Fish, 2013).

#### **2.4 Construção do Modelo Agente-Principal de Oesterle, Richta e Fish (2013)**

Analisando o arcabouço teórico, é possível construir o modelo agente-principal de Oesterle, Richta e Fish (2013) quando da decisão de internacionalização, que por sua vez assume que:

1. Os executivos têm uma preferência constante por um alto grau de internacionalização, visto que a mesma lhes fornece benefícios materiais e não materiais. Esta preferência será sempre maior do que a do acionista;
2. A preferência dos executivos por um alto grau de internacionalização é independente de quaisquer fatores internos à empresa, inclusive estrutura e concentração de propriedade;
3. Os executivos não possuem participação na propriedade das empresas.
4. A preferência dos acionistas pela internacionalização depende diretamente de como é constituída a estrutura de propriedade da sua Organização;
5. O capital altamente disperso faz com que o executivo tenha maior poder de barganha e liberdade para buscar seus interesses. Esta relação é inversa quando da alta concentração de propriedade.

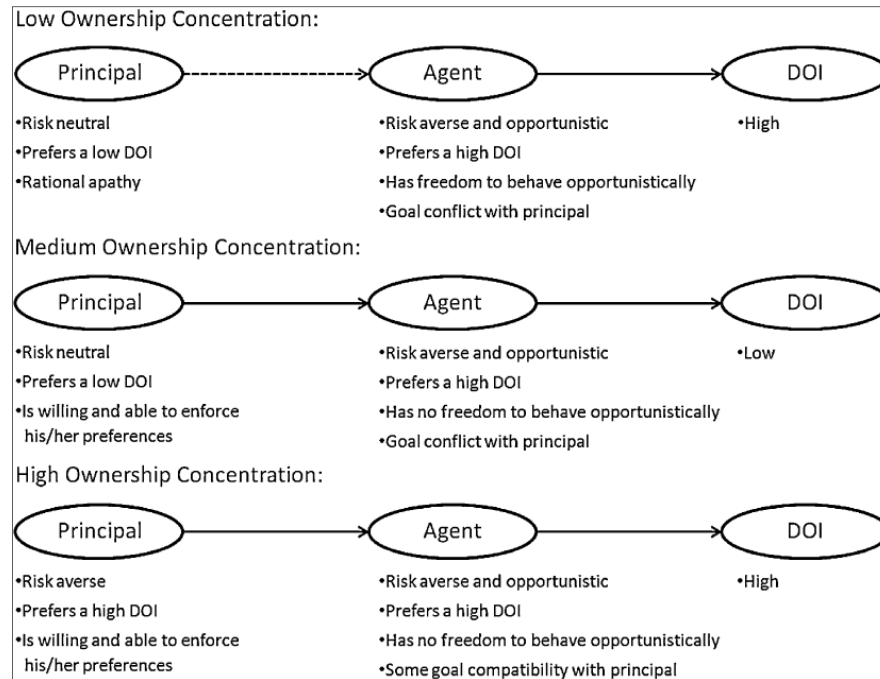
Da parte dos acionistas, quando os mesmos possuem uma pequena fração das ações da empresa, em outras palavras, quando há baixa concentração de propriedade, os mesmos tendem a ser neutros ao risco, pois possuindo um baixo percentual de seu patrimônio

investido em uma companhia, quando do descontentamento com a gestão e/ou com os resultados corporativos é mais fácil vender sua posição do que implementar programas robustos de controle e incentivo aos executivos devido aos altos custos envolvidos nisto. Neste cenário a decisão e a preferência pela internacionalização não é um fator muito relevante, visto que os benefícios e prejuízos que o acionista tende a arcar com o processo de internacionalização são limitados pela sua pouca participação acionária. Neste contexto os executivos possuirão maior liberdade e poder de barganha para buscar seus próprios interesses, que no caso é partir para internacionalização. Portanto, em situações onde há baixa concentração de propriedade espera-se que haja um alto grau de internacionalização.

Quando os acionistas passam a ter uma parcela maior da propriedade da empresa, ou seja, quando a concentração de propriedade aumenta, os mesmos tendem a ser mais avessos ao risco, visto que há muito mais recursos pessoais em jogo e os mesmos têm mais a perder, ou a ganhar, dada as ações adotadas pelos gestores. Neste tipo de circunstância, valeria a pena adotar procedimentos de controle, supervisão e incentivos sobre os executivos visando minimizar o problema agente-principal. A consequência imediata é que os acionistas serão mais seletivos quanto à internacionalização e os gestores terão um menor poder de barganha para buscar um alto grau de internacionalização. Portanto espera-se que o aumento na concentração de propriedade, leve a um menor grau de internacionalização.

Por fim, quando há um alto grau de concentração de propriedade, os acionistas tornam-se ainda mais avessos ao risco, porém seguindo a teoria de carteiras e portfólios, que defende que através da diversificação é possível obter uma melhor relação risco-retorno do que investindo em ativos individualmente (Markowitz, 1952), os acionistas terão uma preferência por manter um nível ótimo de internacionalização como forma de diluir o seu risco. Neste caso há certo alinhamento de interesses entre acionistas e executivos e a tendência é que haja um alto grau de diversificação.

A Figura 1 resume como é estruturada a relação descrita acima:



**Figura 1 - Relação entre concentração de propriedade e internacionalização.**  
**Fonte: Oesterle, Richta e Fish (2013) p. 6**

Isto posto, Oesterle, Richta e Fish (2013) descrevem a Preferência dos Proprietários para Internacionalizar (*OIP – Owner’s Internationalization Preference*) como uma função quadrática da Concentração de Propriedade (*OC – Ownership Concentration*) cujo coeficiente  $a$  é positivo indicando a correta concavidade da parábola (para cima) visando refletir a preferência dos acionistas pela internacionalização dado a maior concentração de ações possuídas.

$$OIP(OC) = aOC^2 \quad (1)$$

A ausência do termo  $bOC$  e da constante na Equação 1 garante que não há preferência para internacionalizar sem propriedade.

Já a Preferência dos Gestores para Internacionalizar (*MIP – Managers’ Internationalization Preference*) é uma constante no modelo e será sempre maior do que a preferência máxima dos proprietários para internacionalizar (*OIP*)

$$MIP = A | A > OIP(100\%) \quad (2)$$

O Poder de Barganha dos Proprietários sobre os gestores (*OPE – Owner’s Power to Enforce*) é dado por uma função linear diretamente associada à concentração de propriedade (*OC*), enquanto a relação linear inversa se verifica quando trata-se do Poder de Barganha dos Executivos (*MPE – Managers’ Power to Enforce*).

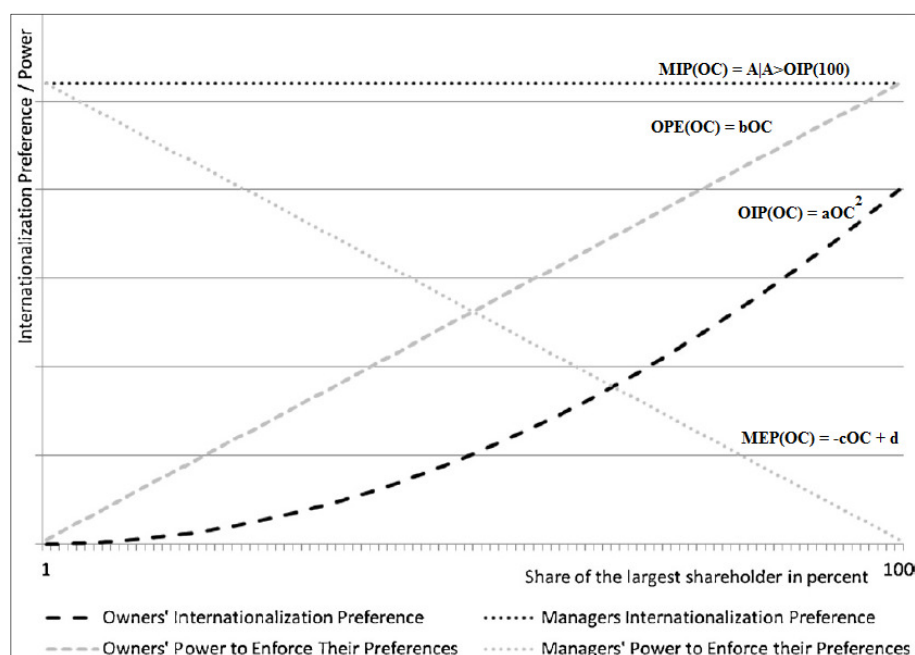
$$OPE(OC) = bOC \quad (3)$$

No caso do poder de barganha dos acionistas, a constante da Equação 3 é igual à zero, indicando que a reta da equação passa pela origem dos eixos, mostrando que obrigatoriamente só há poder de barganha quando existe participação na propriedade da empresa.

$$MPE(OC) = -cOC + d \quad (4)$$

Para o poder de barganha dos executivos, o coeficiente angular da equação 4 é negativo mostrando que quanto maior a concentração de propriedade menor será o poder de barganha do executivo e menor será a sua capacidade de influência. Entretanto a constante *d* positiva demonstra que de certa forma sempre haverá um determinado poder de barganha por parte dos executivos independentemente da concentração de propriedade.

Podemos resumir tais equações na Figura 2:



**Figura 2 - Preferência e poder de barganha dos acionistas e executivos**

Fonte: Oesterle, Richta e Fish, (2013) p. 7



Desta maneira, o Grau Esperado de Internacionalização (*EDOI – Expected Degree of Internationalization*) será dado em função da soma dos produtos das preferências dos proprietários e gestores com seus devidos poderes de barganha. Assim chegamos à Equação 4:

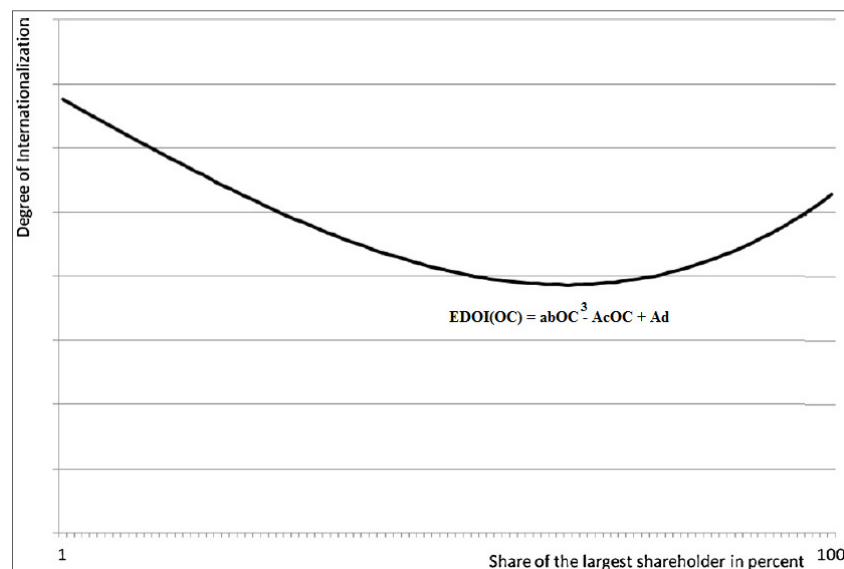
$$EDOI(OC) = OIP(OC) * OPE(OC) + MIP(OC) * MPE(OC) \quad (4)$$

Substituindo as funções temos:

$$EDOI(OC) = aOC^2 * bOC + A * (-cOC + d) \quad (5a)$$

$$EDOI(OC) = abOC^3 - AcOC + Ad \quad (5b)$$

Seguindo o modelo proposto conclui-se pela Equação 5b que o grau esperado de internacionalização de uma empresa segue uma função cúbica em formato de “U” (Oesterle, Richta e Fish, 2013). A Figura 3 mostra o esboço desta curva:



**Figura 3 - Grau esperado de internacionalização como função da estrutura de propriedade.**  
**Fonte: Oesterle, Richta e Fish (2013) p. 8**

A existência deste padrão foi comprovada por Oesterle, Richta e Fish (2013) nas 102 maiores empresas fabris da Alemanha no período compreendido entre 1990 a 2006. A abordagem inovadora deste trabalho é exatamente comprovar a existência da relação cúbica em formato de “U” entre internacionalização e concentração de propriedade. Esta metodologia foi pouco testada na academia.

Assim temos a primeira hipótese a ser testada no trabalho:

**H1:** *O grau de internacionalização das empresas é dado por uma função cúbica em formato de “U” que segue a seguinte fórmula:  $EDOI(OC) = abOC^3 - AcOC + Ad$*

No Brasil além de observarmos um baixo grau de internacionalização das firmas, é comum verificarmos a alta concentração de propriedade, sobretudo a familiar (Aldrighi e Neto, 2005, 2007; Campos, 2006; Coutinho, Amaral e Bertucci, 2006; Caixe e Krauter, 2013). Não obstante, Damil, Rogers e De Sousa (2007) complementam mencionando que esta alta concentração de propriedade aliada a separação do direito à propriedade e ao caixa, contribui para o surgimento do principal conflito de agência do país que é a relação entre acionistas minoritários e majoritários ou controladores, visão também compartilhada por Caixe e Krauter (2013). Portanto o teste da hipótese 1 se faz importante em um mercado emergente com características distintas de um mercado desenvolvido como o Alemão.

## 2.5 Medindo a Internacionalização

Há um extenso debate sobre a escolha de uma medida que represente a internacionalização, e não há um padrão geral aceito para mensurar o grau de internacionalização de uma firma (Allen e Pantzalis, 1996; Contractor, Kundu e Hsu, 2003; Oesterle, Richta e Fish, 2013). Uma forma de abordar esta problemática é através de indicadores unidimensionais. Dentre estes índices o mais popular e comumente utilizado é o que denominamos ***Foreign Sales to Total Sales (FSTS)***, que representa a proporção das receitas da empresa auferida fora do país de origem em relação ao faturamento total (Annavarjula e Beldona, 2000; Sullivan, 1994; Thomas e Eden, 2004).

Sullivan (1994) seguindo o arcabouço teórico existente sugere que o grau de internacionalização de uma empresa pode ser explicado em três esferas: (1) performance: mede o desempenho da firma em mercados estrangeiros (Vernon, 1971); (2) estrutura: indica qual a estrutura da firma no exterior (Stopford e Wells, 1972) e (3) atitude: avalia a predisposição dos executivos da companhia para a internacionalização (Perlmutter, 1969).

Para a perspectiva de performance Sullivan (1994) indica cinco indicadores:

- *FSTS – Foreign Sales to Total Sales;*

- *RDI – R&D Intensity*: a intensidade do P&D de uma empresa pode explicar o nascimento de uma empresa global além de ser um fator importante para ganho de *market share* em mercados estrangeiros (Caves, 1982; Franko, 1989);
- *AI – Advertising Intensity*: a intensidade dos investimentos em propaganda e marketing pode ajudar a explicar o crescimento de empresas em novos mercados (Caves, 1982; Capon, Farley e Hoening, 1990; Keown *et al.*, 1989);
- *ESTS – Export Sales to Total Sales*: a participação das exportações nas receitas totais pode indicar uma forma de internacionalização (Sullivan e Bauerschmidt, 1989);
- *FPTP – Foreign Profit to Total Profit*: medida semelhante ao *FSTS* que avalia a participação dos lucros obtidos em regiões estrangeiras frente ao lucro total (Eppink e Van Rhijin, 1988).

Para a esfera estrutural Sullivan (1994) apresenta dois índices:

- *FATA – Foreign Assets to Total Assets*: mostra quanto dos ativos da empresa estão alocados internacionalmente. Este indicador dá uma noção da materialidade do caráter internacional de uma Organização (Daniels e Bracker, 1989);
- *OSTS – Overseas Subsidiaries to Total Subsidiaries*: representa o número de subsidiárias fora do país de origem sobre o número de subsidiárias local. A interpretação deste indicador é semelhante ao *FATA* (Stopford e Wells, 1972; Vernon, 1971).

Há um terceiro indicador que pode ser considerado nesta perspectiva estrutural que é o *FETE – Foreign Employment to Total Employment*, que basicamente mede a participação dos empregados no exterior em comparação com o número total de colaboradores (UNCTAD-DTCI, 1995).

Dois indicadores para a perspectiva atitude são levantados por Sullivan (1994):

- *TMIE – Top Manager’s International Experience*: mensura a duração acumulada dos executivos da empresa em posições internacionais como porcentagem da experiência total dos executivos. Esta métrica pretende mostrar que quanto maior for à experiência dos gestores em cargos internacionais maior tende a ser sua preferência e direcionamento para a internacionalização (Maisonrouge, 1983; Perlmutter, 1969);

- *PDIO – Psychic Dispersion of International Operations*: seguindo a metodologia de Sullivan (1994), esta medida indica a dispersão da internacionalização compreendendo o mundo em dez zonas psíquicas (Ronen e Shenkar, 1985). Cada zona tem seu próprio mapa cognitivo de princípios gerenciais (Adler, Doktor e Redding, 1986; Hofstede, 1993). Portanto espera-se que quanto maior for à dispersão das atividades da empresa nas zonas, maior será a amplitude da internacionalização.

Sullivan (1994) testa os indicadores e obtém relevância na explicação da internacionalização em apenas para cinco deles: *FSTS*, *FATA*, *OSTS*, *PDIO* e *TMIE*. Desta forma o autor sugere a combinação das métricas para a avaliação do grau de internacionalização.

Nota-se que o uso de indicadores unidimensionais da perspectiva performance e estrutura avaliam a questão da escala da internacionalização, e segundo Oesterle, Richta e Fish (2013) esta é uma abordagem muito simplista da expansão global, pois acaba resumindo o universo em duas esferas antagônicas: dentro e fora do país sede (Ietto-Gilles, 1998). Por esta razão tais métricas quando analisadas isoladamente não fornecem quaisquer informações sobre o papel cultural e geográfico da internacionalização (Fisch e Oesterle, 2003; Kim, Hwang e Burgers, 1993; Tallman e Li, 1996). Enquanto isso há outros indicadores unidimensionais que capturam a amplitude e abrangência da internacionalização, porém pecam por não levar em consideração a questão do desempenho e da escala mencionada anteriormente (Oesterle, Richta e Fish, 2013; Thomas e Eden, 2004).

Reconhecendo as limitações do uso de indicadores unidimensionais para mensurar o grau de diversificação internacional de empresas, parece, portanto, razoável o uso de métricas multidimensionais que passem a combinar dois ou mais índices unidimensionais.

De acordo com Ietto-Gillies (1998), em 1995 foi publicado o 1º indicador composto para avaliar a internacionalização no *World Investment Report* da UNCTAD-DTCI (UNCTAD-DTCI, 1995). Esta métrica, denominada *Transnationality index (TNi)* é uma média aritmética dos indicadores: *FSTS*, *FATA*, *FETE*.

$$FSTS = FS/TS ; FATA = FA/TA ; FETE = FE/TE \quad (6a)$$

Onde *FS* é a receita obtida fora do país de origem, *TS* é a receita total da empresa, *FA* são os ativos fora do país de origem, *TA* é o ativo total da firma; *FE* é o número de colaboradores fora do país de origem, e *TE* é o número de empregados total da firma.

$$TNi = (FSTS + FATA + FETE)/3 \quad (6b)$$

O *TNi* é uma medida relativa que compara as atividades executadas e mantidas fora do país de origem como uma proporção da operação total da empresa. Seguindo esta lógica, uma empresa com alto grau de internacionalização apresentará um alto *TNi* independentemente de onde as atividades e operações são conduzidas (Ietto-Gillies, 1998). Esta métrica contempla tanto o lado da oferta como o da demanda em uma internacionalização. A demanda é refletida pelo indicador *FSTS*, que aborda as vendas; já a oferta está representada pelos índices *FATA* e *FETE*, que referem-se aos ativos e empregados respectivamente. Esta é apenas uma das inúmeras formas de se montar um índice composto (Ietto-Gillies, 1998).

Embora seja uma medida composta, esta ainda preserva pelo menos uma das limitações mencionadas do uso dos indicadores unidimensionais. O *TNi* não leva em consideração a dimensão geográfica, regulatória, política e as especificidades culturais da internacionalização. Portanto Ietto-Gillies (1998) propõe uma nova medida que leva em consideração a amplitude geográfica da internacionalização ao ponderar o *TNi* pelo Índice de Abrangência da Rede (*NSi* – *Network Spread index*). O *NSi* nada mais é que a divisão do número de países, excluindo-se o país de origem, que a firma possui afiliadas sobre o número total de países estrangeiros que potencialmente poderiam abrigar uma subsidiária da empresa.

$$NSi = \frac{n}{n^*} \quad (7)$$

Em que *n* representa o número de países estrangeiros na qual a empresa possui afiliadas, e *n\** é o número total de países estrangeiros que poderiam receber uma subsidiária. Uma abordagem para o *n\** é considera-lo como o número de países que aceita e recebe investimento externo menos uma unidade, esta indicando o país de origem da firma (Ietto-Gillies, 1998). Seguindo esta linha, Ietto-Gillies (1998) adotou a informação publicada em UNCTAD-DTCI - *World Investment Report* (1997) em que *n\** seria igual a 178 países.

Dando sequência a metodologia pondera-se o *TNi* pelo *NSi*, e a esta medida dá-se o nome de ***Transactional Activies Spread index (TASi)***:

$$TASi = TNi * NSi \quad (8a)$$

$$TASi = [(FSTS + FATA + FETE)/3] * n/n^* \quad (8b)$$

$$TASi = [(FS/TS + FA/TA + FE/TE)/3] * n/178 \quad (8c)$$

Embora realmente o *TASi* seja uma métrica mais robusta ela também possui limitações como por exemplo não considerar a questão psíquica da internacionalização. Em outras palavras tal índice não abrange diferenças socioculturais e econômicas dos diferentes mercados quando de uma expansão geográfica.

## **2.6 Impacto do Tipo de Estrutura de Propriedade na Internacionalização**

Que as instituições de um país ou ambiente de negócios afetam os resultados e estratégias das corporações é um fato pouco controverso. No entanto o entendimento de como as instituições locais afetam características corporativas se faz importante (Peng, Wang e Jiang, 2008).

Yoshikawa e McGuire (2008) trouxeram evidências que mostraram que no Japão a estrutura de propriedade é uma das características corporativas que é fortemente afetada pelas instituições locais. Bhaumik, Driffield e Pal (2010) estendem a análise ao averiguarem o impacto positivo que o tipo de estrutura de propriedade tem na internacionalização de empresas indianas do setor automotivo e farmacêutico.

Três características importantes da estrutura de propriedade das empresas brasileiras são a forte presença de famílias, do governo e de capital estrangeiro no controle das firmas (Aldrighi e Neto, 2007), portanto, para este trabalho focaremos a discussão na influência destes tipos de estrutura no grau de internacionalização.

### **2.6.1 Influência do Controle Familiar na Internacionalização**

De forma geral, a literatura indica que a presença de famílias no controle das empresas de certa forma inibe o processo de internacionalização (Fernández e Nieto, 2005). Gallo e Sveen

(1991), por exemplo, argumentam que famílias controladoras de uma companhia podem ser relutantes quanto à internacionalização dada a dificuldade de adaptação do modelo de negócios local para uma nova cultura ou região. Os problemas envolvendo a internacionalização da Natura para a França foi um exemplo desta situação, na qual a empresa brasileira teve dificuldade de implantar seu modelo de negócios de venda direta, bem sucedido no Brasil, em um país de cultura diferente.

Johanson e Vahne (1977) defendem que a internacionalização é um processo gradual que envolve aprendizagem contínua por parte do corpo gerencial, uma vez que a gestão e controle de operações internacionais requerem dos administradores uma grande variedade de habilidades e competências específicas. Bhaumik, Driffield e Pal (2010) complementam que em uma empresa tipicamente familiar, na qual os diretores e gerentes também são membros da família, dificilmente as habilidades e competências requeridas para a expansão internacional são encontradas na direção. Portanto a internacionalização neste caso requer uma razoável transferência de poder de decisão para profissionais do mercado, que não possuem vínculo familiar, fato este não desejável em um ambiente institucional em que os direitos de propriedade são fracos e onde os contratos informais prevalecem. Tsang (2001) enfatiza que neste contexto leva-se muito tempo para se construir de uma relação de confiança entre o gestor expatriado não vinculado à família e os demais proprietários da empresa, sendo tal relação fundamental para o processo de internacionalização.

A falta de meritocracia, consequência da dependência dos laços familiares para definição de posições diretivas, e simplicidade estratégica são fatores apontados por Bhaumik, Driffield e Pal (2010) e Zahra (2003, 2005) como inibidores do processo de internacionalização. Segundo os autores, os pontos levantados tendem a fazer com que empresas controladas por famílias tenham uma gestão simples e adotem da mesma estratégia por um longo período. Tais fatores podem fazer com que oportunidades de internacionalização passem despercebidas pelos administradores. Já Fernández e Nieto (2005) apontam que há poucas fontes de financiamento disponíveis capazes de satisfazer as necessidades tanto das famílias controladoras como as de crescimento do negócio.

Além dos pontos mencionados, Bhaumik, Driffield e Pal(2010) reforçam que as empresas familiares tendem a ser mais relutantes à internacionalização pois tal decisão impõe a empresa a adoção de melhores padrões de governança além da firma ser fruto de criteriosa avaliação conduzida por órgãos reguladores, agências de crédito internacionais, investidores e demais

credores. Os referidos autores enfatizam que há diversas corporações de caráter familiar, como a Honda, LG, Hyundai, dentre outras, que ocupam uma posição de destaque no cenário internacional, entretanto os pesquisadores defendem que a proeminente internacionalização de uma empresa de controle familiar ocorre devido a outros fatores senão a estrutura de propriedade, como por exemplo tamanho reduzido do mercado interno e busca de recursos, sendo que estes motivadores acabam compensando o impacto inibidor que a simplicidade estratégica, falta de meritocracia e forte ligação com a cultura local exercem sobre o processo de internacionalização.

Isto posto podemos desenhar a segunda hipótese do estudo.

*H2: Quanto maior for à participação de famílias na propriedade da empresa menor será o grau de internacionalização.*

## **2.6.2 Influência do Governo na Internacionalização**

Em um país emergente a participação do governo é um catalizador do processo de internacionalização. Shamsuddoha, Ali e Ndubisi (2009) observaram que a assistência direta ou indireta do governo acabou por influenciar positivamente a internacionalização de empresas em Bangladesh. Zutshi e Gibbons (1998) enfatizaram a relevância do governo na internacionalização de empresas asiáticas. No Brasil a literatura indica que o mesmo acontece.

Em um mercado cada vez mais integrado e global a competitividade internacional das empresas torna-se cada vez mais relevante para o desenvolvimento de uma nação, e é neste contexto que a internacionalização é pauta cada vez mais presente nas agendas de políticas públicas (Além e Madeira, 2010; Kovacs, Moraes e Oliveira, 2007; Além e Cavalcanti, 2005). No Brasil o apoio governamental à internacionalização ganhou força a partir de 2004 segundo Hiratuka e Sarti (2011). Neste cenário Gouvêa e De Souza Santos (2004) reforçam que a falta de mão-de-obra qualificada, ausência de expressão das marcas nacionais, e o alto custo dos financiamentos internos são os principais inibidores da internacionalização no Brasil. Já Arenaro, Caputo e De Moraes (2012) enfatizam que a internacionalização pode trazer benefícios para as empresas brasileiras como a adoção de novas tecnologias e conhecimentos e capacitação dos trabalhadores. Por tais benefícios o governo tende a apoiar o processo de expansão internacional das firmas.



No tocante a disponibilidade de recursos para sustentar um processo de expansão internacional, Além e Madeira (2010) destacam o papel do BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento. Hiratuka e Sarti (2011) expõem que além das operações de financiamento, o BNDES por meio do BNDES Participações S/A auxilia as empresas que desejam se internacionalizar com operações de capitalização com o objetivo de fortalecer a estrutura de capital das empresas. Ainda segundo os autores o governo tem participação no capital votante em diversas multinacionais brasileiras principalmente às relacionadas ao setor de metalurgia, materiais básicos e agropecuária.

Segundo Aldrighi e Neto (2005, 2007) o governo também pode deter substancial parcela na propriedade das empresas via fundos de pensão, e de acordo com Rabelo (1998) há uma “esperança de que estes fundos possam contribuir em três áreas fundamentais”: (1) financiamento e desenvolvimento do país, (2) expansão dos mercados de capitais e (3) desconcentração da estrutura de propriedade das empresas. Ainda segundo Rabelo (1998) a presença de fundos de pensão na propriedade das firmas traz consigo a necessidade de uma cobertura aprofundada por parte de analistas a respeito dos resultados históricos e das perspectivas futuras. Esta riqueza de informação poderia reduzir as incertezas envolvidas na decisão de internacionalização. Esta visão também é compartilhada por Barros (1998) ao reforçar a importância do papel de fundos de pensão na economia como forma de elevar a produtividade e competitividade da economia e viabilizar financiamentos de longo-prazo. Já Góes (2008) defende que os fundos de pensão tem uma finalidade social. Neste contexto, segundo Chan-Lau (2005) em países emergentes, os fundos de pensão se tornaram uma fonte importante de financiamento, o que pode auxiliar no desenvolvimento deste mercado.

Monks e Minov (2004) e Guercio e Hawkins (1999) argumentam que os fundos de pensão de empresas públicas por possuírem participação relevante no controle de várias firmas, desempenham um papel ativo na supervisão das mesmas. Além disso, a política de investimentos de fundos de pensão de empresas públicas pode ser direcionada para setores de interesse estratégico do Estado. Como ocorre, por exemplo, com a PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, maior fundo de pensão brasileiro, que pretende focar seus investimentos em empresas exportadoras a partir do ano de 2014 apostando na alta do dólar (Revista Exame, 2013).

Neste contexto emerge a terceira hipótese de pesquisa:

*H3: Quanto maior for a participação do governo na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização*

### **2.6.3 Influência de Investidores Estrangeiros na Internacionalização**

Conforme colocado, a carência de fontes de financiamento internas, falta de experiência prévia em gestão internacional, e baixa qualificação do quadro diretivo são obstáculos para empresas de um país emergente se internacionalizar. Para transpor esta barreira sem a necessidade de recorrer ao governo, as empresas locais podem buscar parcerias e *joint ventures* com investidores e empresas estrangeiros, e esta exposição segundo Bhaumik, Driffield e Pal (2010) é particularmente importante para empresas tipicamente familiares que são avessas ao risco e não possuem experiência nem expertise para conduzir um adequado processo de internacionalização.

Mathews (2006) reforça o posicionamento de que empresas de um país emergente podem fazer uso de parceiros internacionais como forma de buscar aprendizado sobre o ambiente de negócios global, visão também defendida por Bhaumik, Driffield e Pal (2010) e Dunning (1986). Segundo os autores, empresas que atraem investidores estrangeiros, seja diretamente via parcerias ou indiretamente por meio de apoio e informações à alta gerência, tendem a estar mais a par de oportunidades de investimento em nível mundial. Desta maneira os pesquisadores citados reconhecem que a expertise de investidores internacionais pode auxiliar no processo de internacionalização. Este ponto é também defendido por Elango e Pattnaik (2007), que por sua vez mostraram que empresas indianas poderiam planejar sua internacionalização contando com o apoio de uma rede de empresas internacionais.

De acordo com Bhaumik, Driffield e Pal (2010), o fato de uma empresa de um país em desenvolvimento buscar investidores internacional já requer a adoção de melhores práticas de governança. Neste contexto se faz necessário, segundo os autores, o entendimento das preferências dos investidores estrangeiros, o desenvolvimento de uma melhor compreensão do ambiente de negócios global, a realização de *road shows* em diversos países e a emissão de *American Depository Receipt (ADRs)*. Todo este processo faz com que a firma tenha uma melhor capacidade de avaliar os riscos inerentes à internacionalização, fazendo com que as incertezas sobre a mesma diminuam, facilitando, portanto a decisão de investimento no exterior. Além disso, a necessidade da adoção de uma melhor governança corporativa por

parte das empresas que atraem investidores estrangeiros faz com que as mesmas se tornem menos relutantes a passar por investigações de órgãos regulatórios de outros países. Não menos importante, a presença de capital estrangeiro na propriedade da empresa segundo os referidos autores também é uma sinalização positiva para demais credores e investidores quando da necessidade de financiamento.

Portanto, a quarta hipótese a ser testada é:

*H4: Quanto maior for a participação do capital estrangeiro na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização*

Entretanto não seria surpreendente refutar esta hipótese uma vez que o investimento estrangeiro no Brasil tem um caráter diferente do investimento feito na Índia, por exemplo, conforme sugerido por Sarti e Laplane (2003). Segundo os autores o capital estrangeiro no país visa primordialmente aproveitar o grande mercado interno local ao invés de servir como construção de uma plataforma de exportação, conseqüentemente o mesmo não teria influência no grau de internacionalização das firmas brasileiras, diferente do que foi verificado por Bhaumik, Driffield e Pal (2010) no caso indiano.

## **2.7 Internacionalização de Empresas no Brasil**

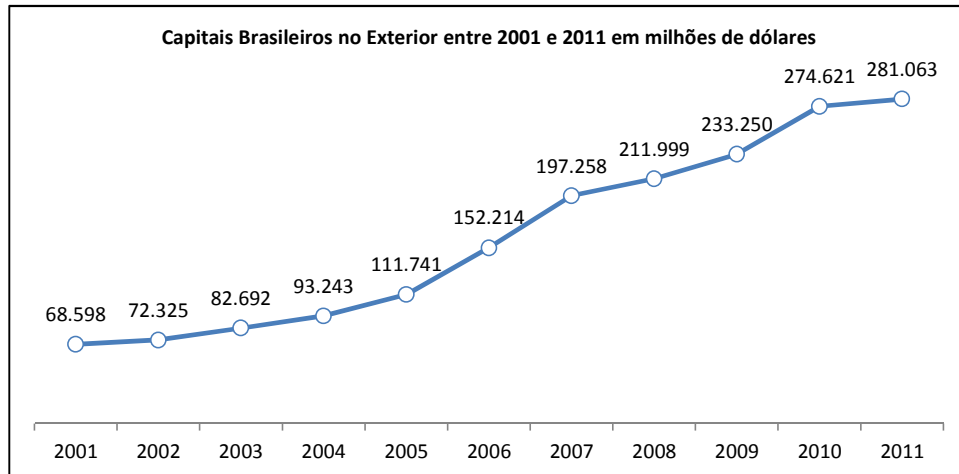
No Brasil, os primórdios da internacionalização de empresas datam do século XIX por meio dos investimentos do Barão de Mauá na região do Rio Prata (Arenaro, Caputo e De Moraes, 2012). Apenas a partir da década de 60 como consequência da política de substituição de importações, as empresas brasileiras passaram a se internacionalizar por meio da exportação de excedentes de produção, principalmente de itens *commoditizados* como matérias-primas (Madeira e Silveira, 2013; Gouvea Neto, 1998; Barreto, 2003; Hilal e Hemais, 2003; Cyrino e Barcelos, 2006).

Já na década de 70 os incentivos governamentais foram importantes para o processo de internacionalização das empresas brasileiras, em especial aquelas relacionadas ao ramo da construção em mercados na África e Oriente Médio (Madeira e Silveira, 2013). Segundo Além e Madeira (2010) e Iglesias e Veiga (2002) até 1982 os investimentos de empresas nacionais no exterior eram baixos e estavam ligados primordialmente à Petrobrás, instituições financeiras e empresas de construção.

Entretanto a internacionalização das firmas brasileiras mesmo que tardia (Floriani e Fleury, 2012) ganhou força a partir dos anos 90 quando houve a abertura comercial do país, modernização da economia, conquista da estabilidade econômica e incentivos para integração dos países da América do Sul com a criação do Mercosul (Arenaro, Caputo e De Moraes, 2012; Além e Madeira, 2010; Hiratuka e Sarti, 2011, Kovacs, Moraes e Oliveira, 2007; De Macadar, 2009). Além e Madeira (2010) enfatizam que com a maior abertura econômica houve também a necessidade das empresas nacionais serem mais competitivas para encararem a concorrência internacional.

Além e Madeira (2010) complementam dizendo que o investimento direto de empresas brasileiras no exterior se manteve em geral um volume baixo. A partir de 2006, como podemos ver na Figura 4, há um aumento nestes investimentos, apontando assim um maior engajamento e orientação das firmas nacionais para a internacionalização. Porém mesmo ganhando relevância, o conteúdo tecnológico da internacionalização de empresas brasileiras ainda é baixo (Stal, 2010). Em linha com este raciocínio, Hiratuka e Sarti (2011) argumentam que até a primeira metade dos anos 2000 o Brasil apresentava um baixo grau de internacionalização produtiva de suas empresas. Geralmente a internacionalização se dava basicamente com a exportação de produtos *commoditizados* de menor valor agregado por grandes empresas em poucos setores, como o de petróleo e gás, construção civil e financeiro. De acordo com os referidos pesquisadores o cenário muda um pouco após 2004. Alicerçadas em um cenário macroeconômico favorável as grandes empresas nacionais intensificaram seu processo de internacionalização seguindo a tendência de outros mercados emergentes como China e Índia.

Em relação à caracterização da internacionalização, Floriani e Fleury (2012) mostram por meio de pesquisas prévias que as pequenas e médias empresas têm ainda uma baixa participação no processo, e que embora “a exportação ainda seja a forma mais frequente de internacionalização”, as pequenas e médias empresas estão atuando cada vez mais no exterior com atividades produtivas e de distribuição. Os autores reforçam ainda a importância da pauta de internacionalização de pequenas e médias empresas nas políticas de incentivos recentes.



**Figura 4 - Capitais brasileiros no exterior**

**Fonte: Banco Central do Brasil, CBE – Capitais brasileiros no exterior (2012)  
Extraído de Madeira e Silveira (2013) p. 36**

De acordo com Além e Madeira (2010) o primeiro passo para a expansão internacional de empresas em um país emergente como o Brasil é o investimento em países de cultura e desenvolvimento similares, e Gouvêa e De Souza Santos (2004) indicam que a criação do Mercosul e da Alca foi importante para a estratégia de internacionalização das empresas brasileiras visto que os investimentos internacionais das firmas locais concentram-se na América Latina e do Norte. Loureiro e Aparecido (1991) no início da década de 90 já haviam identificado que a formação de blocos econômicos seria um fator que poderia impulsionar a ainda incipiente internacionalização de empresas brasileiras. Neste sentido Além e Madeira (2010) argumentam que a proximidade cultural com países da América do Sul e demais países latinos é um fator importante que pode auxiliar na explicação da expansão internacional de firmas brasileiras para regiões vizinhas como a Argentina por exemplo. De acordo com a pesquisa “a maioria das empresas internacionais brasileiras tem operações na América Latina, na Europa, em Portugal e na Espanha” o que mostra certa preferência pela atuação em países latinos que conservam alguns traços culturais semelhantes aos brasileiros.

Na mesma linha, Hemais e Hilal (2003) identificaram aspectos da Escola Nórdica, ou Escola de Uppsala, ao identificarem a característica regional da internacionalização de empresas brasileiras. Utilizando o conceito de distância psíquica, os autores justificam o fato exposto pela proximidade cultural compartilhada pelos países da América Latina. A distância psíquica é definida como a soma de fatores que interferem na corrente de informações entre a firma e o mercado (Johanson; Vahlne, 1977). A distância manifesta-se, por exemplo, nas diferenças de idioma, de educação, de cultura, de sistemas políticos, de práticas de negócios e de desenvolvimento industrial. Por isso, as empresas que se internacionalizam iniciam o processo

preferencialmente naqueles mercados que mais se assemelham aos do país de origem. Além disso, Hemais e Hilal (2003) enfatizam a importância da aprendizagem do executivo como fato que colabora para a expansão geográfica dos negócios. A Escola Nórdica também defende que um processo de internacionalização é gradual, ou seja, a expansão internacional é consequência do crescimento da firma que não tendo mais como expandir seus negócios no mercado local procurará atuação em outros mercados. Contrapondo esta visão, De Macadar (2009) e Iglesias e Veiga (2002) criticam o determinismo deste modelo.

Em linha com Hemais e Hilal (2003), Honório (2009) observou que a internacionalização de empresas brasileiras foi controlada e pensada estrategicamente pela alta administração, que por meio do comando *top-down* buscaram concretizar tal objetivo estratégico. O autor também notou que o tamanho da firma e sua experiência prévia em internacionalização favorecia o processo. Tal fato está de acordo com a identificação do potencial problema de agente-principal quando da decisão de diversificação geográfica.

Segundo Hiratuka e Sarti (2011) as empresas brasileiras se internacionalizam mais frequentemente via fusões e aquisições, embora seja possível identificar em menor escala os investimentos em operações no mercado externo, ou investimentos *greenfield*. Além disso, os autores apontam a relevância regional da internacionalização dada a penetração das empresas brasileiras no Mercosul.

Em relação às principais motivações do processo de expansão internacional, Hiratuka e Sarti (2011) apontam o *marketing-seeking* (Dunning e Lundan, 2008) onde o foco é expandir o mercado de atuação da empresa como um importante fator. A estratégia defensiva também foi identificada, neste caso a internacionalização foi usada como forma de proteção e redução da pressão enfrentada no mercado doméstico.

Segundo Além e Madeira (2010), em um cenário globalizado, a competitividade internacional das empresas de um país torna-se um importante fator explicativo do desempenho e desenvolvimento do mesmo, e por este motivo é crescente o apoio do governo à internacionalização principalmente via fusões e aquisições. Ainda de acordo com os pesquisadores existem políticas públicas que podem auxiliar no processo de internacionalização das empresas, seja via aquisição ou estabelecimento de unidades fabris e/ou comerciais no exterior. Tal apoio não é exclusivo apenas de países em desenvolvimento e pode ser encontrado também nas nações mais desenvolvidas.

Reforçando a visão Além e Madeira (2010), Hiratuka e Sarti (2011) apontam que houve a partir de 2004 um maior apoio do governo para o processo de internacionalização. A questão internacionalização das empresas nacionais tornou-se “explícita na Política de Desenvolvimento Produtivo” que foi lançada em 2007. O objetivo principal segundo os referidos pesquisadores era o de consolidar a liderança internacional em segmentos como o de mineração, petroquímico, papel e celulose, e carnes. Para tal o instrumento mais utilizado foi o BNDES que além das operações de financiamento, auxilia as empresas também com operações de capitalização por meio do BNDES Participações S/A, sendo aqui a principal meta fortalecer a estrutura de capital das empresas nacionais. Hiratuka e Sarti (2011) ainda argumentam que “várias operações de internacionalização tem contado com o apoio da subscrição de valores mobiliários por parte do BNDESPar” sendo que várias empresas presentes entre as maiores multinacionais brasileiras possuem participação acionária do banco. Entretanto os autores não deixam de destacar que o grau de internacionalização de empresas do setor de bens de consumo ainda é baixo.

Kovacs, Moraes e Oliveira (2007) reafirmam o papel do governo como catalizador da internacionalização das empresas brasileiras nos anos 2000 buscando um maior superávit da balança comercial e aumento da competitividade empresarial e conseqüentemente do país no cenário global cada vez mais globalizado.

Segundo Além e Madeira (2010) as empresas brasileiras que buscam expandir suas atividades para outros países devem enfrentar desafios como a alta competitividade nos mercados maduros, a bitributação dos lucros no exterior e a disponibilidade de financiamento. Ainda segundo os autores, em relação à disponibilidade de financiamento, o BNDES tem papel de destaque chegando a operar diretamente no financiamento das operações internacionais.

Os argumentos expostos reforçam a construção da terceira hipótese do estudo que diz que quanto maior for a participação do governo e partes relacionadas na propriedade das empresas maior tenderá a ser o grau de internacionalização das mesmas.

Em relação às estratégias de entrada em novos mercados, Gouvêa e De Souza Santos (2004) mostram a importância de acordos e *joint ventures*, assim como fusões e aquisições. Como entraves ao processo os autores destacam a falta de corpo técnico e gerencial devidamente capacitado para atuação em mercados estrangeiros, falta de expressão e conhecimento das marcas nacionais, e não menos importante o alto custo dos financiamentos internos, o que

fazem as empresas, principalmente as de menor porte, bancarem um processo de internacionalização com recursos internos.

Segundo Arenaro, Caputo e De Moraes (2012) os impactos mais positivos que foram observados as empresas analisadas quando da internacionalização foram na adoção de novas tecnologias e capacitação dos colaboradores.

No Ranking das Multinacionais Brasileiras elaborado pela Fundação Dom Cabral em 2013 (FDC, 2013) apresentou uma leve evolução do grau de internacionalização das empresas medido pelo *TASi*. O relatório de 2012 (FDC, 2012) mostrou que os principais benefícios da internacionalização levantados pelos gestores foram o aumento do valor da marca, aumento da capacidade para atender clientes globais, aumento da competitividade frente a competidores ao redor do mundo e abertura de novos mercados de atuação. Para o Brasil, os executivos responderam como maiores benefícios a melhoria da imagem do país no exterior, adoção de novas tecnologias produtivas e fortalecimento da posição nacional em fóruns internacionais como a OMC. Não menos importante, e em linha com as pesquisas mencionadas o ranking de 2013 (FDC, 2013) também mostra que a América do Sul seguida da América do Norte são os destinos mais comuns do processo de internacionalização de empresas brasileiras.

## **2.8 Estrutura de Propriedade das Empresas no Brasil**

A partir da década de 90 intensificaram-se os estudos sobre a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto. Um dos trabalhos pioneiros neste sentido foi o de Siffert Filho (1998) que apontou mudanças relevantes na estrutura de propriedade das 100 maiores empresas não financeiras brasileiras entre os anos de 1990 a 1997. O autor menciona que mudanças estruturais na economia como abertura comercial, estabilização da moeda e privatizações fizeram com que um alto volume de investimento estrangeiro adentrasse no país, em contrapartida da redução da participação do governo nas empresas.

Os trabalhos a este respeito em geral mostram em média uma alta concentração de propriedade nas empresas brasileiras (Aldrighi e Neto, 2005, 2007; Campos, 2006; Coutinho, Amaral e Bertucci, 2006; Caixe e Krauter, 2013), da ordem de 70% de concentração de ações ordinárias, com direito a voto, pelo maior acionista e 50% de ações preferências. Aldrighi e



Neto (2005; 2007) evidenciam que mesmo sem levar em consideração os acordos de acionistas à alta concentração de propriedade se mantém. Vale citar que La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) entendem que empresas que possuem uma concentração de propriedade das ações com direito a voto igual ou superior a 20% já tem capital concentrado, os autores também indicaram que a concentração de propriedade é uma característica comum na maioria dos países. Damil, Rogers e De Sousa (2007) complementam mencionando que a alta concentração de propriedade aliada a separação do direito à propriedade e ao caixa, contribui para o surgimento do principal conflito de agência do país que é a relação entre acionistas minoritários e majoritários ou controladores, visão também compartilhada por Caixe e Krauter (2013).

Outra característica importante apontada nos trabalhos é que na grande maioria das corporações analisadas houve a presença de um acionista controlador com mais de 50% de ações com direito a voto, e mesmo sem a presença de um controlador, a propriedade ainda se mostrou concentrada (Aldrighi e Neto, 2005; 2007; Leal, Silva e Valadares, 2002).

Há um extenso debate sobre os motivos da concentração de propriedade das empresas. Segundo La Porta, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1999) a concentração de propriedade é uma prática comum a maioria dos países. Os referidos autores entendem que a concentração de controle pode variar de nação para nação, sendo que para os países em desenvolvimento a concentração de propriedade seria uma resposta eficaz à baixa proteção legal, à baixa garantia de aplicação da lei, e à existência de fracas instituições que seriam incapazes de proteger os investidores de uma possível expropriação por parte dos gestores e acionistas controladores (Silveira, Barros e Famá, 2008; Heugens, Van Essen e Van Oosterhout, 2009). Demsetz e Lehn (1985) por sua vez verificaram que a concentração de propriedade de empresa dentro de um mesmo país poderia variar de acordo com características corporativas, como tamanho e setores de atuação. Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) estenderam o trabalho de Demsetz e Lehn (1985) e mostraram que além de fatores externos referentes às instituições e proteção legal, aspectos internos das firmas poderiam justificar a concentração de propriedade como é o caso do tamanho, intangibilidade dos ativos e risco idiossincrático da empresa. A Tabela 1 extraída de Silveira, Barros e Famá (2008) sintetiza os fatores levantados pelos autores mencionados.

**Tabela 1 - Determinantes potenciais da concentração de propriedade.**  
**Extraído de Silveira, Barros e Famá (2008) p. 54**

<b>Determinante potencial da concentração de propriedade</b>	<b>Justificativa</b>
Natureza da Operação e Intangibilidade dos ativos	Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) argumentam que empresas com ativos mais difíceis de monitorar (maior proporção de intangíveis) apresentarão maior concentração da propriedade por parte do controlador como forma de compensar a baixa proteção ao investidor intrínseca à empresa
Porte da Empresa	Para Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), a concentração da propriedade em empresas maiores tende a ser menor, pois os investidores podem ter acesso a melhor proteção (ex: economias de escala para monitoramento). Ademais, a proporção do valor da empresa em relação à riqueza individual dos controladores é maior, tornando-se mais difícil para eles manter uma proporção elevada do capital total à medida que a empresa cresce. Por outro lado, empresas grandes podem estar sujeitas a maiores problemas de agência, induzindo a uma concentração maior da propriedade
Nível do Fluxo de Caixa Livre	Conforme sugerido por Jensen (1986), quanto maior for o Fluxo de Caixa Livre – FCL, maior será o gasto definido pelo livre-arbítrio do <i>insider</i> (gestor/empreendedor) e, portanto, maiores serão os benefícios privados potenciais do controle na forma, por exemplo, de mordomias e de privilégios. Logo, um aumento do FCL elevaria a concentração da propriedade desejada pelo controlador
Taxa de Investimento	Similarmente à variável anterior, quanto maior for a taxa de investimento da empresa, maior será o gasto a ser definido pelo livre-arbítrio do gestor e/ou empreendedor e maior deve ser a concentração da propriedade desejada por ele (Demsetz e Lehn, 1985; Himmelberg, Hubbard e Palia, 1999)
Risco Idiossincrático da Empresa	Maior concentração da propriedade implica uma carteira menos diversificada dos controladores. Portanto, segundo Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), quanto maior for o risco idiossincrático da empresa, menor deverá ser a concentração da propriedade desejada por eles, pois o risco idiossincrático torna mais cara a posse de ações da empresa por parte de grandes acionistas
Desempenho	Invertendo a relação de causalidade tradicionalmente investigada na literatura, pode-se especular que um desempenho melhor, por meio da avaliação do mercado ou dos retornos passados, pode causar impacto na estrutura de propriedade. Como exemplo, uma empresa com alto Q de Tobin poderia aproveitar a boa valorização dos seus papéis para lançar novas ações no mercado, desta forma reduzindo a concentração da propriedade (Demsetz e Lehn, 1985; Himmelberg, Hubbard e Palia, 1999)
Indústria	O setor de atividade da companhia pode ter influência sobre a concentração da propriedade. Setores mais regulamentados podem ter menor concentração da propriedade, por exemplo
Tipo do Acionista Controlador	O tipo de acionista controlador (privado nacional, estrangeiro, estatal, entre outros) pode ter influência sobre a concentração da propriedade. Uma empresa estatal pode, por exemplo, ter por lei uma concentração mínima da propriedade

No Brasil, indo em linha com o trabalho de Himmelberg, Hubbard e Palia (1999), Siqueira (1998) argumenta que o tamanho da empresa, a instabilidade do mercado e a estrutura de

capital podem afetar a concentração de propriedade. Segundo o autor brasileiro, haveria uma relação positiva entre concentração de propriedade e instabilidade do mercado uma vez que conflitos de interesse entre acionistas e gestores podem ser potencializados nesta situação. Ainda segundo o pesquisador, quanto maior forem os investimentos específicos feitos pelos acionistas na empresa maior tenderá a ser a concentração de propriedade. Em contrapartida há outros importantes estudos que defendem que fatores endógenos não definem a estrutura de propriedade das empresas no país. Este é o caso dos trabalhos do estudo de Silveira, Barros e Famá (2008). Complementando o exposto, Caixe e Krauter (2013) apresentaram evidências de que “o caráter da estrutura de propriedade” de firmas brasileiras não é endógeno, os autores sugerem que no Brasil, assim como ocorrem em outros países emergentes com mercado de capitais ainda em desenvolvimento, a estrutura de controle das empresas seja mais fortemente impactada por atributos institucionais e por fatores específicos de cada firma do que por “atributos corporativos observáveis”.

Os resultados das pesquisas anteriores sobre estrutura de propriedade também indicam que os acordos de acionistas se mostraram uma prática relevante, sendo os mesmos uma forma bastante utilizada para se estabelecer o controle da companhia (Aldrighi e Neto, 2005; 2007). Segundo Aldrighi e Neto (2005) um acordo de acionistas é um “registro legal de compromisso de voto acordado” entre dois ou mais acionistas.

Sobre a natureza dos investidores Aldrighi e Neto (2005; 2007) mostram que a grande maioria do capital é composta por acionistas nacionais. Aldrighi e Neto (2007) evidenciaram que as famílias são em média os maiores acionistas das empresas brasileiras, seguidos de longe por investidores estrangeiros e o governo.

“Complexos esquemas-pirâmide” estão presentes em muitas empresas brasileiras segundo Aldrighi e Neto (2005; 2007). Ainda de acordo como os autores estrutura de propriedade piramidal, ou do “tipo pirâmide” é aquela que apresenta pelo menos um intermediário entre a empresa e um de seus acionistas últimos.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Aspectos Gerais

Este estudo utiliza a metodologia de Oesterle, Richta e Fish (2013) para análise do potencial problema agente-principal quando da decisão de internacionalização de empresas Brasileiras. O motivo pela escolha desta metodologia é à abordagem inovadora que os autores dão ao tratar a questão, sendo possível a comparação dos resultados aqui obtidos com os de um país desenvolvido como a Alemanha.

Já a análise da influência do tipo de estrutura de propriedade é baseada na metodologia de Bhaumik, Driffield e Pal (2010). O motivo para escolha desta metodologia é o baixo volume de publicações acerca da temática da internacionalização e estrutura de propriedade envolvendo mercados emergentes. Em relação a mercados em desenvolvimentos destacamos duas publicações: a de Bhaumik, Driffield e Pal (2010) mostrando o impacto negativo que a propriedade familiar tem sobre o investimento estrangeiro direto das empresas do setor farmacêutico e automobilístico na Índia; e outra concluindo que a concentração de propriedade afeta a diversificação das empresas de capital aberto na Turquia (Yiğit e Anil, 2012).

A escolha de empresas brasileiras para a execução do trabalho se deu em função da crescente importância deste grande mercado emergente para a economia global. O Brasil atualmente é a 6ª economia global e um dos mercados que mais recebe investimentos estrangeiros diretos. Outro fator interessante deste tipo de mercado é relativo às especificidades de suas empresas de capital aberto quando se trata da estrutura de propriedade e internacionalização. A internacionalização é um tema presente na agenda das empresas dos países emergentes, e devido ao crescimento econômico destes países é cada vez mais comum observarmos grandes empresas destes mercados expandindo-se globalmente em busca de maior escala e mercados. Entretanto a estrutura de propriedade de tais empresas difere-se da estrutura de propriedade de companhias em mercados mais desenvolvidos (Bhaumik, Driffield e Pal, 2010).

Consolidando e interpretando toda a teoria apresentada sobre internacionalização e estrutura de propriedade pôde-se traçar as hipóteses do trabalho, as quais são apresentadas a seguir tendo como plano de fundo as contribuições de Oesterle, Richta e Fish (2013) e Bhaumik, Driffield e Pal (2010).

### 3.2 Hipóteses

A seguir estão consolidadas as hipóteses formuladas com base no referencial teórico levantado que serão testadas na pesquisa empírica:

- **H1:** *O grau de internacionalização das empresas é dado por uma função cúbica em formato de “U” que segue a seguinte fórmula:  $EDOI(OC) = abOC^3 - AcOC + Ad$*
- **H2:** *Quanto maior for à participação de famílias na propriedade da empresa menor será o grau de internacionalização*
- **H3:** *Quanto maior for à participação do governo na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização*
- **H4:** *Quanto maior for à participação do capital estrangeiro na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização*

### 3.3 Amostra

A amostra analisada abrange todas as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores Mercadorias e Futuros de São Paulo entre 2002 e 2011 que divulgaram dados sobre internacionalização, esta entendida aqui como receita no mercado externo, e estrutura de propriedade.

Excluimos da amostra empresas do setor financeiro, pois suas características peculiares de negócio e composição do endividamento poderiam distorcer a análise, e do segmento de utilidade pública uma vez que este negócio no Brasil não apresenta internacionalização.

Ao todo foram analisados dados anuais de 184 empresas de capital aberto totalizando 972 observações. A natureza e coleta dos dados serão evidenciadas nos dois próximos subitens.

### 3.4 Variável Dependente: Internacionalização

Para este estudo, adotaremos como métrica de internacionalização ou *DOI – Degree Of Internationalization*, o *FSTS*, pois mesmo entendendo suas possíveis limitações é o indicador mais usado para mensurar a internacionalização, além de Oesterle, Richta e Fish (2013) não terem encontrado diferenças relevantes quando do teste de utilizando como métrica *FSTS* e uma variável mais robusta como o *TASi*. A questão da limitação do acesso à informação para construção de medidas mais elaboradas como é o caso do *TASi* também justificou o uso do *FSTS* como variável de internacionalização neste estudo.

### 3.5 Variável Independente: Estrutura de Propriedade

A metodologia adotada para construir e classificar a estrutura de propriedade das empresas inspira-se na metodologia de Aldrighi e Neto (2005, 2007).

#### 3.5.1 Concentração de Propriedade

Seguindo a metodologia adotada por Oesterle, Richta e Fish (2013) e também em função da disponibilidade de dados, a Concentração de Propriedade (OC) será medida através da parcela de ações com direito a voto detida pelo maior acionista da companhia.

Outra maneira de se avaliar a concentração de propriedade seria através da aplicação do índice de Herfindahl (*H*) para todos os acionistas (Bhaumik, Driffield e Pal, 2010), porém como não há dados disponíveis sobre a concentração de ações ordinárias de todos os acionistas de cada empresa esta métrica não será utilizada. Abaixo apenas a título de informação, segue a fórmula para cálculo do índice de Herfindahl.



















$$H = \sum_{i=1}^n s_i^2 \quad (9)$$

Em que *n* representa o número total de acionistas e *s<sub>i</sub>* é a parcela que o acionista *i* possui em ações ordinárias da empresa.

Ao apurar a concentração de propriedade levamos em consideração à existência de acordos de acionistas para expor uma visão realista sobre a real concentração de propriedade da empresa. Além disso, consideramos os membros da mesma família como um acionista único. A premissa aqui é que membros da mesma família possuem os mesmos interesses e, portanto tomam decisões em conjunto.

Assim como fizemos com membros da mesma família, consideramos como um único acionista órgãos públicos sejam eles municipais, estaduais ou federais, bancos públicos, bancos de fomento e fundos de previdência de empresas públicas. A premissa neste caso é a de que órgãos, empresas e fundos ligados ao governo tem o mesmo interesse e, portanto tomam as mesmas decisões e em conjunto.

A Figura 5 mostra um esquema simplificado que resume o que foi feito nos casos apresentados.

Scenario 1	Scenario 2	Scenario 3	Scenario 4	Scenario 5	
 Shareholder A 40%	 Shareholder A 40%	 Shareholder A 40%	 José Silva 40%	 José Silva 40%	
 Shareholder B 30%	 Shareholder B 30%	 BNDES 30%	 BNDES 30%		 BNDES 30%
 Shareholder C 25%		 Fundo Prev. BB. 25%	 João Silva 25%		 João Silva 25%
 Shareholder D 5%		 Governo Estadual 5%	 Governo Estadual 5%		 Governo Estadual 5%
<b>Ownership Concentration</b> Shareholder A = 40%	<b>Ownership Concentration</b> Shareholder B + C = 55%	<b>Ownership Concentration</b> Government = 60%	<b>Ownership Concentration</b> Family Silva = 65%	<b>Ownership Concentration</b> Shareholder A + B = 70%	

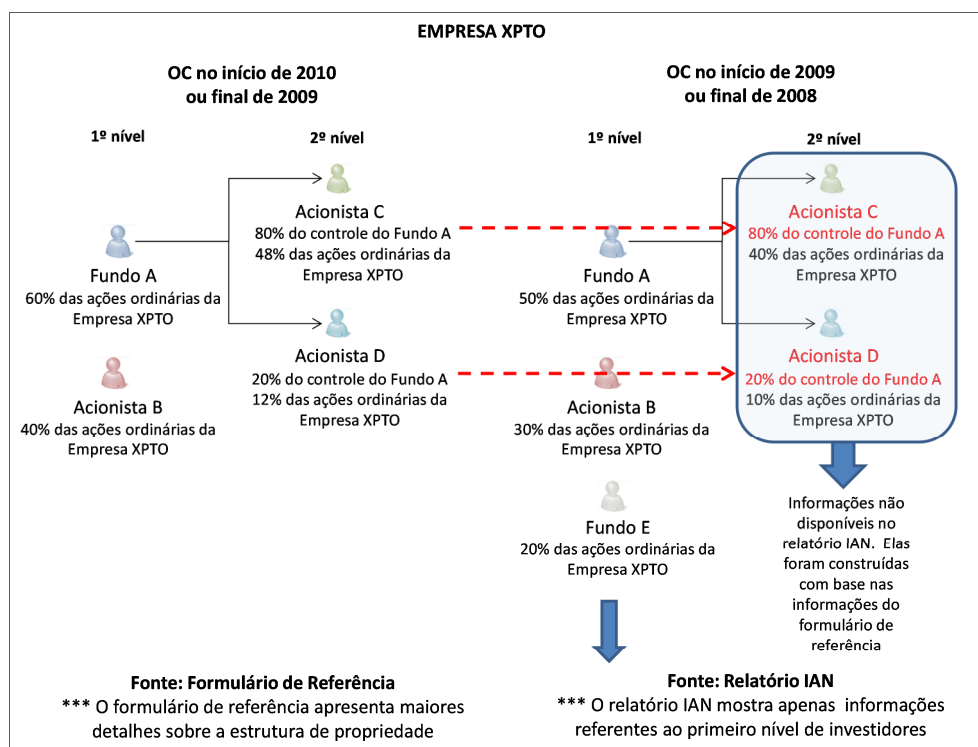
**Figura 5 - Exemplos de cálculo da concentração de propriedade**

Para poder fazer esta divisão, quebramos as estruturas de propriedade piramidais das empresas até alcançar o maior nível possível de detalhe. Para tal fizemos uso dos formulários de referência e dos Informativos Anuais (IANs) das empresas, ambos disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O formulário de referência mostra em detalhes como está estruturada a participação dos acionistas no capital votante das empresas, e a partir dele é possível quebrar as estruturas piramidais para obter um maior nível de detalhe. Entretanto o IAN não oferece a mesma condição, e no mesmo podemos apenas visualizar a participação dos acionistas do primeiro

nível/grau/ordem. Como o formulário de referência foi instituído apenas no início de 2010, para construção detalhada da estrutura de propriedade para os anos anteriores a 2010, consultamos os IANs das empresas e com base nas informações do relatório de referência quebramos as estruturas e blocos primários nos blocos subsequentes. A premissa adotada é que a composição e estrutura de um fundo de investimento ou um bloco de controle não se alteram significativamente ao longo do tempo.

Para ilustrar o que foi feito, a Figura 6 apresenta um exemplo simplificado de como foi apurada construída a estrutura de propriedade para os anos anteriores a 2010.



**Figura 6 - Exemplo de montagem da estrutura de propriedade das empresas antes de 2010**

### 3.5.2 Classificação e Tipo de Estrutura de Propriedade

Na questão da classificação do tipo de estrutura de propriedade focamos a análise sobre a estrutura do tipo familiar, governamental e estrangeira.

Para poder classificar a estrutura de propriedade das empresas fizemos uso da construção descrita na sessão anterior para quebrar as estruturas piramidais e obter o maior nível de detalhamento possível.



Antes de apresentar a construção das variáveis é importante esclarecer que este trabalho considera como um bloco de controle a situação na qual um ou mais acionistas possuem mais do que 50% do total das ações com direito a voto da organização, ou seja, quando  $OC > 50\%$ .

Definimos variáveis que dizem respeito à participação total de cada tipo de estrutura de propriedade analisada no capital votante, as quais são apresentadas a seguir:

- **FAM\_%**: participação percentual das famílias dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual das famílias no total das ações com direito a voto da empresa.
- **GOV\_%**: participação percentual do governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual do governo no total das ações com direito a voto da empresa.
- **FOR\_%**: participação percentual de investidores estrangeiros dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual dos investidores estrangeiros no total das ações com direito a voto da empresa.

Como nosso interesse também é avaliar os mecanismos de influência do governo na internacionalização das firmas quebramos a participação do mesmo em 3 partes: BNDES, fundos de pensão de empresas públicas e outros órgãos governamentais, criando assim as seguintes variáveis:

- **BNDES\_%**: participação percentual do BNDES dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual do BNDES no total das ações com direito a voto da empresa.
- **PFUNDS\_%**: participação percentual de fundos de pensão de empresas públicas dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual destes fundos no total das ações com direito a voto da empresa.
- **OTHERSGOV\_%**: participação percentual de outros órgãos públicos senão BNDES e fundos de pensão de empresas públicas dentro do bloco de controle. Caso não haja bloco de controle a variável representará a participação percentual destes outros órgãos públicos no total das ações com direito a voto da empresa.

Assumindo a possibilidade do controle compartilhado, criamos variáveis *dummy* que representam tipos de caracterização do controle das firmas tendo em vista o foco do estudo no controle familiar, do governo e capital estrangeiro. Entendendo como participação relevante aquela superior a 10% definimos as seguintes variáveis:

- **FAM\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido montante detidos pelo governo e investidores estrangeiros. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, o único que foi relevante na formação do controle foi o tipo de estrutura familiar. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **GOV\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se o governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) ao todo responder por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido montante detidos por famílias e investidores estrangeiros. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, o único que foi relevante na formação do controle foi o tipo de estrutura governamental. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **FOR\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se os investidores estrangeiros ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se os investidores estrangeiros ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido montante detidos por famílias e governo. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, o único que foi relevante na formação do controle total foi o tipo

composto pelo capital estrangeiro. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

- **FAM\_GOV\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e o governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) também representar pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, e o governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) também representar pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por investidores estrangeiros. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, os que foram relevantes na formação do controle da empresa foram os tipos compostos por famílias e governo. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **FAM\_FOR\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os investidores estrangeiros também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do capital votante total da firma e os investidores estrangeiros também representarem pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos pelo governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento). O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, os que foram relevantes na formação do controle da empresa foram os tipos compostos por famílias e investidores estrangeiros. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- **GOV\_FOR\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se o governo (órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os investidores estrangeiros também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o governo

(órgãos governamentais, fundos de pensão de empresas públicas, bancos e empresas públicas, bancos de fomento) ao todo responder por pelo menos 10% do capital votante total da firma e o capital estrangeiro também representar pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por famílias. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, os que foram relevantes na formação do controle da empresa foram os tipos compostos por governo e investidores estrangeiros. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

- **FAM\_GOV\_FOR\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se cada um dos tipos de estrutura de propriedade analisado responder por pelo menos 10% do bloco de controle da empresa. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se cada um dos tipos de estrutura de propriedade analisado responder por pelo menos 10% capital votante total. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, todos foram relevantes na formação do controle da empresa. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

Procedemos às mesmas interações, porém considerando o governo dividido em BNDES e fundos de pensão de empresas públicas:

- **BNDES\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido montante detidos por famílias e investidores estrangeiros. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% < 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **PFUNDS\_D**: variável *dummy* que assume o valor 1 se os fundos de pensão de empresas públicas ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se os fundos de pensão de empresas públicas ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido montante detidos por famílias e investidores estrangeiros. Portanto esta variável

assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% < 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .

- **FAM\_BNDES\_D:** variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e o BNDES também representar pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, e o BNDES também representar pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por investidores estrangeiros e fundos de pensão de empresas públicas. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% < 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **FAM\_PFUNDS\_D:** variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, e os fundos de pensão de empresas públicas ao todo também representarem pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por investidores estrangeiros e BNDES. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% < 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **BNDES\_PFUNDS\_D:** variável *dummy* que assume o valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do capital votante total da firma e fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por famílias e fundos de pensão de empresas públicas. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .

- ***BNDES\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os investidores estrangeiros também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do capital votante total da firma e o capital estrangeiro também representar pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por famílias e fundos de pensão de empresas públicas. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- ***PFUNDS\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se os fundos de pensão de empresas públicas ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma e os investidores estrangeiros também representarem pelo menos 10% do mencionado montante. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se os fundos de pensão de empresas públicas ao todo responderem por pelo menos 10% do capital votante total da firma e o capital estrangeiro também representar pelo menos 10% deste valor, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por famílias e BNDES. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% < 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- ***FAM\_BNDES\_PFUNDS\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma, se o BNDES também representar pelo menos 10% do mencionado montante e se os fundos de pensão de empresas públicas ao todo representarem pelo menos 10% do bloco. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, se o BNDES também representar pelo menos 10% deste valor, e se os fundos de pensão de empresas públicas compuserem pelo menos 10% do capital votante, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por investidores estrangeiros. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- ***FAM\_BNDES\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma, se o BNDES também representar pelo menos 10% do mencionado montante e se os investidores estrangeiros ao

todo representarem pelo menos 10% do bloco. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, se o BNDES também representar pelo menos 10% deste valor, e se o capital estrangeiro compuser pelo menos 10% do capital votante, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por fundos de pensão de empresas públicas. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

- ***FAM\_PFUNDS\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do bloco de controle da firma, se os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% do mencionado montante e se os investidores estrangeiros ao todo representarem pelo menos 10% do bloco. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se as famílias ao todo responderem por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, se os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% deste valor, e se o capital estrangeiro compuser pelo menos 10% do capital votante, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos pelo BNDES. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% < 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- ***BNDES\_PFUNDS\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do bloco de controle da firma, se os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% do mencionado montante e se os investidores estrangeiros ao todo representarem pelo menos 10% do bloco. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se o BNDES ao todo responder por pelo menos 10% do total de ações com direito a voto da empresa, se os fundos de pensão de empresas públicas também representarem pelo menos 10% deste valor, e se o capital estrangeiro compuser pelo menos 10% do capital votante, não podendo haver também concomitante participação superior a 10% do referido valor detidos por famílias. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% < 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- ***FAM\_BNDES\_PFUNDS\_FOR\_D***: variável *dummy* que assume o valor 1 se cada um dos tipos de estrutura de propriedade analisado considerando a quebra do governo em fundos de pensão de empresas públicas e BNDES responder por pelo menos 10% do bloco de

controle da empresa. Caso não exista bloco de controle a variável assume valor 1 se cada um dos tipos de estrutura de propriedade analisado considerando a quebra do governo em fundos de pensão de empresas públicas e BNDES responder por pelo menos 10% capital votante total. O intuito desta variável é indicar que dentre os tipos de estrutura de propriedade analisados, todos foram relevantes na formação do controle da empresa. Portanto esta variável assume valor 1 se  $FAM\_% > 10\%$  e  $BNDES\_% > 10\%$  e  $PFUNDS\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

Também foram criadas variáveis que examinam apenas a composição do bloco de controle quando o mesmo existir:

- **FAM\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *FAM\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **GOV\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *GOV\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **FOR\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *FOR\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- **FAM\_GOV\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *FAM\_GOV\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% < 10\%$ .
- **FAM\_FOR\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *FAM\_FOR\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% < 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- **GOV\_FOR\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *GOV\_FOR\_D*. Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% < 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .
- **FAM\_GOV\_FOR\_C**: variável *dummy* que assume o valor 0 se não houver bloco de controle. Caso exista bloco de controle a variável assumirá o valor de *FAM\_GOV\_FOR\_D*.



Portanto a variável assume valor 1 se  $OC > 50\%$  e  $FAM\_% > 10\%$  e  $GOV\_% > 10\%$  e  $FOR\_% > 10\%$ .

A tabela 2 resume todas as variáveis de caracterização da estrutura de propriedade criadas.

**Tabela 2 - Especificação das variáveis para caracterização da estrutura de propriedade**

Variável	Detalhamento
FAM_%	Participação total de famílias no controle da empresa
GOV_%	Participação total do governo no controle da empresa
FOR_%	Participação total do capital estrangeiro no controle da empresa
BNDES_%	Participação total do BNDES no controle da empresa
PFUNDS_%	Participação total de fundos de pensão de empresas públicas no controle da empresa
OTHERSGOV%	Participação de outros órgãos do governo no controle da empresa
FAM_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
GOV_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_GOV_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
GOV_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_GOV_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
BNDES_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% < 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
PFUNDS_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% < 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_BNDES_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% < 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_PFUNDS_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% < 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% < 10\%$ e $PFUNDS\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
BNDES_PFUNDS_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
BNDES_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
PFUNDS_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% < 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_BNDES_PFUNDS_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_BNDES_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_PFUNDS_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% < 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
BNDES_PFUNDS_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% < 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_BNDES_PFUNDS_FOR_D	Assume valor 1 se $FAM\_% > 10\%$ e $BNDES\_% > 10\%$ e $PFUNDS\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
GOV_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FOR_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_GOV_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% < 10\%$
FAM_FOR_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% < 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
GOV_FOR_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% < 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$
FAM_GOV_FOR_C	Assume valor 1 se $OC > 50\%$ e $FAM\_% > 10\%$ e $GOV\_% > 10\%$ e $FOR\_% > 10\%$

Para deixar a leitura mais fluída, destacamos vários exemplos de construção das variáveis independentes mencionadas no apêndice para consulta.

### 3.6 Variáveis de Controle

O modelo será controlado pelas seguintes variáveis:

- **OC:** concentração de propriedade medida como percentual de ações com direito a voto detido pelo maior acionista da companhia considerando os acordos de acionistas. Conforme discutido durante o trabalho a concentração de propriedade pode afetar o grau de internacionalização das empresas. As informações referentes a esta variável foram coletadas a partir dos Formulários de Referência e Informativos Anuais das empresas disponíveis na CVM.
- **CASH:** caixa e equivalentes disponíveis em relação ao valor contábil do ativo total. O excesso de caixa dá aos gestores uma maior liberdade para perseguir seus interesses (Uysal, 2011; Zwiebel, 1996), aqui entendido como uma maior internacionalização, portanto é de se esperar que quanto maior for o caixa disponível maior tenderá a ser o grau de internacionalização da empresa. As informações referentes a esta variável foram coletadas no software Economática.
- **SIZE:** tamanho medido pelo logaritmo natural do valor contábil do ativo total da companhia. Empresas maiores tendem a se empreender mais em internacionalizações buscando maior escala, além disso, espera-se que grandes empresas tenham mais recursos para financiar este tipo de estratégia (Bausch e Krist, 2007; Calof, 1994; Hannah, 1996). Por outro lado quanto maior a empresa mais difícil tende a ser o processo de concentração de propriedade uma vez que a mesma tornar-se-á mais onerosa (Seifert, Gonenc e Wright, 2005). As informações referentes a esta variável foram coletadas no software Economática.
- **AGE:** idade/experiência da empresa medida pelo logaritmo natural do número de meses desde a data de constituição reportada. A tendência é que quanto mais experiente uma empresa for, maior será o seu aprendizado acumulado, fato que poderia facilitar uma

expansão internacional (Goerzen e Beamish, 2003). As informações referentes a esta variável foram coletadas nos formulários cadastrais da CVM.

- **DEBT:** endividamento mensurado pela proporção da dívida líquida sobre o valor contábil do ativo total. O endividamento reduz o montante de recursos disponível ao gestor, e ao fazer isso reduz também o potencial problema de agência entre acionista e executivo. Portanto o endividamento é uma forma de disciplinar os gerentes a agirem de acordo com os interesses dos proprietários (Harris e Raviv, 1991; Jensen, 1986; Kochhar, 1996; Stieglitz, 1985; Stulz, 1990). As informações referentes a esta variável foram coletadas no software Economática.
- **ROA:** retorno sobre ativos medido pelo lucro líquido dividido pelo valor contábil do ativo total da companhia. O nível de retorno da empresa pode influenciar na tomada de decisão sobre uma potencial internacionalização. As informações referentes a esta variável foram coletadas no software Economática.
- **YEAR:** variável *dummy* indicando o ano  $t$  analisado. É importante inserir o ano como variável de controle, pois o grau de internacionalização das empresas pode variar de um ano para outro em função de fatores exógenos que não estão sobre o controle da firma, como uma crise mundial, como a que ocorreu em 2009.
- **SECT:** variável *dummy* para classificar o setor econômico seguindo a classificação subsetorial da BM&FBOVESPA. Dependendo do segmento há uma tendência maior das empresas se engajarem em uma internacionalização (Oesterle, Richta e Fish, 2013).

### 3.7 Modelos Econométricos

Como a variável dependente *FSTS* que mede o grau de internacionalização varia de 0 até 1, ou de 0% até 100%, e há uma concentração muito grande de valores zero na amostra utilizaremos um Painel Tobit para proceder a análise de dados (Bhaumik, Driffield e Pal, 2010). Segundo Bhaumik, Driffield e Pal (2010) algumas das vantagens do uso de um painel é o controle de fatores fixos da firma e dos anos que não são observáveis mas podem afetar a decisão de internacionalização.

Assim como Oesterle, Richta e Fish (2013) e Bhaumik, Driffield e Pal (2010), entendemos que a internacionalização é uma decisão de longo prazo que leva certo tempo para se materializar (Oesterle, Richta e Fish, 2013). E visando também “mitigar problemas de endogeneidade das variáveis independentes” (Bhaumik, Driffield e Pal, 2010) defasamos estas variáveis, assim como as de controle, em um ano. Por exemplo, a concentração de propriedade da empresa no ano  $t - 1$  afeta o grau de internacionalização da mesma no ano  $t$ .

### Modelo de relação agente-principal

A Equação 10 mostra o modelo econométrico que será aplicado para testar à hipótese 1 referente à relação agente-principal quando da decisão de internacionalização levantada por Oesterle, Richta e Fish (2013).

$$FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{i,t-1} + \beta_2 OC_{i,t-1}^2 + \beta_3 OC_{i,t-1}^3 + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 SECT_{i,t-1} + \beta_{10} YEAR_t \quad (10)$$

- A hipótese 1 implica em:  $\beta_1 < 0$ ;  $\beta_2 = 0$ ;  $\beta_3 > 0$

Os demais modelos serão aplicados para o teste das hipóteses 2, 3 e 4.

### Modelo 1

O Modelo 1 representado pela equação 11 visa verificar se a participação isolada de famílias, governo, e investidores estrangeiros no capital votante total da empresas afeta de alguma maneira o grau de internacionalização das empresas.

$$FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\%_{i,t-1} + \beta_2 GOV\%_{i,t-1} + \beta_3 FOR\%_{i,t-1} + \beta_4 OC_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 DEBT_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} + \beta_9 AGE_{i,t-1} + \beta_{10} SECT_{i,t-1} + \beta_{11} YEAR_t \quad (11)$$

### Modelo 2

O Modelo 2 expresso pela equação 12 examina se a classificação do tipo de estrutura propriedade da empresa afeta o grau de internacionalização da mesma, considerando a possibilidade de uma estrutura mista de propriedade e controle.

$$\begin{aligned}
 FSTS_{it} = & \alpha + \beta_1 FAM\_D_{i,t-1} + \beta_2 GOV\_D_{i,t-1} + \beta_3 FOR\_D_{i,t-1} + \beta_4 FAM\_GOV\_D_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 FAM\_FOR\_D_{i,t-1} + \beta_6 GOV\_FOR\_D_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_GOV\_FOR\_D_{i,t-1} \\
 & + \beta_8 OC_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} DEBT_{i,t-1} + \beta_{11} CASH_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{i,t-1} \\
 & + \beta_{13} AGE_{i,t-1} + \beta_{14} SECT_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_t
 \end{aligned} \tag{12}$$

### Modelo 3

O Modelo 3 é semelhante ao Modelo 2, porém concentra-se apenas no bloco de controle quando assim existir. A equação 13 procura avaliar se a presença relevante da estrutura familiar, do governo, de investidores estrangeiros, ou uma mescla destes tipos, na formação do bloco de controle afeta o grau de internacionalização das empresas.

$$\begin{aligned}
 FSTS_{it} = & \alpha + \beta_1 FAM\_C_{i,t-1} + \beta_2 GOV\_C_{i,t-1} + \beta_3 FOR\_C_{i,t-1} + \beta_4 FAM\_GOV\_C_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 FAM\_FOR\_C_{i,t-1} + \beta_6 GOV\_FOR\_C_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_GOV\_FOR\_C_{i,t-1} \\
 & + \beta_8 OC_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} DEBT_{i,t-1} + \beta_{11} CASH_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{i,t-1} \\
 & + \beta_{13} AGE_{i,t-1} + \beta_{14} SECT_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_t
 \end{aligned} \tag{13}$$

De maneira geral estaríamos comprovando as hipóteses levantadas se nos modelos encontrássemos o seguinte resultado:

- A hipótese 2 implica em:  $\beta_1 < 0$
- A hipótese 3 implica em:  $\beta_2 > 0$
- A hipótese 4 implica em:  $\beta_3 > 0$

### Modelo 4

O Modelo 4 representado pela Equação 14 é semelhante ao Modelo 1 porém ele quebra a participação do governo, considerando BNDES e fundos de pensão de empresas públicas separadamente.

$$\begin{aligned}
FSTS_{it} = & \alpha + \beta_1 FAM\_ \%_{i,t-1} + \beta_2 BNDES\_ \%_{i,t-1} + \beta_3 PFUNDS\_ \%_{i,t-1} \\
& + \beta_4 OTHERSGOV\_ \%_{i,t-1} + \beta_5 FOR\_ \%_{i,t-1} + \beta_6 OC_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} \\
& + \beta_8 DEBT_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \beta_{11} AGE_{i,t-1} \\
& + \beta_{12} SECT_{i,t-1} + \beta_{13} YEAR_t
\end{aligned} \tag{14}$$

Na Equação 12 a hipótese 2 implica em  $\beta_1 < 0$ , já a hipótese 3 exige  $\beta_2 > 0$  e/ou  $\beta_3 > 0$  e/ou  $\beta_4 > 0$ , e a hipótese 4 requer  $\beta_5 > 0$

### Modelo 5

O Modelo 5 representado pela Equação 15 é semelhante ao Modelo 2 porém ele quebra a participação do governo, considerando BNDES e fundos de pensão de empresas públicas separadamente.

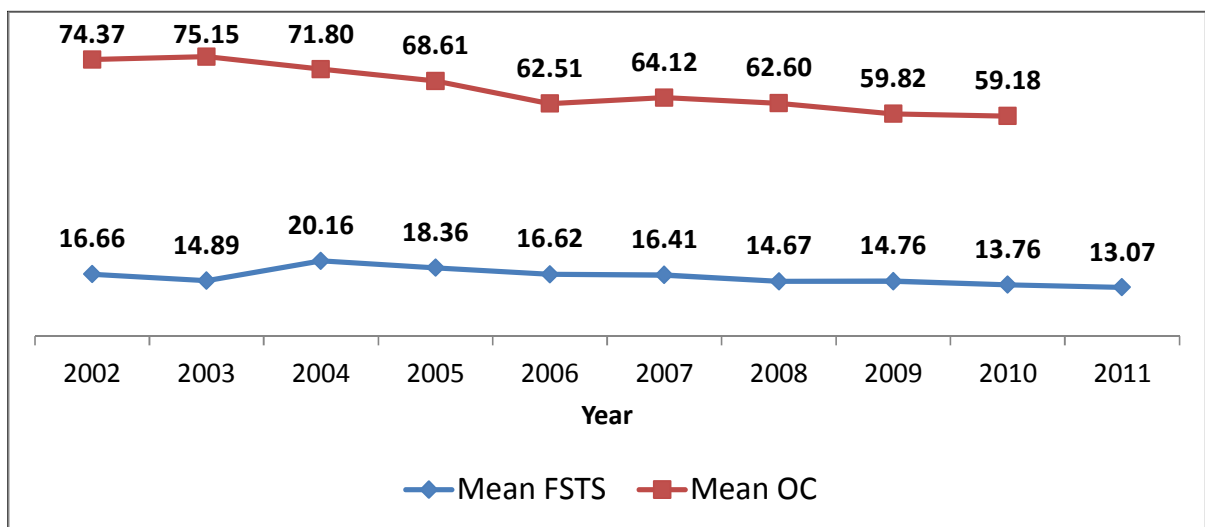
$$\begin{aligned}
FSTS_{it} = & \alpha + \beta_1 FAM\_ D_{i,t-1} + \beta_2 BNDES\_ D_{i,t-1} + \beta_3 PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_4 FOR\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_5 FAM\_ BNDES\_ D_{i,t-1} + \beta_6 FAM\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_ FOR\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_8 BNDES\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_9 BNDES\_ FOR\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_{10} PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{11} FAM\_ BNDES\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_{12} FAM\_ BNDES\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{13} FAM\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_{14} BNDES\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{15} FAM\_ BNDES\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} \\
& + \beta_{16} OC_{i,t-1} + \beta_{17} SIZE_{i,t-1} + \beta_{18} DEBT_{i,t-1} + \beta_{19} CASH_{i,t-1} + \beta_{20} ROA_{i,t-1} \\
& + \beta_{21} AGE_{i,t-1} + \beta_{22} SECT_{i,t-1} + \beta_{23} YEAR_t
\end{aligned} \tag{15}$$

Na Equação 15 a hipótese 2 implica em  $\beta_1 < 0$ , já a hipótese 3 exige  $\beta_2 > 0$  e/ou  $\beta_3 > 0$ , e a hipótese 4 requer  $\beta_4 > 0$

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seguir serão apresentados os resultados da pesquisa empírica conduzida visando aceitar ou refutar as hipóteses de pesquisa levantadas nos pressupostos teóricos e metodológicos.

As matrizes de correlação entre as variáveis dos modelos analisados estão dispostas no apêndice do trabalho. De modo geral as variáveis utilizadas no estudo não apresentaram alta correlação entre si, o que é um bom sinal, uma vez que isto reduz a possibilidade de vieses na análise empírica.



**Figura 7 - Evolução do grau de internacionalização e concentração de propriedade médios**

A Figura 7 mostra que a concentração de propriedade média vem caindo na amostra analisada com o passar do tempo, sendo de 2005 para 2006 a queda mais relevante. Este resultado está em linha com a análise de Caixe e Krauter (2013). Os autores mencionados ainda explicam que tal resultado pode ser efeito da “criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa pela BM&FBOVESPA em 2000 e pela Nova Lei das S.A.s, que entrou em vigor em 2001.”. Além disso, evidenciamos a adoção de diversas empresas ao segmento “Novo Mercado” na BM&FBOVESPA em 2005. Novo Mercado é um segmento de listagem na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo que é mais exigente no que toca a governança corporativa das empresas. Segundo a própria BM&FBOVESPA, o objetivo principal da instituição deste novo segmento era estimular o investimento nacional e estrangeiro nas empresas listadas.

Já o grau de internacionalização médio das empresas analisadas manteve-se praticamente constante, tendo como pico o ano de 2004. No ano de 2009 para 2010 houve uma queda um

pouco mais acentuada no grau de internacionalização muito provavelmente em função da crise financeira mundial.

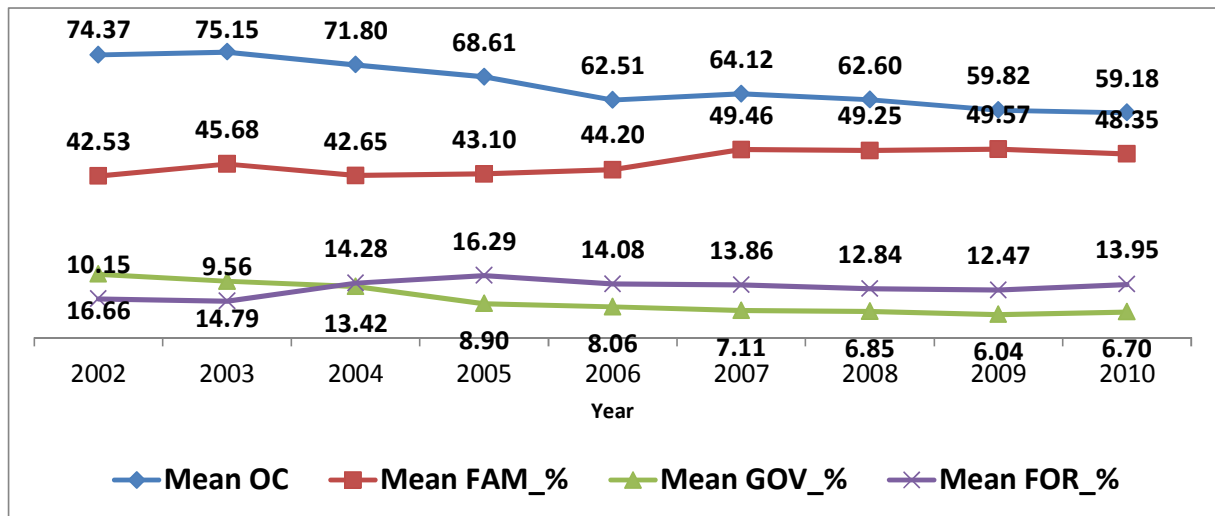


Figura 8 - Evolução da concentração de propriedade média por tipo

No que tange a evolução do tipo de estrutura de propriedade ao longo dos anos analisados, notamos na Figura 8 que a participação das famílias na propriedade total manteve-se constante, ao passo que a partir de 2005 houve uma inversão: a participação do governo, seja via direta, fundos de pensão ou banco de fomento, cai ao passo que a participação do capital estrangeiro sobe. Tal fato também pode ser reflexo da adoção do Novo Mercado por um bom volume de empresas, o que por sua vez deve ter atraído um volume maior de capital externo.

Quando analisamos os dados gerais por segmento na Tabela 3 notamos que a alta concentração de propriedade se aplica em média para todos os setores analisados. A participação familiar também foi alta em quase todos os extratos com exceção do setor de Hotéis e Restaurantes, Lazer, Mineração e Petróleo, Gás e Biocombustíveis, no qual a presença mais relevante é a do governo pelas características estratégicas deste setor para o país. Outra exceção em que a participação familiar não se apresentou alta foi em relação ao setor de Telecomunicações, no qual os investidores estrangeiros em média detiveram uma maior parcela do capital votante, o que é justificável pelo fato de que empresas estrangeiras quando da privatização deste segmento, investiram nas companhias principalmente de telefonia. Aldrighi e Neto (2007) especulam que a concentração de propriedade nestas ocasiões poderia ter sido menor se as privatizações conduzidas na década de 90 não fossem feitas com a meta de maximização da receita da venda das empresas, o que segundo os autores “implicou na mera transferência do controle do governo para grupos privados”.



Tabela 3 - Estatística descritiva por segmento

Sector	All Sample					
	Firms	Mean FSTS	Mean OC	Mean %FAM_T	Mean %GOV_T	Mean %FOR_T
Agropecuária	2	25.57	44.48	28.35	0.00	12.09
Alimentos Processados e Bebidas	14	30.29	63.05	26.07	13.91	15.92
Aluguel de carros	2	0.01	45.07	44.63	3.42	0.00
Comércio e Distribuição	14	2.52	59.76	38.50	0.01	16.42
Construção e Engenharia	24	0.67	48.94	40.93	0.15	10.59
Hoteis e Restaurantes	3	1.54	88.96	0.00	76.92	13.25
Lazer	4	0.77	93.76	1.02	35.70	0.93
Madeira e Papel	7	32.82	75.24	72.37	2.77	3.08
Máquinas e Equipamentos	7	18.16	66.19	63.52	2.06	5.93
Materiais Diversos	4	18.22	68.01	29.05	2.55	21.94
Material de Transporte	12	34.91	67.80	34.76	18.67	18.10
Mídia e Serviços Educacionais	6	0.00	76.80	38.23	0.90	19.25
Mineração	2	72.30	55.64	15.04	23.27	10.01
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5	5.42	76.92	9.04	38.54	15.48
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	3	5.82	67.79	43.64	0.00	5.19
Químicos	5	16.42	78.11	61.23	5.59	12.90
Saúde	6	1.65	40.05	16.17	0.58	10.76
Serviços Industriais	3	0.38	48.16	20.90	10.71	15.49
Siderurgia e Metalurgia	13	34.26	69.09	42.85	9.99	5.97
Tecidos, Vestuário e Calçados	23	14.60	65.95	49.08	1.16	1.91
Tecnologia da Informação	4	6.04	48.92	29.33	4.91	5.21
Telecomunicações	7	0.11	60.63	7.92	11.14	57.14
Transporte	11	3.06	67.20	37.42	3.76	15.76
Utilidades Domésticas	3	13.49	56.61	23.99	1.23	33.67
<b>Total</b>	<b>184</b>	<b>15.18</b>	<b>64.32</b>	<b>37.37</b>	<b>8.40</b>	<b>12.52</b>

Os setores que apresentaram em média um maior grau de internacionalização foram os de Mineração, Material de Transporte, Siderurgia, Madeira e Papel e Alimentos Processados e Bebidas, fato que reafirma o baixo nível tecnológico da internacionalização de empresas brasileiras (Stal, 2010).

Em linhas gerais podemos dizer que a análise descritiva da amostra em questão condiz com a teoria apresentada ao mostrar uma alta concentração de propriedade, inclusive familiar, e um baixo grau de internacionalização em comparação a mercados desenvolvidos.

Ao analisar os resultados do Modelo 2 na Tabela 4, poderíamos ser levados a aceitar a hipótese 1, de que há uma relação cubica em formato de “U”, e portanto, não linear, entre concentração de propriedade medida como a parcela de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista e a internacionalização medida pela razão *FSTS*, uma vez que o coeficiente da concentração de propriedade *OC* é negativo e estatisticamente significativo a 1% de confiança e o coeficiente da concentração de propriedade ao cubo  $OC^3$  é positivo e estatisticamente significativo a 5% de confiança. Tal resultado confirmaria a hipótese de que os acionistas, conforme a concentração de propriedade aumenta, tornam-se mais avessos ao risco uma vez

que há mais riqueza pessoal envolvida na empresa. Nestas circunstâncias o proprietário tenderá a utilizar seu maior poder de barganha para controlar os administradores e evitar um alto grau de internacionalização. Esta situação persiste até o ponto em que há tanta riqueza pessoal envolvida na firma que o acionista se torna ainda mais avesso ao risco e optará por um maior grau de internacionalização como forma de diversificação visando à redução do seu risco. Em linhas gerais este foi o resultado encontrado por Oesterle, Richta e Fish (2013) quando analisou empresas fabris Alemãs.

**Tabela 4 - Testes da hipótese 1**

Tobit - Dependent Variable - FSTS - Total Sample								
	Baseline		Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	t	Coefficient	t	Coefficient	t	Coefficient	t
OC	-	-	<b>-0.115109</b>	<b>[-3.35]***</b>	<b>-0.3294401</b>	<b>[-3.58]***</b>	<b>-0.010559</b>	<b>[-0.02]</b>
OC <sup>2</sup>	-	-	-	-	-	-	<b>-0.6265997</b>	<b>[-0.68]</b>
OC <sup>3</sup>	-	-	-	-	<b>0.176782</b>	<b>[2.51]**</b>	<b>0.5343184</b>	<b>[1.01]</b>
SIZE	7.066286	[13.98]***	7.102047	[14.18]***	7.083086	[14.14]***	7.072555	[14.1]***
DEBT	-0.0013673	[-0.06]	-0.0039663	[-0.18]	0.001775	[0.08]	0.0013407	[0.06]
CASH	0.1377869	[1.85]*	0.1175271	[1.59]	0.1281832	[1.74]*	0.130669	[1.77]*
ROA	0.0215028	[0.41]	0.0208714	[0.4]	0.0315057	[0.6]	0.0333424	[0.63]
AGE	2.974971	[2.84]***	3.252193	[3.1]***	3.302602	[3.14]***	3.260227	[3.1]***
Constant	-105.4048	[-8.37]***	-107.4634	[-8.82]***	-98.99718	[-7.85]***	-102.9902	[-7.4]***
N. Obs.	972		972		972		972	
Log like.	-2425.3137		-2419.738		-2416.576		-2416.3421	
Pseudo R2	0.1777		0.1786		0.1806		0.1807	

\*p < 10% ; \*\*p < 5% ; \*\*\*p < 1%

Para as 184 empresas analisadas entre os anos de 2002 a 2011, utilizamos um painel Tobit e aplicamos o seguinte modelo:

$$FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 OC_{i,t-1} + \beta_2 OC_{i,t-1}^2 + \beta_3 OC_{i,t-1}^3 + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 CASH_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \beta_8 AGE_{i,t-1} + \beta_9 SECT_{i,t-1} + \beta_{10} YEAR_t$$

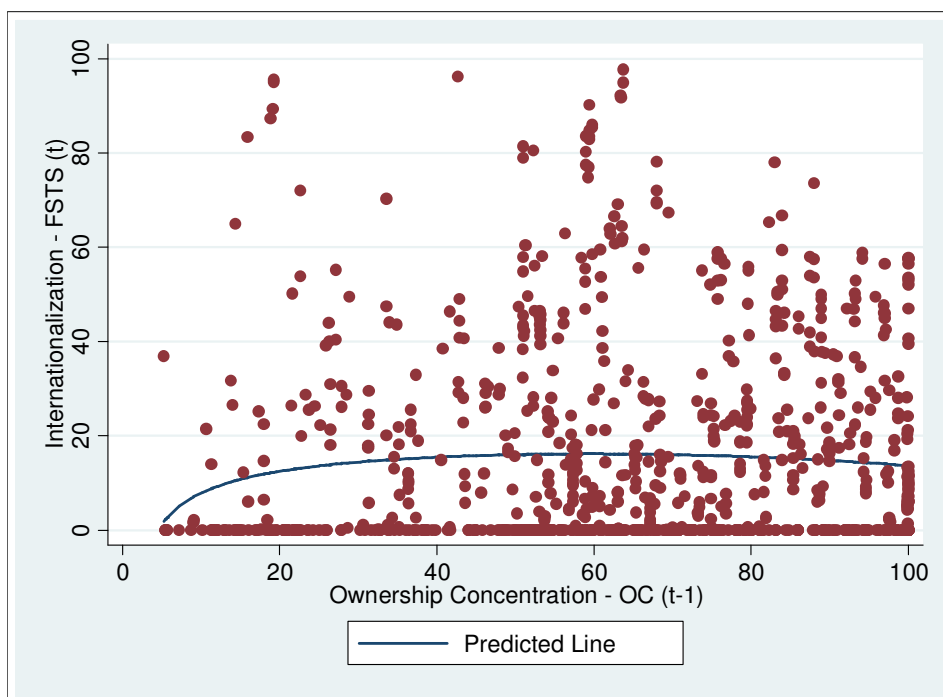
Onde  $FSTS_{it}$  é o grau de internacionalização da empresa  $i$  no ano  $t$  medido como a razão entre receita obtidas no mercado externo e receitas totais,  $OC_{i,t-1}$  é a concentração de propriedade da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medida como a parcela de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista considerando acordos,  $SIZE_{i,t-1}$  é o tamanho da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medido como o logaritmo natural do valor contábil do ativo total,  $DEBT_{i,t-1}$  é o endividamento da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medido como a razão entre a dívida líquida e o valor contábil do ativo total,  $CASH_{i,t-1}$  é o caixa, disponíveis e equivalentes da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medido como a razão entre o caixa da empresa e o valor contábil do ativo total,  $ROA_{i,t-1}$  é o retorno da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medido como a razão entre o lucro líquido e o valor contábil do ativo total,  $AGE_{i,t-1}$  é a idade da empresa  $i$  no ano  $t-1$  medida como o logaritmo natural do número de meses desde a data de constituição da firma até o final do ano  $t$ ,  $SECT_{i,t-1}$  é uma variável *dummy* para indicar o setor de atividade da empresa  $i$  no ano  $t-1$ , e  $YEAR_t$  é uma variável *dummy* para indicar o ano  $t$  de análise. A tabela mostra os valores dos coeficientes assim como a estatística  $t$  de cada variável.

Entretanto, para efetivamente comprovar a curva em formato de “U” defendida, é preciso evidenciar que o termo ao quadrado da equação e do modelo não é estatisticamente diferente de zero, e ao mesmo tempo mostrar que o coeficiente da concentração de propriedade  $OC$  é

negativo e estatisticamente significativo, e também constatar que o coeficiente da concentração de propriedade ao cubo  $OC^3$  é positivo e estatisticamente significativo.

Tendo isso em vista procedemos o Modelo 3 da Tabela 4, no qual incluímos a variável de concentração de propriedade ao quadrado  $OC^2$  na análise. E o resultado que obtivemos faz com que não possamos aceitar como verdadeira a hipótese em questão, visto que neste cenário nenhum dos coeficientes mostrou-se estatisticamente diferente de zero. Ou seja, no Brasil o problema de agência envolvendo acionistas e gestores quando da decisão de internacionalização na forma proposta por Oesterle, Richta e Fish (2013), e conseqüentemente a relação cúbica em formato de “U” entre estrutura de propriedade e internacionalização, não se manifestou.

Para deixar claro que a curva em “U” não se verifica no Brasil, a Figura 9 mostra a dispersão dos pontos e a linha de tendência fruto da combinação entre internacionalização e concentração de propriedade, e pode-se observar que em nada a disposição dos pontos lembra uma curva com as características mencionadas.



**Figura 9 - Gráfico de dispersão entre internacionalização e concentração de propriedade**

Os principais motivos que fizeram com que não aceitássemos a hipótese 1 como verdadeira estão ligados com as premissas adotadas por Oesterle, Richta e Fish (2013) que são restritivas e acabam não se aplicando totalmente a um mercado emergente como o brasileiro. Para mencionar um exemplo, no Brasil é muito comum que haja uma coincidência entre

propriedade e controle, principalmente quando se trata de grupos de controle familiar. Neste cenário é frequente que acionistas e administradores tenham os mesmos interesses por fazerem parte da mesma família. Neste caso um fator fundamental para explicar o grau de internacionalização seria o grau de aversão a risco dos acionistas e não a concentração de propriedade (Bhaumik, Driffield e Pal, 2010). Acresce-se a isso o fato da amostra analisada no Brasil, em média apresentar uma alta concentração de propriedade e um baixo grau de internacionalização, ou seja, os pontos na Figura 9 estão mais concentrados no canto inferior direito, o que dificulta a observação da curva cúbica em formato de “U”.

Analisando os dados e tendo em vista o arcabouço teórico, percebemos indícios que no Brasil, conforme defendido por Damil, Rogers e De Sousa (2007) e Caixe e Krauter (2013), o principal conflito de agência não se dá na esfera acionista-administradores, mas sim na relação entre acionistas majoritários e minoritários uma vez da alta concentração de propriedade e separação do direito de voto e de caixa.

Outra premissa adotada por Oesterle, Richta e Fish (2013) é a de que quanto maior a concentração de propriedade nas mãos de um único acionista, mais avesso ao risco ele se torna em função e uma maior riqueza pessoal envolvida na firma. Embora lógico, o argumento pode ser enfraquecido, pois não é de conhecimento público a parcela da riqueza do maior acionista que está envolvida em determinada empresa, informação esta que de fato está relacionada com o grau de aversão ao risco deste acionista. Além disso, a separação do direito a voto e do direito ao caixa, e a formação de acordos de acionistas implícitos ou explícitos podem fazer com que um investidor, uma família ou o governo detenha controle de uma empresa com menos de 50% das ações totais. Portanto uma temática importante para estudos futuros é a dinâmica e funcionamento dos acordos de acionistas e seu impacto nas decisões corporativas.

Uma vez mostrados os resultados a respeito da hipótese 1 vamos agora analisar os resultados referentes às hipóteses 2, 3 e 4. A Tabela 5 apresenta os modelos econométricos aplicados para aceitar ou rejeitar as hipóteses em questão.

Em uma primeira análise do Modelo 1 da Tabela 5 notamos que houve uma relação diretamente proporcional entre a participação de famílias e do governo no capital votante das empresas e o grau de internacionalização das firmas, visto que o coeficiente das respectivas variáveis foi positivo e estatisticamente significativo. Isto demonstra que na amostra estudada

quanto maior foi à parcela de ações com direito a voto detidas por famílias e pelo governo, em média maior foi o grau de internacionalização. Já a participação de investidores estrangeiros na estrutura de propriedade em média não exerceu influência no grau de internacionalização das companhias analisadas. Porém uma análise mais profunda se faz necessária para identificar em quais situações a participação familiar e pública afeta o grau de internacionalização das empresas. Assim procedemos os Modelos 2 e 3 da Tabela 5.

**Tabela 5 - Testes das hipóteses 2, 3 e 4**

	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	t	Coefficient	t	Coefficient	t
FAM_%	0.0595555	[2.17]**	-	-	-	-
GOV_%	0.1251719	[2.78]***	-	-	-	-
FOR_%	0.0002897	[0.01]	-	-	-	-
FAM_D	-	-	3.796451	[1.84]*	-	-
GOV_D	-	-	-4.762485	[-0.79]	-	-
FOR_D	-	-	-2.055356	[-0.62]	-	-
FAM_GOV_D	-	-	7.323027	[1.66]*	-	-
FAM_FOR_D	-	-	1.197422	[0.32]	-	-
GOV_FOR_D	-	-	0.6585754	[0.12]	-	-
FAM_GOV_FOR_D	-	-	-3.944052	[-0.33]	-	-
FAM_C	-	-	-	-	5.128739	[2.12]**
GOV_C	-	-	-	-	5.823938	[1.46]
FOR_C	-	-	-	-	-1.35023	[-0.35]
FAM_GOV_C	-	-	-	-	11.98063	[2.72]***
FAM_FOR_C	-	-	-	-	-4.740548	[-1.15]
GOV_FOR_C	-	-	-	-	7.025163	[0.62]
FAM_GOV_FOR_C	-	-	-	-	-18.48753	[-1.66]*
OC	-0.149269	[-3.8]***	-0.1204039	[-3.48]***	-0.1626252	[-3.44]***
SIZE	6.979032	[13.74]***	6.998932	[13.87]***	7.113106	[14.21]***
DEBT	-0.0119809	[-0.53]	-0.0032497	[-0.15]	-0.013617	[-0.61]
CASH	0.087257	[1.17]	0.1068311	[1.44]	0.079006	[1.06]
ROA	0.0249843	[0.48]	0.0217354	[0.42]	0.0114612	[0.22]
AGE	2.512041	[2.35]**	3.014413	[2.79]***	2.450134	[2.28]**
Constant	-94.07843	[-7.44]***	-96.86647	[-7.57]***	-95.39239	[-7.61]***
N. of Obs.	972		972		972	
Log like.	-2414.1515		-2415.6895		-2408.4822	
Pseudo R2	0.1815		0.1809		0.1834	

\*p < 10%; \*\*p < 5%; \*\*\*p < 1%

Para as 184 empresas da amostra analisada entre os anos de 2002 a 2011, utilizamos um painel Tobit aplicamos 3 modelos:

$$\text{Modelo 1: } FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\_ \%_{i,t-1} + \beta_2 GOV\_ \%_{i,t-1} + \beta_3 FOR\_ \%_{i,t-1} + \beta_4 OC_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} + \beta_6 DEBT_{i,t-1} + \beta_7 CASH_{i,t-1} + \beta_8 ROA_{i,t-1} + \beta_9 AGE_{i,t-1} + \beta_{10} SECT_{i,t-1} + \beta_{11} YEAR_t$$

$$\text{Modelo 2: } FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\_ D_{i,t-1} + \beta_2 GOV\_ D_{i,t-1} + \beta_3 FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_4 FAM\_ GOV\_ D_{i,t-1} + \beta_5 FAM\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_6 GOV\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_ GOV\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_8 OC_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} DEBT_{i,t-1} + \beta_{11} CASH_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{i,t-1} + \beta_{13} AGE_{i,t-1} + \beta_{14} SECT_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_t$$

$$\text{Modelo 3: } FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\_ C_{i,t-1} + \beta_2 GOV\_ C_{i,t-1} + \beta_3 FOR\_ C_{i,t-1} + \beta_4 FAM\_ GOV\_ C_{i,t-1} + \beta_5 FAM\_ FOR\_ C_{i,t-1} + \beta_6 GOV\_ FOR\_ C_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_ GOV\_ FOR\_ C_{i,t-1} + \beta_8 OC_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \beta_{10} DEBT_{i,t-1} + \beta_{11} CASH_{i,t-1} + \beta_{12} ROA_{i,t-1} + \beta_{13} AGE_{i,t-1} + \beta_{14} SECT_{i,t-1} + \beta_{15} YEAR_t$$

Quando analisamos a fundo, no Modelo 2 da Tabela 5, a caracterização da estrutura de propriedade das empresas, assumindo a possibilidade de existência uma estrutura mista, percebemos que o fato da estrutura de propriedade ser familiar impactou de maneira positiva o grau de internacionalização, uma vez que o coeficiente da variável *FAM\_D* foi positivo e significativo estatisticamente, o que demonstra que no Brasil as empresas familiares de capital aberto tem um direcionamento para a internacionalização. Não menos importante, a presença conjunta, ou simultânea, de famílias e do governo no capital votante também influenciou o grau de internacionalização já que o coeficiente da variável *FAM\_GOV\_D* se mostrou positivo e estatisticamente significativo, sugerindo a importância do governo como catalizador do processo de internacionalização de empresas familiares. A participação isolada do governo não se mostrou relevante para justificar a internacionalização, o que fortalece ainda mais a visão do governo como parceiro das empresas familiares no processo de expansão para novos mercados e regiões. Neste contexto há indícios de que a iniciativa de internacionalizar parte das empresas familiares, sendo o governo um facilitador do processo, e em muitos casos esta parceria é firmada via acordo de acionistas. Este resultado ainda é mais latente quando analisamos apenas a caracterização do bloco, ou do acionista, controlador no Modelo 3 da Tabela 5, dado que a significância estatística e econômica da presença de famílias isoladamente e famílias e governo conjuntamente no bloco controlador é ainda maior do que a encontrada no Modelo 2 da mesma tabela.

Isto nos faz aceitar a hipótese 3, que diz que quanto maior a participação do governo na estrutura de propriedade, maior tenderá ser o seu grau de internacionalização. O resultado encontrado mostra que as empresas brasileiras, principalmente as familiares, têm no governo seja via empresas e bancos estatais, fundos de pensão, ou banco de fomentos um apoio para o processo de internacionalização, seja tal auxílio político ou na forma de recursos. Este resultado evidencia a ainda baixa capacidade das firmas brasileiras de se internacionalizarem, sendo necessário o apoio do governo para consolidar o processo.

No que tange o fato da participação de famílias no controle das empresas ocasionar em média um maior grau de internacionalização, de certa forma isto pode ser explicado pela natureza da amostra composta em sua grande maioria de empresas com forte controle familiar. Além disso, Bhaumik, Driffield e Pal (2010) assumem implicitamente na construção de sua hipótese, também adotada por este trabalho, que empresas familiares tendem a ter uma gestão mais simples e com menor nível de governança. Tal fato não é aplicável à amostra analisada uma vez que o presente estudo, diferentemente de Bhaumik, Driffield e Pal (2010), analisa apenas

empresas de capital aberto, que só por este fato já possuem um melhor nível de governança e gestão, mesmo que a firma seja tipicamente familiar. Não obstante na amostra estudada encontram-se grandes empresas e grupos familiares brasileiros, que possuem uma gestão profissional, como é o caso da Gerdau e que concomitantemente tem um alto grau de internacionalização.

O próprio estudo conduzido por Bhaumik, Driffield e Pal (2010) aponta possíveis fatores que poderiam justificar o fato de uma empresa de controle familiar apresentar um maior grau de internacionalização, dentre os quais pode-se destacar a ausência do problema de agência entre acionistas e administradores. Segundo os autores, o fato dos proprietários e gestores serem geralmente da mesma família, quando não são as mesmas pessoas, garante um importante alinhamento de interesses que deixa o processo decisório mais flexível e facilita a tomada de decisão sobre investimentos de longo prazo, como uma internacionalização por exemplo. Os pesquisadores ainda complementam argumentando que um nome familiar tradicional e bem estabelecido é um recurso intangível decisivo para a conquista de investidores e apoio governamental.

Toda a discussão apresentada nos faz rejeitar a hipótese 2, de que quanto maior a participação familiar na propriedade das empresas menor em média seria o grau de internacionalização.

Vimos que a presença de investidores estrangeiros no capital votante em geral não influenciou de forma estatisticamente significativa o grau de internacionalização das empresas. Resultado este razoável uma vez que a estratégia de um investidor estrangeiro ao aportar recursos em uma companhia brasileira é justamente à diversificação de seu portfólio em mercados internacionais, portanto não haveria incentivos por parte deste investidor para fazer com que a empresa investida internacionalize, uma vez que isso simbolizaria uma redundância estratégica. Este resultado é condizente com o trabalho de Sarti e Laplane (2003) que averiguaram que a origem do capital não interfere na propensão de exportar das empresas no Brasil. Os autores afirmam que no Brasil, diferentemente do que ocorre em países como México e China onde o investimento produtivo estrangeiro visa à exportação da produção doméstica para os países de origens do recurso, o investimento estrangeiro tem como alvo o próprio mercado interno local.

Portanto rejeitamos também a hipótese 4 de que quanto maior a presença de capital estrangeiro na propriedade de empresas brasileiras maior seria o grau de internacionalização.

Os resultados dos modelos da Tabela 5 também vão ao encontro da pesquisa de Floriani e Fleury (2012), pois mostraram que o tamanho teve uma relação diretamente proporcional com o grau de internacionalização das empresas, indicando que no Brasil quanto maior for a firma, maior em média foi o seu grau de internacionalização. Vemos tal fato nos modelos da Tabela 5 ao analisar o coeficiente da variável SIZE, que foi positivo e estatisticamente significativo. Não menos importante para explicar o grau de internacionalização das empresas brasileiras analisadas foi a experiência das empresas medida pela variável AGE. Os resultados dos modelos da Tabela 5 indicaram que quanto mais madura for a companhia, em média maior foi o grau de internacionalização observado, o que está de acordo com a linha de pensamento Escola Nórdica, ou Escola de Uppsala, que defende que a internacionalização é um processo gradual que envolve aprendizado e desenvolvimento (Johanson; Vahlne, 1977; Hemais e Hilal, 2003).

Uma vez identificado que órgãos públicos foram relevantes para justificar o grau de internacionalização, principalmente de empresas familiares, é importante analisar que tipos de instituições governamentais foram as maiores responsáveis por este resultado. Pela Figura 10 nota-se que a variável governo é composta majoritariamente pela participação do BNDES e dos fundos de pensão. Portanto rodamos os Modelos 4, 5 e 6 agora separando a variável referente ao governo em duas: BNDES e fundos de pensão de empresas públicas. Os resultados são apresentados na Tabela 6.

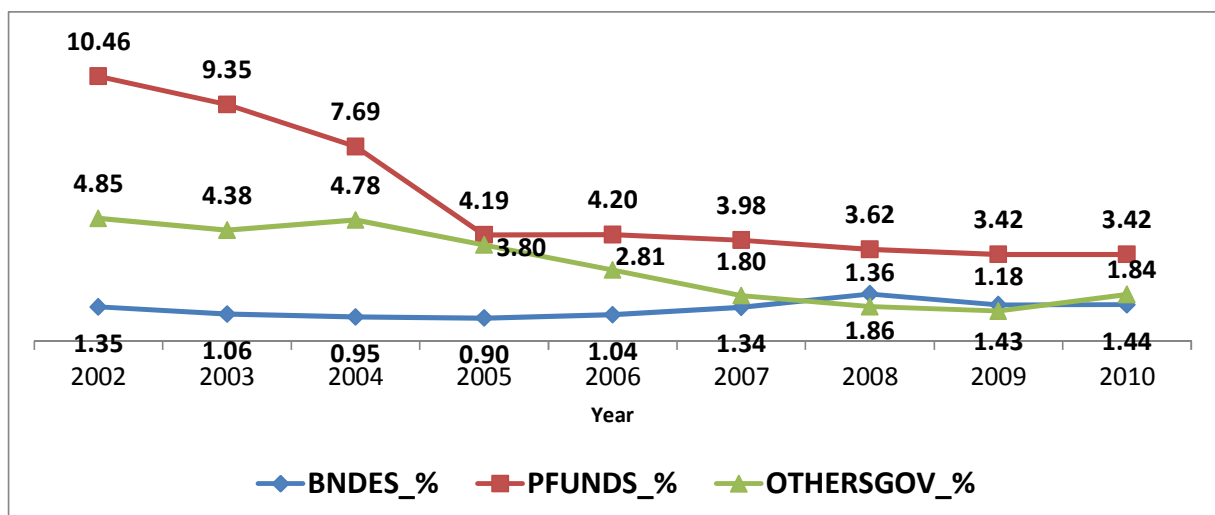


Figura 10 - Evolução da participação do governo no capital votante

Os resultados da Tabela 6 mostram que a estrutura de propriedade ser familiar continuou impactando de maneira positiva o grau de internacionalização, uma vez que o coeficiente da variável FAM\_D foi positivo e significativo estatisticamente. A presença do governo



isoladamente no controle das companhias via fundos de pensão de empresas públicas como a PETROS – Fundo de Previdência Complementar dos Funcionários da Petrobrás, a PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e a VALIA – Fundação Vale do Rio Doce de Seguridade Social, também teve uma relação diretamente proporcional com o grau de internacionalização, pois, o coeficiente da variável PFUNDS\_D também se mostrou positivo e significativo estatisticamente.

É importante frisar que o governo atua na propriedade das empresas mais fortemente via estes fundos do que por meio do BNDES, uma vez que a participação média histórica dos fundos no controle das firmas analisadas foi sempre superior à participação do BNDES, como podemos verificar na Figura 10. Este fato sugere que o BNDES é mais presente em operações de financiamento direto do que na propriedade das empresas.

A participação dos fundos de pensão de empresas públicas no capital votante das firmas impactou de tal maneira o grau de internacionalização, que a presença conjunta destes fundos com famílias, ou capital estrangeiro, ou BNDES foi diretamente relacionados com o grau de internacionalização, dado que os coeficientes das variáveis FAM\_PFUNDS\_D, PFUNDS\_FOR\_D e BNDES\_PFUNDS\_D foram positivos e estatisticamente significantes. Tal resultado sugere o papel do governo como importante ator e incentivador do processo de internacionalização das firmas em um país emergente.

Ao contrário do que previsto, a presença do BNDES no controle das firmas em média não exerceu influência sobre o grau de internacionalização, o que sugere que o BNDES ainda tem uma atuação maior nas organizações via linha de financiamentos do que via participação na propriedade (Além e Madeira, 2010; Hiratuka e Sarti, 2011).

A relação observada pode fazer sentido na medida em que Rabelo (1998) e Barros (1998) ponderam que os fundos de pensão tem a potencial capacidade de colaborar para com o desenvolvimento de uma nação, e a presença do mesmo na estrutura de propriedade de uma empresa traz diversas vantagens como uma maior disponibilidade de recursos e de informações sobre a organização, tornando assim menos incerto a tomada de decisão sobre projetos de investimento de longo prazo, caso de uma internacionalização.

No entanto sabe-se que os fundos de pensão de empresas públicas no Brasil por questões de aversão ao risco uma vez que representam a poupança de milhares de trabalhadores concentram seus investimentos em grandes empresas já bem estabelecidas no mercado que

possuem um menor risco. E ao analisar os resultados, vimos que o tamanho e a experiência tiveram uma relação diretamente proporcional com o grau de internacionalização das empresas. Portanto a relação causal entre presença de fundos de pensão de empresas públicas no controle das firmas e grau de internacionalização no caso brasileiro abre margem para discussão.

**Tabela 6 - Influência do governo no grau de internacionalização**

Tobit - Dependent Variable – FSTS				
	Model 4		Model 5	
	Coefficient	t	Coefficient	t
FAM_%	0.0665062	[2.45]**	-	-
BNDES_%	0.0348353	[0.28]	-	-
PFUNDS_%	0.2143157	[3.72]***	-	-
OTHERSGOV_%	-0.0896588	[-0.94]	-	-
FOR_%	0.0015407	[0.04]	-	-
FAM_D	-	-	4.318904	[1.65]*
BNDES_D	-	-	(omitted)	-
PFUNDS_D	-	-	8.699393	[2.11]**
FOR_D	-	-	4.969563	[1.49]
FAM_BNDES_D	-	-	7.767011	[1.34]
FAM_PFUNDS_D	-	-	16.52705	[3]***
FAM_FOR_D	-	-	-5.452092	[-1.52]
BNDES_PFUNDS_D	-	-	12.34145	[1.89]*
BNDES_FOR_D	-	-	(omitted)	-
PFUNDS_FOR_D	-	-	37.67844	[5.85]***
FAM_BNDES_PFUNDS_D	-	-	0.5980119	[0.07]
FAM_BNDES_FOR_D	-	-	-4.220411	[-0.45]
FAM_PFUNDS_FOR_D	-	-	-0.7094163	[-0.09]
BNDES_PFUNDS_FOR_D	-	-	11.25299	[1.2]
FAM_BNDES_PFUNDS_FOR_D	-	-	(omitted)	-
N. of Obs.	972		972	
Log like.	-2409.97		-2390.4733	
Pseudo R2	0.1829		0.1895	
OC	-0.1471314	[-3.76]***	-0.0817179	[-2.31]**
SIZE	7.278944	[14.16]***	6.653721	[13.52]***
DEBT	-0.0130661	[-0.59]	0.0080004	[0.38]
CASH	0.054075	[0.72]	0.0866286	[1.22]
ROA	0.0350621	[0.69]	0.0377514	[0.75]
AGE	2.546312	[2.42]**	1.810181	[1.73]*
Constant	-99.27359	[-7.86]***	-91.77427	[-7.36]***

\*p < 10% ; \*\*p < 5% ; \*\*\*p < 1%

Para as 184 empresas da amostra analisada entre os anos de 2002 a 2011, utilizamos um painel Tobit aplicamos 2 modelos:

**Modelo 4:**

$$FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\_ \%_{i,t-1} + \beta_2 BNDES\_ \%_{i,t-1} + \beta_3 PFUNDS\_ \%_{i,t-1} + \beta_4 OTHERSGOV\_ \%_{i,t-1} + \beta_5 FOR\_ \%_{i,t-1} + \beta_6 OC_{i,t-1} + \beta_7 SIZE_{i,t-1} + \beta_8 DEBT_{i,t-1} + \beta_9 CASH_{i,t-1} + \beta_{10} ROA_{i,t-1} + \beta_{11} AGE_{i,t-1} + \beta_{12} SECT_{i,t-1} + \beta_{13} YEAR_t$$

**Modelo 5:**

$$FSTS_{it} = \alpha + \beta_1 FAM\_ D_{i,t-1} + \beta_2 BNDES\_ D_{i,t-1} + \beta_3 PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_4 FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_5 FAM\_ BNDES\_ D_{i,t-1} + \beta_6 FAM\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_7 FAM\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_8 BNDES\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_9 BNDES\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{10} PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{11} FAM\_ BNDES\_ PFUNDS\_ D_{i,t-1} + \beta_{12} FAM\_ BNDES\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{13} FAM\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{14} BNDES\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{15} FAM\_ BNDES\_ PFUNDS\_ FOR\_ D_{i,t-1} + \beta_{16} OC_{i,t-1} + \beta_{17} SIZE_{i,t-1} + \beta_{18} DEBT_{i,t-1} + \beta_{19} CASH_{i,t-1} + \beta_{20} ROA_{i,t-1} + \beta_{21} AGE_{i,t-1} + \beta_{22} SECT_{i,t-1} + \beta_{23} YEAR_t$$

Embora a participação de fundos de pensão de empresas públicas no controle das firmas de forma isolada ou compartilhada com outros tipos de estrutura tenha se mostrado positivamente relacionada com o grau de internacionalização, a discussão sobre mecanismos de interação entre governo e capital privado no que diz respeito ao controle das empresas se mostra relevante. Neste contexto, Aldrighi e Neto (2007) afirmam a importância de arranjos piramidais complexos e de acordo de acionistas como forma de garantir o controle da companhia no mercado brasileiro. Já segundo Da Silva (2007) o uso de acordos de acionistas pelos empresários brasileiros se intensificou a partir da década de 60 com a participação crescente do governo nas companhias privadas, e com a formação de *joint ventures* com o capital estrangeiro.

A Tabela 7 sintetiza os resultados encontrados frente às hipóteses levantadas no estudo.

**Tabela 7 - Resumo dos resultados**

Hipótese	Resultado	Análise Resumida
H1: O grau de internacionalização das empresas é dado por uma função cúbica em formato de “U” que segue a seguinte fórmula: $EDO I(OC) = abOC^3 - AcOC + Ad$	Rejeitada	Adotando a modelagem baseada em Oesterle, Richta e Fish (2013), seríamos levados a aceitar a hipótese da existência da curva em formato de “U”. Entretanto incluindo a variável da concentração de propriedade ao quadrado no modelo, não obtivemos êxito na comprovação da hipótese, o que indica que o conflito agente-principal na forma proposta por Oesterle, Richta e Fish (2013) não se verificou na amostra analisada.
H2: Quanto maior for à participação de famílias na propriedade da empresa menor será o grau de internacionalização	Rejeitada	Ao contrário do que a hipótese previa, quanto maior a participação de famílias no capital votante maior em média foi o grau de internacionalização das firmas. No Brasil há a presença de grandes grupos familiares, empresas consolidadas no mercado que apresentam um alto grau de internacionalização.
H3: Quanto maior for à participação do governo na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização	Aceita	Quanto maior a participação do governo no capital votante das empresas, maior em média maior foi o grau de internacionalização de empresas familiares. Os resultados sugerem que o governo, principalmente via fundos de pensão de empresas públicas ainda desempenha um importante papel de catalizador do processo de internacionalização das empresas, principalmente as de controle familiar.
H4: Quanto maior for à participação do capital estrangeiro na propriedade da empresa maior será o grau de internacionalização	Rejeitada	Investidores estrangeiros na estrutura de propriedade não impactou de maneira estatisticamente significativa o grau de internacionalização das empresas da amostra. Vale citar que o investimento estrangeiro no Brasil destina-se primordialmente ao mercado local, não sendo orientado para construção de uma plataforma de exportação.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Dada a crescente globalização a internacionalização é um tema cada vez mais relevante para as empresas tanto de nações desenvolvidas como aquelas que ainda estão em desenvolvimento. Por este motivo, o tema desperta cada vez mais interesse na academia. A estrutura de propriedade por sua vez é uma característica corporativa fortemente marcada por fatores institucionais locais, por isso a análise da relação entre internacionalização e estrutura de propriedade abre margem para uma rica discussão.

Inspirado em trabalhos de Oesterle, Richta e Fish (2013) e Bhaumik, Driffield e Pal (2010), este estudo procurou contribuir para a área de administração de empresas ao mostrar a influência da estrutura de propriedade na internacionalização de empresas brasileiras de capital aberto entre 2002 a 2011. Ao analisar uma amostra de 184 empresas brasileiras de diversos setores listadas na BM&FBOVESPA rejeitou-se a hipótese da existência de uma curva cúbica em formato de “U” no que diz respeito à relação entre internacionalização e concentração de propriedade, descartando o modelo agente-principal verificado por Oesterle, Richta e Fish (2013) no mercado alemão, fortalecendo assim a argumentação de que em um país emergente o principal problema agente-principal não se dá na esfera gestores-acionistas, mas sim entre acionistas majoritários e minoritários, no qual o primeiro toma as decisões às custas do segundo.

Em relação ao impacto do tipo de estrutura de propriedade na internacionalização, observou-se que em média quanto maior foi a participação de famílias, ao contrário do que Bhaumik, Driffield e Pal (2010) evidenciaram, e de fundos de pensão de empresas públicas no controle maior em média foi o grau de internacionalização das firmas. Tal resultado reforça o papel do governo de um país emergente, como incentivador do ainda fraco processo de expansão internacional das empresas locais.

Enquanto a participação do BNDES na propriedade das firmas não explicou o grau de internacionalização, a presença conjunta do governo via fundos de pensão e outras formas de estrutura de propriedade como a familiar influenciou positivamente a internacionalização das empresas brasileiras. Tal constatação abre caminho para o debate das formas de interação entre governo e o capital privado no que diz respeito a propriedade das empresas e a internacionalização, e no Brasil constatou-se duas práticas comuns neste sentido são a existência de acordos de acionistas e complexas estruturas piramidais.

Diferente dos resultados de Bhaumik, Driffield e Pal (2010), a presença de investidores estrangeiros no controle das firmas em média não impactou o grau de internacionalização, o que sugere uma diferença entre a estratégia de investimento estrangeiro no Brasil frente a outras nações emergentes. Enquanto em países como México, China e Índia os investimentos estrangeiros visam em grande parte à exportação da produção, no Brasil os recursos internacionais parecem ter como objetivo o aproveitamento do mercado interno brasileiro.

A grande contribuição deste trabalho é aprofundar o entendimento da internacionalização e estrutura de propriedade em empresas de capital aberto em um país emergente. Não menos importante são as discussões de possíveis relações entre o desenho da estrutura de propriedade e grau de internacionalização das firmas, evidenciando o papel do governo neste contexto, possibilitando a comparação dos resultados com os obtidos em um mercado desenvolvido como o Alemão e um em desenvolvimento como a Índia.

As possíveis limitações do trabalho são fruto do uso de um indicador unidimensional para avaliar o grau de internacionalização das empresas. O perfil da estrutura de propriedade em países emergentes caracterizado em sua maioria por alta concentração e pouca variação durante os anos analisados também pode caracterizar outra dificuldade em comprovar as hipóteses de pesquisa. Esta limitação está associada à outra que é a existência de contratos implícitos entre os acionistas que não estão representados nas bases de dados disponíveis, portanto para alguns casos a imagem que temos sobre a estrutura de propriedade é míope.

Como sugestões para estudos futuros destacamos a exploração de outras métricas para a internacionalização e concentração de propriedade. Não obstante a avaliação de empresas que não possuem ações listadas em bolsa e a análise de como ocorre a construção de relações entre governo e famílias, e o papel exercido pelos fundos de pensão nesta relação, podem complementar as contribuições do presente trabalho.

Por fim, mas não menos importante, sugere-se a avaliação da criação de valor a partir da decisão de internacionalização. Seguindo o referencial teórico apresentado assume-se que internacionalizações impulsionadas pelo problema agente-principal, refletido pela situação em que há baixa concentração de propriedade, em média não devem criar valor para o acionista ao passo que expansão geográfica e diversificação pautadas pela racionalidade clássica econômica das partes deveria criar valor (situação em que há média e alta concentração de propriedade).

## 5 REFERÊNCIAS

- ADLER, N.; DOKTOR, R.; REDDING S. G.. *From the Atlantic to the Pacific century*. **Journal of Management**, [S.I.], v. 12, n. 2, p. 295-318, 1986.
- AGGARWAL, Rajesh K.; SAMWICK, Andrew A.. *Why do managers diversify their firms? Agency reconsidered*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 58, n. 1, p. 71-118, 2003.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. *Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil*. **Revista de Economia Política**, [S.I.] v. 25, n. 2, p. 115-137, 2005.
- ALDRIGHI, Dante Mendes; NETO, Roberto Mazzer. *Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil*. **Revista Brasileira de Economia**, [S.I.] v. 61, n. 2, p. 129-152, 2007.
- ALÉM, Ana Cláudia; MADEIRA, Rodrigo. *Internacionalização e competitividade: a importância da criação de empresas multinacionais brasileiras*. **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro, BNDES, p. 39-58, 2010.
- ALÉM, Ana Claudia; CAVALCANTI, Carlos Eduardo. *O BNDES e o apoio à internacionalização das empresas brasileiras: algumas reflexões*. **Revista do BNDES**, [S.I.], v. 12, n. 24, p. 43-76, 2005.
- ALLEN, L.; PANTZALIS, C.. *Valuation of the operating flexibility of multinational corporations*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 27, n. 4, p. 633-653, 1996.
- AMIHUD, Yakov; LEV, Baruch. *Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers*. **The Bell Journal of Economics**, [S.I.], v. 12, n. 2, 605-617, 1981.
- ANNAVARJULA, M.; BELDONA, S.. *Multinationality–performance relationship: A review and reconceptualization*. **International Journal of Organizational Analysis**, [S.I.], v. 8, n. 1, p. 48-67, 2000.
- ARENARO, Augusto C. D. M.; CAPUTO, Ana C.; DE MORAIS, Pedro H. M.. *Motivações e impactos da internacionalização de empresas: um estudo de múltiplos casos na indústria brasileira*. **Revista do BNDES**, [S.I.], p. 139-180, Dezembro, 2012.
- BARKEMA, H. G.; VERMEULEN, F.. *International expansion through start up or acquisition: a learning perspective*. **Academy of Management Journal**, [S.I.], v. 41, n. 1, p. 7-26, 1998.
- BARRETO, A.; ROCHA, A. A expansão das fronteiras: brasileiros no exterior. In ROCHA, A. (Org.). *As novas fronteiras: a multinacionalização das empresas brasileiras*. Coleção de Estudos COPPEAD. Rio de Janeiro: Mauad, 2003.
- BARROS, Virgínia Parente de. **Controle corporativo no Brasil e o papel dos fundos de pensão: um enfoque institucional**. São Paulo, 1998. Tese de Doutorado em Administração de Empresas – CDAE – EAESP-FGV – Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

BAUMOL, W. J.. **Business behavior, value and growth**. MacMillan. New York, 1959.

BAUSCH, A.; KRIST, M.. *The effect of context-related moderators on the internationalization - performance relationship: evidence from meta-analysis*. **Management International Review**, [S.I.], v. 47, n. 3, p. 319-347, 2007.

BERLE, A. A.; MEANS, G. C.. **The modern corporation and private property**. MacMillan, New York, 1932.

BHAUMIK, Sumon K.; DRIFFIELD, Nigel; PAL, Sarmistha. *Does ownership structure of emerging market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors*. **Journal of International Business Studies**. [S.I.], v. 41, n. 3, p. 437-450, 2010.

BUCKLEY, Peter J.; CASSON, Mark. **The future of the multinational enterprise**. London: MacMillan, 1976.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. *The influence of the ownership and control structure on corporate market value in Brazil*. **Revista Contabilidade & Finanças**, [S.I.], v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CALOF, J. L.. *The relationship between firm size and export behavior revisited*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 25, n. 2, p. 367-387, 1994.

CAMPOS, Taiane Las Casas. *Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [S.I.], v. 41, n. 4, 2006.

CAVES, R. E.. *Multinational enterprise and economic analysis*. **Cambridge University Press**, 1982.

CAPON, N.; FARLEY, J. U.; HOEING, S.. *Determinants of financial performance*. **Management Science**, [S.I.], v. 36, n. 10, p. 1143-1159, 1990.

CHAN-LAU, Jorge A. *Pension funds and emerging markets*. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, [S.I.], v. 14, n. 3, p. 107-134, 2005.

CHANDLER, A. D.. **Strategy and structure**. MIT Press. Cambridge/London, 1962.

CHIOU, Wan-Jiun P.. *Who benefits more from international diversification?* **Journal of International Financial Markets Institutions & Money**, [S.I.], v. 18, n. 5, p. 466-482, 2008.

CONTRACTOR, F.J.; KUNDU, S.K.; HSU, C.-C.. *A three-stage theory of international expansion: the link between multinationality and performance in the service sector*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 34, n. 1, p. 5-18, 2003.

COUTINHO, Eduardo Senra; AMARAL, Hudson Fernandes; BERTUCCI, Luiz Alberto. *O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [S.I.], v. 41, n. 2, 2006.

CYRINO, A. B.; BARCELLOS, E. P.. Estratégias de internacionalização: evidências e reflexões sobre as empresas brasileiras. In: TANURE, B.; DUARTE, R. G. (Org.). *Gestão internacional*. São Paulo: Ed. Saraiva, 2006.

DAMIL, Anamélia Borges Tannus; ROGERS, Pablo; DE SOUSA, Kárem Cristina R.. *Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária*. **Contextus-Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, [S.I.] v. 5, n. 2, p. p. 21-30, 2007.

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. *The structure of corporate ownership: causes and consequences*. **Journal of Political Economy**, [S.I.], v. 93, n. 6, p. 1155-1177. Dec. 1985.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A.. *Agency theory and the influence of equity ownership structure on corporate diversification strategies*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 20, n. 11, 1071-1076, 1999.

DENIS, David J.; DENIS, Diane K.; YOST, Keven. *Global diversification, industrial diversification, and firm value*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 57, n. 5, p. 1951-1979, 2002.

DODD, E. M.. *For whom are corporate managers trustees?* **Harvard Law Review**, [S.I.], v. 45, n. 7, p. 1145-1163, 1932.

DUNNING, John H. *The investment development cycle revisited*. **Weltwirtschaftliches Archiv**, [S.I.], v. 122, n. 4, p. 667-676, 1986.

DUNNING, John H. The eclectic (OLI) paradigm of international production: past, present and future. **International Journal of the Economics of Business**, [S.I.], v. 8, n. 2, p. 173-190, 2001.

DUNNING, John H.; LUNDAN, Sarianna. M.. *Institutions and the OLI paradigm of the multinational enterprise*. **Asia Pacific Journal of Management**. [S.I.], v. 25, n. 4, p. 573-593, 2008.

DUNNING, John H.; LUNDAN, Sarianna M. **Multinational Enterprises and the Global Economy**. Edward Elgar Publishing, [S.I.], 2008.

ELANGO, B.; PATTNAIK, Chinmay. *Building capabilities for international operations through networks: a study of Indian firms*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 38, n. 4, p. 541-555, 2007.

EPPINK, D. J.; VAN RHIJIN, B.. *The internationalization of Dutch industry*. **Long Range Planning**, [S.I.], v. 21, n. 5, p. 54-60, 1988.

FAMA, Eugene F.. *Agency problems and the theory of the firm*. **Journal of Political Economy**, [S.I.], v. 88, v. 2, p. 288-307, 1980.

FDC – Fundação Dom Cabral. *Ranking das transnacionais brasileiras 2012: os benefícios da internacionalização*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 2012.



FDC – Fundação Dom Cabral. *Ranking das multinacionais brasileiras 2013: o impacto da política externa na internacionalização de empresas brasileiras*. Belo Horizonte: Fundação Dom Cabral, 2013.

FERNÁNDEZ, Zulima; NIETO, María J. *Internationalization strategy of small and medium-sized family businesses: some influential factors*. **Family Business Review**, [S.I.], v. 18, n. 1, p. 77-89, 2005.

FISCH, J.H.; OESTERLE, M.-J.. *Exploring the globalization of German MNCs with the complex spread and diversity measure*. **Schmalenbach Business Review**, [S.I.], v. 55, n. 1, p. 2–21, 2003.

FLEURY, Afonso C.; FLEURY Maria Tereza L.. *Estratégias competitivas e competências essenciais: perspectivas para a internacionalização da indústria no Brasil*. **Gestão & Produção**, [S.I.], v. 10, n. 2, p. 129-144, 2003.

FLORIANI, Dinorá Elite; FLEURY, Maria Tereza. *O Efeito do Grau de Internacionalização nas Competências Internacionais e no Desempenho Financeiro da PME Brasileira*. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, [S.I.], v. 16, n. 3, p. 438-458, 2012.

FRANKO, L.. *Global corporate competition: who's winning, who's losing, and the R&D factor as one reason why*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 10, n. 2, p. 49-74, 1989.

GALLO, Miguel Angel; SVEEN, Jannicke. *Internationalizing the family business: Facilitating and restraining factors*. **Family Business Review**, [S.I.], v. 4, n. 2, p. 181-190, 1991.

GHOSHAL, S.. *Global strategy: an organizing framework*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 8, n. 5, p. 425-440, 1987.

GOERZEN, A.; BEAMISH, P. W.. *Geographic scope and multinational enterprise performance*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 24, n. 13, p. 1289-1306, 2003.

GÓES, W. **Introdução à Previdência Complementar**. São Paulo: ABRAPP. 2 ed. 2008

GOUVÊA, Raul; DE SOUZA SANTOS, Tharcisio Bierrenbach. *Uma estratégia de internacionalização: as multinacionais brasileiras*. **FUNDAÇÃO ARMANDO ALVARES PENTEADO**, São Paulo, v.3, n. 5, p. 75-94, Julho 2004.

GOUVEA NETO, R.. *Mercosur: fostering regional economic integration*. **Thunderbird International Business Review**, [S.I.], v. 40, n. 6, p. 585-604, Nov-Dec. 1998.

GUERCIO, Diane Del; HAWKINS, Jennifer. *The motivation and impact of pension fund activism*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 52, n. 3, p. 293-340, 1999.

HANNAH, L.. *Multinationality: size of firm, size of country, and history dependence*. **Business and Economic History**, [S.I.], v. 25, n. 2, p. 144-154, 1996.

HARRIS, M; RAVIV, A. *The theory of capital structure*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 46, n. 1, p. 297-355, 1991.

HENNART, J.-F.. *The theoretical rationale for a multinationality – performance relationship*. **Management International Review**, [S.I.], v. 47, n. 3, p. 423 – 452, 2007.

HEUGENS, Pursey PMAR; VAN ESSEN, Marc; VAN OOSTERHOUT, J. Hans. *Meta-Analyzing Ownership Concentration and Firm Performance in Asia: Towards a More Fine-Grained Understanding*. **Asia-Pacific Journal of Management**, [S.I.], v. 26, n. 3, p. 481-512, 2009.

HILL, Charles WL.; SNELL, Scott A. *External control, corporate strategy, and firm performance in research intensive industries*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 9, n. 6, p. 577-590, 1988.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, Glenn R.; PALIA, Darius. *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 53, p. 353-384, 1999.

HIRATUKA, Célio; SARTI, Fernando. *Investimento Direto e Internacionalização de Empresas Brasileiras no Período Recente*. **Texto para Discussão, n. 1610**. IPEA: Brasília, 2011.

HITT, Michael.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, Robert E.. **Administração Estratégica: Competitividade e Globalização**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

HOFSTEDE, G.. *Cultural constrains in management theories*. *Academy of Management Executive*, v. 7, n. 1, p. 81-94, 1993.

HONÓRIO, Luiz Carlos. *Determinantes organizacionais e estratégicos do grau de internacionalização de empresas brasileiras*. **Revista de Administração de Empresas**, [S.I.], v. 49, n. 2, p. 162-175, 2009.

HUGHES, J. S.; LOGUE, D. E.; SWEENEY, R. J.. *Corporate international diversification and market assigned measures of risk and diversification*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, [S.I.], v. 10, n. 4, p. 627-637, 1975.

HYMER, S. H.. **The international operations of national firms. A study of direct foreign investment**. MIT University Press. Cambridge, 1976.

IETTO-GILLIES, G.. *Different conceptual frameworks for the assessment of the degree of internationalization: an empirical analysis of various indices for the top 100 transnational corporations*. **Transnational Corporations**, [S.I.], v. 7, n. 1, p. 17–39, 1998.

IGLESIAS, Roberto M.; VEIGA, Pedro da M.. *Promoção de exportações via internacionalização das firmas de capital brasileiro*. In: PINHEIRO, A. C.; MARKWALD, R.; PEREIRA, L. V. **O desafio das exportações**. Rio de Janeiro: BNDES, p. 368-446, 2002.

JANDIK, T.; MAKHIJA, A. K.. *Can diversification create value? Evidence from the electric utility industry*. **Financial Management**, [S.I.], v. 34, n. 1, p. 61-93, 2005

JENSEN, Michael C.. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. **American Economic Review**, [S.I.], v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H.. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHANSON, Jan.; VAHLNE, Jan-Erik. *The internationalization process of the firm. A model of knowledge development and increasing foreign market commitments*. **Journal of International Business Studies**. [S.I.] , v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.

KEOWN, C. F.; SYNODINOS, N.; JACOBS, L.; WORTHLEY, R.. *Transnational advertising to sales ratios: do they follow the rules?* **International Journal of Advertising**, [S.I.], v. 8, n. 4, p. 375-382, 1989.

KIM, W. C.; HWANG, P.; BURGERS, W. P.. *Multinationals' diversification and the risk-return trade-off*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 14, n. 4, p. 275–286, 2003.

KOCHHAR, R.. *Explaining firm capital structure: the role of agency theory vs. transaction cost economics*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 17, n. 9, p. 713-728, 1996.

KOGUT, B.. *Designing global strategies: Profiting from operational flexibility*. **Sloan Management Review**, [S.I.], v. 27, n. 1, p. 27-38, 1985.

KOGUT, B.; ZANDER, U.. *Knowledge of the firm and the evolutionary theory of the multinational corporation*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 24, n. 4, p. 625-645, 1993.

KOVACS, Erica Piro; MORAES, Walter A. F.; OLIVEIRA, Brigitte R. *Redefinindo conceitos: um ensaio teórico sobre os conceitos-chave das teorias de internacionalização*. **REGE. Revista de Gestão USP**, [S.I.], v. 14, n. 1, p. 17-29, 2007.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. *Corporate ownership around the world*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. *Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto*. **Revista de Administração Contemporânea**, [S.I.], v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LI, Kai; SARKAR, Asani; WANG, Zhenyu.. *Diversification benefits of emerging markets subject to portfolio constraints*. **Journal of Empirical Finance**, [S.I.], v. 10, p. 57-80, 2003.

LOUREIRO, Fernando A.; DOS SANTOS, Silvio Aparecido. *Internacionalização de empresas brasileiras*. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, [S.I.] v. 26, n. 1, p. 23-34, Janeiro/Março 1991.

DE MACADAR, Beky Moron. *A internacionalização de grandes empresas brasileiras e as experiências do Grupo Gerdau e da Marcopolo*. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 30, n. 1, p. 7-34, Maio 2009.

MADEIRA Adriana B.; SILVEIRA, José Augusto G.. **Internacionalização de Empresas: Teorias e Aplicações**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2013.

MAISONROUGE, J. G.. *Education of a modern international manager*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 13, p. 56-60, 1983.

MANDELKER, G.. *Risk and return: the case of merging firms*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 1, n. 4, p. 303-335, 1974.

MARCH, James G.. *The business firm as a political coalition*. **Journal of Politics**, [S.I.], v. 24, n. 4, p. 662-678, 1962.

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 7, n. 1, p. 77-91, 1952.

MARIOTTO, Fábio Luiz. **Estratégia Internacional da Empresa**. Thomson Learning, [S.I.], 2007.

MARRIS, R.. *A model of the managerial enterprise*. **Quarterly Journal of Economics**, [S.I.], n. 77, v. 2, p. 185-209, 1963.

MATHEWS, John A.. *Dragon multinationals: new players in 21st century globalization*. **Asia Pacific journal of management**, [S.I.], v. 23, n. 1, p. 5-27, 2006.

MILGRON, Paul; ROBERTS, John.. **Economics, Organizations & Management**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice Hall, 1992.

MONKS, Robert A. G.; MINOV, Nell. **Corporate Governance**. [S.I.] Blackwell Publishing, 3a. Ed, 2004.

MORGAN, Gareth. **Imagens da Organização**. Edição Executiva, São Paulo: Atlas, 2006.

MORCK, R.; YEUNG, B. *Why investors value multinationality*. **Journal of Business**, [S.I.], v. 64, n. 2, p. 165-187, 1991.

MUELLER, D. C.. *A theory of conglomerate mergers*. **Quarterly Journal of Economics**, [S.I.], v. 83, n. 4, p. 643-659, 1969.

MYERSON, R. B.. *Optimal coordination mechanisms in generalized principal-agent problems*. **Journal of Mathematical Economics**, [S.I.], v. 10, n. 1, p. 67-81, 1982.

OESTERLE, M.-J.; RICHTA, H N.; FISH, J H.. *The influence of ownership structure on internacionalization*. **International Business Review**, [S.I.], v. 22, n. 1, p. 187-201, 2013.

PENG, Mike W.; WANG, Denis YL; JIANG, Yi. *An institution-based view of international business strategy: a focus on emerging economies*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 39, n. 5, p. 920-936, 2008.

PENROSE, E. T.. **The theory of the growth of the firm**. Wiley. New York, 1959.

PERLMUTTER, H. V.. *The tortuous evolution of the multinational corporation*. **Coluitibia Journal of World Business**, [S.I.], v. 4, p. 9-18, 1969.

PINDYCK, R.; RUBINFELD, D. **Microeconomia**. Tradução da 5a. edição norte-americana. Prentice-Hall, São Paulo, 2002.

QIAN, G.. *Assessing product-market diversification of U.S. firms*. **Management International Review**, [S.I.], v. 37, n. 2, p. 127-149, 1997.

RABELO, Flávio Marcílio. *Fundos de pensão, mercados de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes*. **Revista de Administração de Empresas**, [S.I.], v. 38, n. 1, p. 27-37, 1998.

RAMÍREZ-ALESÓN, M.; ESPITIA-ESCUER, M. A.. *The effect of international diversification strategy on the performance of Spanish-based firms during the period 1991 - 1995*. **Management International Review**, [S.I.], v. 41, v. 3, p. 291-315, 2001.

REVISTA EXAME, reportagem de André Magnabosco: **Previ focará investimentos em exportadoras**. 22/Nov/2013. Disponível em: <  
<http://exame.abril.com.br/negocios/noticias/previ-focara-investimento-em-exportadoras-3>>  
Acesso em 10/Dez/2013.

ROCHA, A. Por que as empresas brasileiras não se internacionalizam?. In ROCHA, A. (Org.). *As novas fronteiras: a multinacionalização das empresas brasileiras*. Coleção de Estudos COPPEAD. Rio de Janeiro: Mauad, 2003.

RONEN, S.; SHENKAR, O.. *Clustering countries on attitudinal dimensions: A review and synthesis*. **Academy of Management Review**, [S.I.], v. 10 n.3, p. 435-454, 1985.

ROOT, Franklin R.. **Entry strategies for international markets**. New York: Lexington books, 1994.

RUGMAM, Alan M.. *Risk reduction by international diversification*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 7, n. 2, p. 75-80, Fall 1976.

RUGMAM, Alan M.. **International diversification and the multinational enterprise**. Toronto: Lexington Books, 1979.

SARTI, Fernando; LAPLANE, Mariano. *O investimento direto estrangeiro ea internacionalização da economia brasileira nos anos 90*. **Economia e sociedade**. [S.I.], v. 11, n. 1, p. 18, 2003.

SEIFERT, B.; GONENC, H.; WRIGHT, J.. *The international evidence on performance and equity ownership by insiders, blockholders, and institutions*. **Journal of Multinational Financial Management**, [S.I.], v. 15, n. 2, p. 171-191, 2005.

SHAMSUDDOHA, A. K.; ALI, M. Yunus; NDUBISI, Nelson Oly. *Impact of government export assistance on internationalization of SMEs from developing nations*. **Journal of Enterprise Information Management**, [S.I.], v. 22, n. 4, p. 408-422, 2009.

SHAPIRO, A. C.. *Financial structure and the cost of capital in the multinational corporation*. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, [S.I.], v. 13, n. 2, p. 211-266, 1978.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. *A survey of corporate governance*. **The Journal of Finance**, [S.I.], v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. **Revista do BNDES**, [S.I.], v. 5, n. 9, p. 1-23, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. *Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil*. **Revista de Administração de Empresas**, [S.I.] v. 48, n. 2, p. 51-66, 2008.

SIQUEIRA, Tagore V.. *Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto*. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p. 37-62, Dec. 1998.

STAL, Eva. *Internacionalização de empresas brasileiras e o papel da inovação na construção de vantagens competitivas*. **Revista de Administração e Inovação**. [S.I.], v. 7, n. 3, p. 120-149, 2010.

STIEGLITZ, J. E.. *Credit markets and the control of capital*. **Journal of Money, Credit, and Banking**, [S.I.], v. 17, n. 2, p. 133-152, 1985.

STOPFORD, J. M.; WELLS, L. T.. **Managing the multinational enterprise**. Nova York, Basic Books, 1972.

STULZ, R. M.. *Managerial discretion and optimal financing policies*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990.

SULLIVAN, D.. *Measuring the degree of internationalization of a firm*. **Journal of International Business Studies**, [S.I.], v. 25, n. 2, p. 325-342, 1994.

SULLIVAN, D., BAUERSCHMIDT, A.. *Common factors underlying barriers to export: A comparative study in the European and U.S. paper industry*. **Management International Review**, [S.I.], v. 29, n. 2, p. 46-63, 1989.

TALLMAN, S.; LI, J.. *Effects of international diversity and product diversity on the performance of multinational firms*. **Academy of Management Journal**, [S.I.], v. 39, n. 1, p. 179-196, 1996.

THOMAS, D. E.; EDEN, L.. *What is the shape of the multinationality-performance relationship?* **The Multinational Business Review**, [S.I.], v. 12, n. 1, p. 89-110, 2004.

TSANG, Eric WK.. *Internationalizing the family firm: a case study of a Chinese family business*. **Journal of Small Business Management**, [S.I.], v. 39, n. 1, p. 88-93, 2001.

UNCTAD-DTCI. *World Investment Report 1995. Transnational Corporations and Competitiveness*. Genebra: Nações Unidas, 1995.

UNCTAD-DTCI. *World Investment Report, 1997. Transnational Corporations, Market Structure and Competition Policy*. Genebra: Nações Unidas, 1997.

UYSAL, V. B.. *Deviation from the target capital structure and acquisition choices*. **Journal of Financial Economics**, [S.I.], p. 602-620, 2011.

VERMEULEN, F.; BARKEMA, H. G.. *Pace, rhythm, and scope: process dependence in building a profitable multinational corporation*. **Strategic Management Journal**, [S.I.], v. 23, n. 7, p. 637-653, 2002.

VERNON, R.. **Sovereignty at bay: The multinational spread of U.S. enterprises**. Nova York: Basic Books, 1971.

WELCH, Lawrence S.; LUOSTARINEN, Reijo. *Internationalization: evolution of a concept*. IN BUCKLEY, P. J.; GHOURI, P. N.. *The Internationalization of the Firm: A Reader*. p. 155-171, 1993.

YIĞİT, İ.; ANIL, İ.. *The Effect of Executive and Ownership Structure on Diversification Behavior: A Research about Businesses Listed In Istanbul Stock Exchange*. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, [S.I.], v. 58, p. 108-117, 2012.

YOSHIKAWA, Toru; MCGUIRE, Jean. *Change and continuity in Japanese corporate governance*. **Asia Pacific Journal of Management**, [S.I.], v. 25, n. 1, p. 5-24, 2008.

ZAHRA, Shaker A. *International expansion of US manufacturing family businesses: the effect of ownership and involvement*. **Journal of Business Venturing**, [S.I.], v. 18, n. 4, p. 495-512, 2003.

ZAHRA, Shaker A. *Entrepreneurial risk taking in family firms*. **Family Business Review**, [S.I.], v. 18, n. 1, p. 23-40, 2005.

ZAHRA; Shaker A.; IRELAND, R. D.; HITT, M. A.. *International expansion by new venture firms: international diversity, mode of market entry, technological learning, and performance*. **Academy of Management Journal**, [S.I.], v. 43, n. 5, 925 - 950, 2000.

ZUTSHI, Ravinder K.; GIBBONS, Patrick T. *The internationalization process of Singapore government-linked companies: a contextual view*. **Asia Pacific Journal of Management**, [S.I.], v. 15, n. 2, p. 219-246, 1998.

ZWIEBEL, J., *Dynamic capital structure under managerial entrenchment*. **American Economic Review**, [S.I.], v. 86, p. 1197-1215, 1996.

## APÊNCICES

Apêndice 1 - Testes da hipótese 1: modelo completo .....	88
Apêndice 2 - Testes das hipóteses 2, 3 e 4: modelo completo .....	89
Apêndice 3 - Influência do governo no grau de internacionalização: modelo completo .....	90
Apêndice 4 - Matriz de correlação - Modelo 1.....	91
Apêndice 5 - Matriz de correlação - Modelo 2.....	92
Apêndice 6 - Matriz de correlação - Modelo 3.....	93
Apêndice 7 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 1.....	94
Apêndice 8 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 2.....	95
Apêndice 9 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 3.....	96
Apêndice 10 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 4.....	97
Apêndice 11 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 5.....	98
Apêndice 12 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 6.....	99



## Apêndice 1 - Testes da hipótese 1: modelo completo

Tobit - Dependent Variable - FSTS - Total Sample								
	Baseline		Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	T	Coefficient	t	Coefficient	t	Coefficient	t
OC	-	-	<b>-0.115109</b>	<b>[-3.35]***</b>	<b>-0.3294401</b>	<b>[-3.58]***</b>	<b>-0.010559</b>	<b>[-0.02]</b>
OC <sup>2</sup>	-	-	-	-	-	-	<b>-0.6265997</b>	<b>[-0.68]</b>
OC <sup>3</sup>	-	-	-	-	<b>0.176782</b>	<b>[2.51]**</b>	<b>0.5343184</b>	<b>[1.01]</b>
SIZE	7.066286	[13.98]***	7.102047	[14.18]***	7.083086	[14.14]***	7.072555	[14.1]***
DEBT	-0.0013673	[-0.06]	-0.0039663	[-0.18]	0.001775	[0.08]	0.0013407	[0.06]
CASH	0.1377869	[1.85]*	0.1175271	[1.59]	0.1281832	[1.74]*	0.130669	[1.77]*
ROA	0.0215028	[0.41]	0.0208714	[0.4]	0.0315057	[0.6]	0.0333424	[0.63]
AGE	2.974971	[2.84]***	3.252193	[3.1]***	3.302602	[3.14]***	3.260227	[3.1]***
Constant	-105.4048	[-8.37]***	-107.4634	[-8.82]***	-98.99718	[-7.85]***	-102.9902	[-7.4]***
N. Obs.	972		972		972		972	
Log like.	-2425.3137		-2419.738		-2416.576		-2416.3421	
Pseudo R2	0.1777		0.1786		0.1806		0.1807	
Agropecuária	15.8155	[1.86]*	15.52206	[1.85]*	14.41883	[1.72]*	14.33024	[1.71]*
Alimentos Processados e Bebidas	15.72166	[2.65]***	16.892	[2.86]***	16.06872	[2.73]***	16.25582	[2.76]***
Aluguel de carros	-17.66447	[-1.3]	-20.03197	[-1.45]	-25.2458	[-1.81]*	-24.81462	[-1.78]*
Comércio e Distribuição	-35.6032	[-5.43]***	-34.75526	[-5.34]***	-37.04625	[-5.64]***	-36.84614	[-5.6]***
Construção e Engenharia	-31.5923	[-4.82]***	-32.29785	[-4.95]***	-34.42956	[-5.22]***	-34.42073	[-5.22]***
Hotéis e Restaurantes	-8.708078	[-0.69]	-6.125324	[-0.48]	-7.243705	[-0.58]	-7.705504	[-0.62]
Lazer	-28.79015	[-3.03]***	-24.61323	[-2.56]**	-27.51001	[-2.88]***	-27.55305	[-2.89]***
Madeira e Papel	11.94127	[1.93]*	14.36699	[2.33]**	12.93514	[2.09]**	13.15181	[2.12]**
Máquinas e Equipamentos	5.378075	[0.85]	6.819622	[1.08]	4.519006	[0.71]	4.528884	[0.71]
Materiais Diversos	12.85257	[1.55]	14.8691	[1.8]*	14.45309	[1.76]*	14.63367	[1.78]*
Material de Transporte	25.53769	[4.32]***	27.13287	[4.6]***	25.51611	[4.32]***	25.7357	[4.35]***
Mídia e Serviços Educacionais	-135.6458	[.]	-130.4848	[.]	-134.578	[.]	-134.725	[.]
Mineração	38.50445	[5.06]***	38.56384	[5.11]***	38.38061	[5.09]***	38.36752	[5.09]***
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-35.48506	[-4.56]***	-31.64646	[-4.09]***	-35.32688	[-4.45]***	-35.53271	[-4.46]***
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	-6.157826	[-0.8]	-4.413362	[-0.58]	-4.533759	[-0.59]	-4.181981	[-0.55]
Químicos	-0.4025027	[-0.06]	2.426928	[0.38]	0.9748091	[0.15]	1.212667	[0.19]
Saúde	-32.37862	[-3.86]***	-32.85527	[-3.96]***	-36.04708	[-4.26]***	-35.75936	[-4.23]***
Serviços Industriais	-29.00665	[-3.02]***	-28.45105	[-3.03]***	-29.99915	[-3.2]***	-29.6142	[-3.16]***
Siderurgia e Metalurgia	15.08504	[2.56]**	16.73057	[2.85]***	14.53561	[2.45]**	14.47249	[2.44]**
Tecidos, Vestuário e Calçados	10.69839	[1.83]*	12.26875	[2.1]**	10.86034	[1.86]*	11.13196	[1.9]*
Tecnologia da Informação	-8.653003	[-1.02]	-7.779518	[-0.93]	-10.31949	[-1.23]	-9.84409	[-1.17]
Telecomunicações	-45.32007	[-5.64]***	-44.77335	[-5.57]***	-45.81241	[-5.67]***	-45.88282	[-5.67]***
Transporte	-23.93193	[-3.49]***	-22.05562	[-3.22]***	-23.91147	[-3.47]***	-24.13879	[-3.5]***
Utilidades Domésticas	(omitted)	-	(omitted)	-	(omitted)	-	(omitted)	-
2002	(omitted)	-	(omitted)	-	(omitted)	-	(omitted)	-
2003	-4.902274	[-0.87]	2.411086	[0.56]	2.500938	[0.58]	2.498036	[0.58]
2004	2.678059	[0.5]	9.984131	[2.57]***	10.11769	[2.61]***	10.13325	[2.61]***
2005	-0.3615073	[-0.07]	6.785113	[1.98]**	7.014859	[2.05]**	7.007277	[2.05]**
2006	0.0290466	[0.01]	6.906561	[2.17]**	6.759063	[2.13]**	6.686666	[2.1]**
2007	-0.6116443	[-0.13]	5.424291	[1.91]*	5.464679	[1.92]*	5.488492	[1.93]*
2008	-4.715893	[-1.01]	1.647183	[0.6]	1.830241	[0.67]	1.760423	[0.65]
2009	-2.95886	[-0.65]	3.1157	[1.23]	3.220729	[1.27]	3.142798	[1.24]
2010	-3.404139	[-0.75]	2.516196	[1.03]	2.453452	[1]	2.395334	[0.98]
2011	-5.744243	[-1.27]	-6.855194	[-1.52]	-7.236606	[-1.61]	-7.284266	[-1.62]

\*p &lt; 10% ; \*\*p &lt; 5% ; \*\*\*p &lt; 1%

## Apêndice 2 - Testes das hipóteses 2, 3 e 4: modelo completo

	Tobit - Dependent Variable – FSTS					
	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	t	Coefficient	t	Coefficient	t
FAM_%	0.0595555	[2.17]**	-	-	-	-
GOV_%	0.1251719	[2.78]***	-	-	-	-
FOR_%	0.0002897	[0.01]	-	-	-	-
FAM_D	-	-	3.796451	[1.84]*	-	-
GOV_D	-	-	-4.762485	[-0.79]	-	-
FOR_D	-	-	-2.055356	[-0.62]	-	-
FAM_GOV_D	-	-	7.323027	[1.66]*	-	-
FAM_FOR_D	-	-	1.197422	[0.32]	-	-
GOV_FOR_D	-	-	0.6585754	[0.12]	-	-
FAM_GOV_FOR_D	-	-	-3.944052	[-0.33]	-	-
FAM_C	-	-	-	-	5.128739	[2.12]**
GOV_C	-	-	-	-	5.823938	[1.46]
FOR_C	-	-	-	-	-1.35023	[-0.35]
FAM_GOV_C	-	-	-	-	11.98063	[2.72]***
FAM_FOR_C	-	-	-	-	-4.740548	[-1.15]
GOV_FOR_C	-	-	-	-	7.025163	[0.62]
FAM_GOV_FOR_C	-	-	-	-	-18.48753	[-1.66]*
OC	-0.149269	[-3.8]***	-0.1204039	[-3.48]***	-0.1626252	[-3.44]***
SIZE	6.979032	[13.74]***	6.998932	[13.87]***	7.113106	[14.21]***
DEBT	-0.0119809	[-0.53]	-0.0032497	[-0.15]	-0.013617	[-0.61]
CASH	0.087257	[1.17]	0.1068311	[1.44]	0.079006	[1.06]
ROA	0.0249843	[0.48]	0.0217354	[0.42]	0.0114612	[0.22]
AGE	2.512041	[2.35]**	3.014413	[2.79]***	2.450134	[2.28]**
Constant	-94.07843	[-7.44]***	-96.86647	[-7.57]***	-95.39239	[-7.61]***
N. of Obs.	972		972		972	
Log like.	-2414.1515		-2415.6895		-2408.4822	
Pseudo R2	0.1815		0.1809		0.1834	
Agropecuária	12.56578	[1.5]	14.66329	[1.75]*	13.89471	[1.69]*
Alimentos Processados e Bebidas	14.57862	[2.48]**	16.62882	[2.8]***	16.90523	[2.92]***
Aluguel de carros	-21.70419	[-1.59]	-23.77858	[-1.73]*	-20.30975	[-1.53]
Comércio e Distribuição	-35.07055	[-5.47]***	-35.0867	[-5.38]***	-32.05973	[-4.99]***
Construção e Engenharia	-34.15396	[-5.24]***	-33.38191	[-5.1]***	-31.84738	[-4.9]***
Hotéis e Restaurantes	-9.758814	[-0.81]	-5.828465	[-0.47]	-5.953328	[-0.48]
Lazer	-28.24273	[-2.85]***	-24.95494	[-2.59]***	-22.56088	[-2.35]**
Madeira e Papel	11.33995	[1.82]*	13.26186	[2.13]**	12.66758	[2.07]**
Máquinas e Equipamentos	4.40037	[0.7]	5.030442	[0.79]	6.448379	[1.04]
Materiais Diversos	13.80106	[1.7]*	16.15271	[1.93]*	19.71904	[2.34]**
Material de Transporte	24.81691	[4.24]***	26.76207	[4.56]***	27.0028	[4.64]***
Mídia e Serviços Educacionais	-126.5745	[.]	-127.1323	[.]	-126.9319	[.]
Mineração	34.34848	[4.51]***	35.51362	[4.59]***	35.33627	[3.27]***
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-38.41121	[-4.54]***	-31.18905	[-4.05]***	-32.0644	[-3.89]***
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	-5.956811	[-0.78]	-4.873092	[-0.64]	-5.048899	[-0.67]
Químicos	-0.6417234	[-0.1]	0.9061804	[0.14]	-0.0574409	[-0.01]
Saúde	-32.91586	[-4.01]***	-32.25796	[-3.92]***	-31.57929	[-3.89]***
Serviços Industriais	-31.18108	[-3.36]***	-28.5322	[-3.05]***	-26.15898	[-2.89]***
Siderurgia e Metalurgia	14.99138	[2.55]**	16.08044	[2.73]***	18.0465	[3.06]***
Tecidos, Vestuário e Calçados	10.45208	[1.78]*	10.58071	[1.8]*	11.85802	[2.04]**
Tecnologia da Informação	-10.07194	[-1.2]	-9.835023	[-1.17]	-11.36919	[-1.35]
Telecomunicações	-45.49175	[-5.69]***	-44.04905	[-5.25]***	-42.41467	[-5.24]***
Transporte	-24.64324	[-3.59]***	-23.77467	[-3.43]***	-21.9397	[-3.22]***
Utilidades Domésticas	(omitted)	-	(omitted)	-	(omitted)	-
2002	-	-	-	-	-	-
2003	-4.053089	[-0.73]	-4.303931	[-0.77]	-4.273349	[-0.78]
2004	3.493705	[0.66]	3.154637	[0.6]	3.052306	[0.58]
2005	0.485479	[0.1]	-0.4348622	[-0.09]	-0.3800018	[-0.08]
2006	0.9626379	[0.2]	-0.3951855	[-0.08]	0.6167285	[0.13]
2007	-0.6804589	[-0.15]	-1.989855	[-0.43]	-0.4766316	[-0.1]
2008	-4.637353	[-1.01]	-5.690171	[-1.24]	-4.729047	[-1.04]
2009	-3.160799	[-0.7]	-3.960197	[-0.88]	-3.27143	[-0.73]
2010	-3.751782	[-0.83]	-4.627906	[-1.03]	-3.694911	[-0.83]
2011	-6.213383	[-1.38]	-8.319132	[-1.81]*	-6.272917	[-1.41]

\*p &lt; 10%; \*\*p &lt; 5%; \*\*\*p &lt; 1%

## Apêndice 3 - Influência do governo no grau de internacionalização: modelo completo

Tobit - Dependent Variable – FSTS				
	Model 4		Model 5	
	Coefficient	t	Coefficient	t
FAM_%	0.0665062	[2.45]**	-	-
BNDES_%	0.0348353	[0.28]	-	-
PFUNDS_%	0.2143157	[3.72]***	-	-
OTHERSGOV_%	-0.0896588	[-0.94]	-	-
FOR_%	0.0015407	[0.04]	-	-
FAM_D	-	-	4.318904	[1.65]*
BNDES_D	-	-	(omitted)	-
PFUNDS_D	-	-	8.699393	[2.11]**
FOR_D	-	-	4.969563	[1.49]
FAM_BNDES_D	-	-	7.767011	[1.34]
FAM_PFUNDS_D	-	-	16.52705	[3]**
FAM_FOR_D	-	-	-5.452092	[-1.52]
BNDES_PFUNDS_D	-	-	12.34145	[1.89]*
BNDES_FOR_D	-	-	(omitted)	-
PFUNDS_FOR_D	-	-	37.67844	[5.85]***
FAM_BNDES_PFUNS_D	-	-	0.5980119	[0.07]
FAM_BNDES_FOR_D	-	-	-4.220411	[-0.45]
FAM_PFUNDS_FOR_D	-	-	-0.7094163	[-0.09]
BNDES_PFUNDS_FOR_D	-	-	11.25299	[1.2]
FAM_BNDES_PFUNDS_FOR_D	-	-	(omitted)	-
N. of Obs.	972		972	
Log like.	-2409.97		-2390.4733	
Pseudo R2	0.1829		0.1895	
OC	-0.1471314	[-3.76]***	-0.0817179	[-2.31]**
SIZE	7.278944	[14.16]***	6.653721	[13.52]***
DEBT	-0.0130661	[-0.59]	0.0080004	[0.38]
CASH	0.054075	[0.72]	0.0866286	[1.22]
ROA	0.0350621	[0.69]	0.0377514	[0.75]
AGE	2.546312	[2.42]**	1.810181	[1.73]*
Constant	-99.27359	[-7.86]***	-91.77427	[-7.36]***
Agropecuária	12.66415	[1.53]	15.01432	[1.88]*
Alimentos Processados e Bebidas	13.43913	[2.31]**	15.88247	[2.8]***
Aluguel de carros	-21.38898	[-1.57]	-19.55319	[-1.51]
Comércio e Distribuição	-34.75459	[-5.48]***	-30.29241	[-4.9]***
Construção e Engenharia	-33.8992	[-5.25]***	-29.04105	[-4.64]***
Hotéis e Restaurantes	-11.99082	[-1.02]	-10.40298	[-0.87]
Lazer	-20.62211	[-2.06]**	-22.51985	[-2.47]**
Madeira e Papel	10.85338	[1.76]*	13.67187	[2.31]**
Máquinas e Equipamentos	4.63762	[0.75]	6.654191	[1.11]
Materiais Diversos	13.76998	[1.71]*	15.06191	[1.93]*
Material de Transporte	24.68214	[4.25]***	23.08887	[4.07]***
Mídia e Serviços Educacionais	-125.516	[.]	-121.7717	[.]
Mineração	32.63445	[4.29]***	34.05963	[3.71]***
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-23.84573	[-2.53]**	-28.87004	[-3.81]***
Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza	-6.253536	[-0.83]	-3.993245	[-0.54]
Químicos	-0.628956	[-0.1]	0.5260145	[0.09]
Saúde	-31.9821	[-3.93]***	-29.08075	[-3.66]***
Serviços Industriais	-28.21242	[-3.05]***	-23.31858	[-2.66]***
Siderurgia e Metalurgia	14.12878	[2.43]**	17.81053	[3.14]***
Tecidos, Vestuário e Calçados	10.45656	[1.8]*	12.0522	[2.15]**
Tecnologia da Informação	-10.07305	[-1.21]	-12.70081	[-1.54]
Telecomunicações	-46.36335	[-5.82]***	-46.34688	[-5.65]***
Transporte	-24.6931	[-3.64]***	-26.10421	[-3.85]***
Utilidades Domésticas	(omitted)	-	(omitted)	-
2002	-	-	-	-
2003	-3.660282	[-0.67]	-3.272309	[-0.62]
2004	3.889309	[0.75]	3.679282	[0.73]
2005	1.03695	[0.21]	-0.1267253	[-0.03]
2006	1.917832	[0.4]	-0.1786403	[-0.04]
2007	0.3757565	[0.08]	-0.6149987	[-0.14]
2008	-3.57106	[-0.78]	-4.143519	[-0.93]
2009	-2.262947	[-0.5]	-2.825819	[-0.65]
2010	-3.00262	[-0.67]	-3.801714	[-0.88]
2011	-5.695319	[-1.28]	-6.220554	[-1.44]

\*p &lt; 10% ; \*\*p &lt; 5% ; \*\*\*p &lt; 1%

Apêndice 4 - Matriz de correlação - Modelo 1

					Model 1			Control Variables					
		Mean	Std. Dev.	FSTS	FAM_%	GOV_%	FOR_%	OC	SIZE	DEBT	CASH	ROA	AGE
Model 1	FSTS	15.185	21.501	1.000									
	FAM_%	47.044	40.736	0.053	1.000								
	GOV_%	8.699	23.522	0.158	-0.357	1.000							
	FOR_%	13.165	26.639	-0.049	-0.376	-0.136	1.000						
Control	OC	64.316	24.590	0.024	0.282	0.166	0.010	1.000					
	SIZE	13.905	1.909	0.423	-0.070	0.058	0.233	-0.012	1.000				
	DEBT	16.786	40.137	0.062	0.107	-0.028	-0.105	0.117	-0.032	1.000			
	CASH	13.543	12.579	0.030	-0.024	-0.025	0.036	-0.184	0.179	-0.434	1.000		
	ROA	1.819	19.604	0.124	0.050	-0.135	0.070	-0.098	0.296	-0.305	0.184	1.000	
	AGE	5.860	1.020	0.209	0.131	0.048	-0.195	0.111	-0.058	0.091	-0.173	0.046	1.000

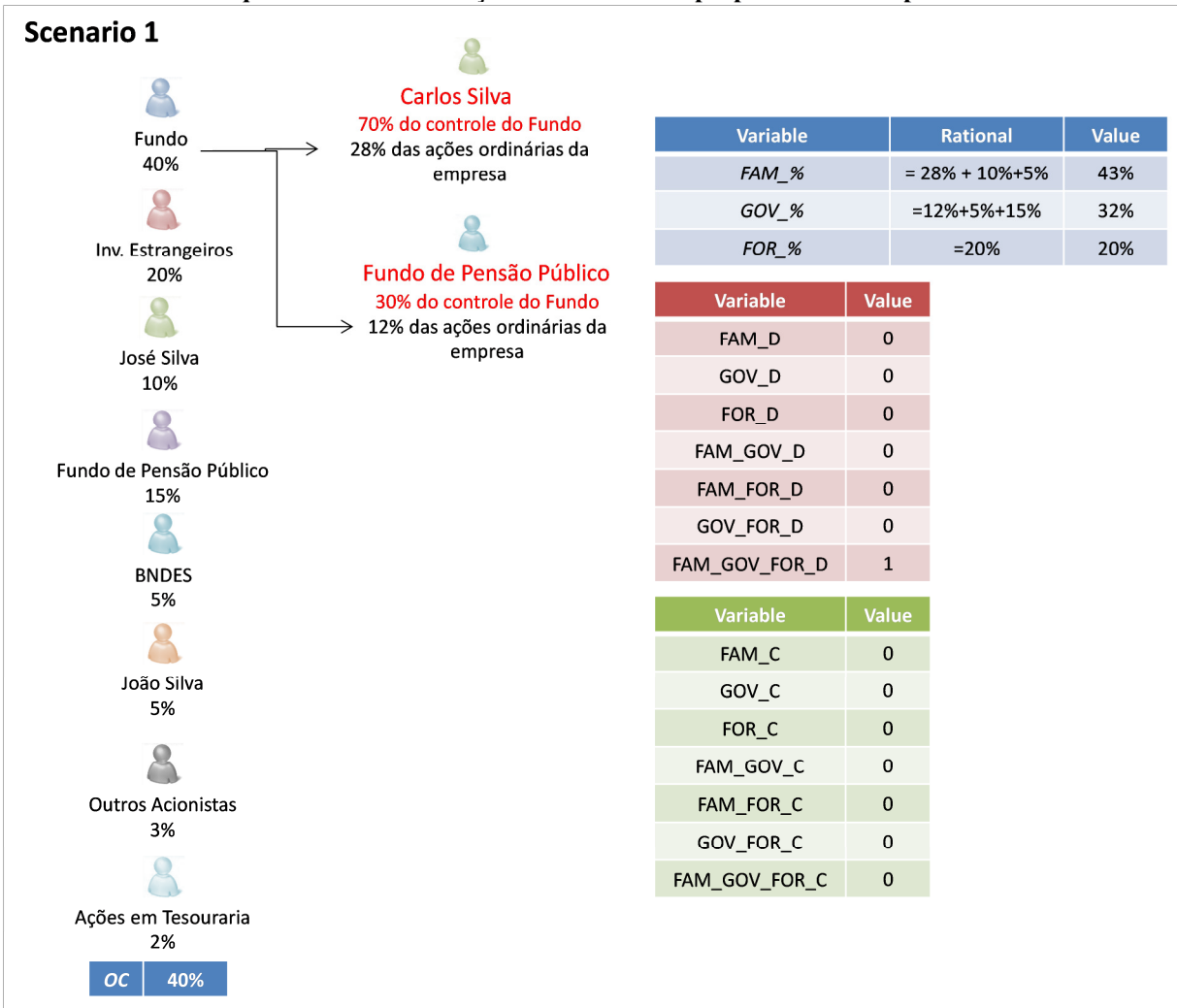
Apêndice 5 - Matriz de correlação - Modelo 2

		Model 2									Control Variables						
		Mean	Std. Dev.	FSTS	FAM_D	GOV_D	FOR_D	FAM_GOV_D	FAM_FOR_D	GOV_FOR_D	FAM_GOV_FOR_D	OC	SIZE	DEBT	CASH	ROA	AGE
Model 2	FSTS	15.185	21.501	1.000													
	FAM_D	0.252	0.434	0.100	1.000												
	GOV_D	0.017	0.131	-0.023	-0.077	1.000											
	FOR_D	0.070	0.255	-0.061	-0.159	-0.037	1.000										
	FAM_GOV_D	0.023	0.149	0.009	-0.088	-0.020	-0.042	1.000									
	FAM_FOR_D	0.043	0.203	-0.000	-0.123	-0.028	-0.058	-0.032	1.000								
	GOV_FOR_D	0.023	0.149	-0.018	-0.088	-0.020	-0.042	-0.023	-0.032	1.000							
	FAM_GOV_FOR_D	0.007	0.085	-0.054	-0.049	-0.011	-0.023	-0.013	-0.018	-0.013	1.000						
Control	OC	64.316	24.590	0.024	0.020	-0.030	-0.045	0.001	-0.009	-0.090	-0.008	1.000					
	SIZE	13.905	1.909	0.423	-0.006	-0.023	-0.120	0.007	0.129	0.114	0.062	-0.012	1.000				
	DEBT	16.786	40.137	0.062	0.049	-0.022	-0.033	-0.018	0.004	0.008	-0.001	0.117	-0.032	1.000			
	CASH	13.543	12.579	0.030	-0.033	-0.010	-0.045	-0.008	0.011	0.044	0.022	-0.184	0.179	-0.434	1.000		
	ROA	1.819	19.604	0.124	-0.022	-0.041	-0.024	0.011	0.024	0.013	0.010	-0.098	0.296	-0.305	0.184	1.000	
	AGE	5.860	1.020	0.209	0.071	-0.067	-0.064	0.008	-0.016	0.040	-0.086	0.111	-0.058	0.091	-0.173	0.046	1.000

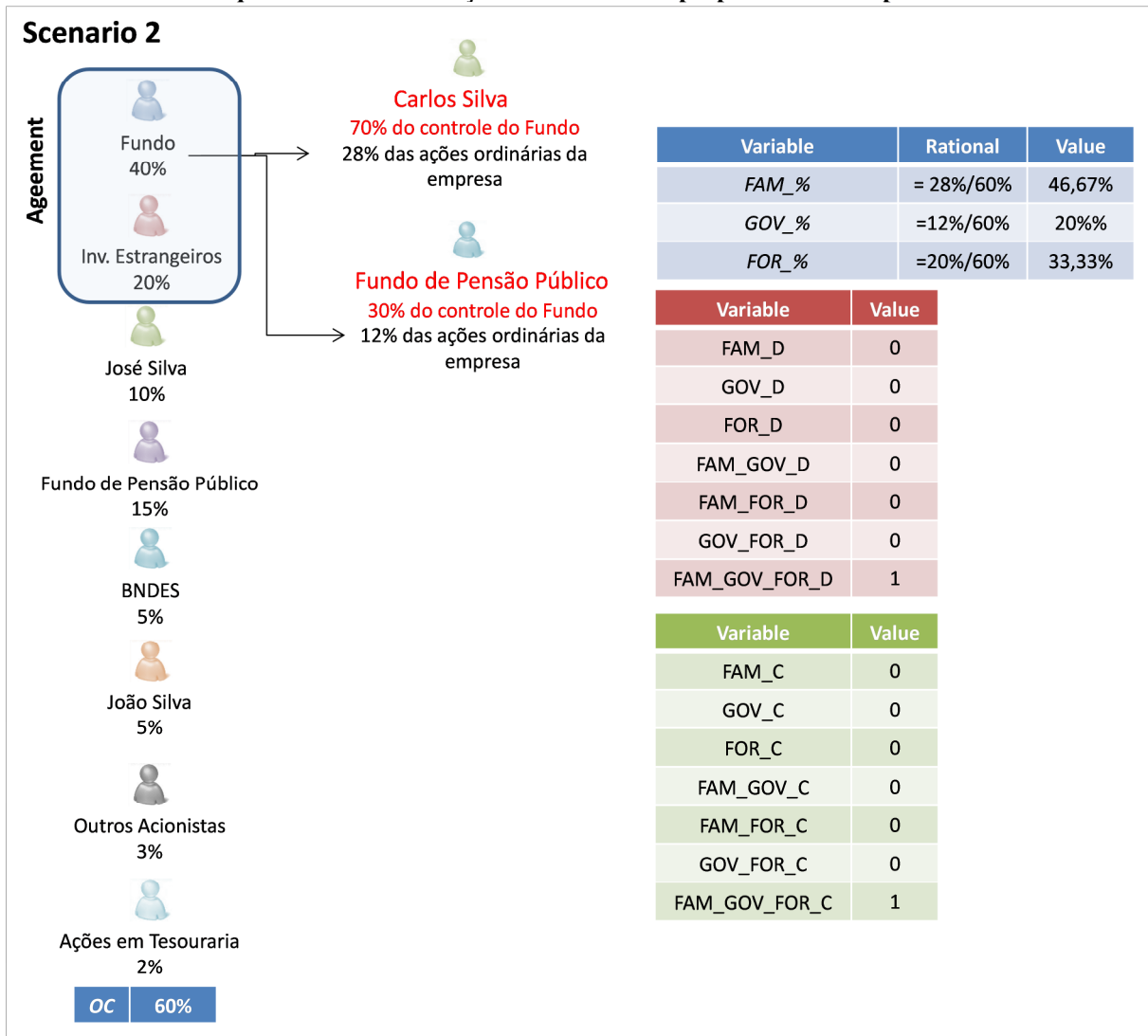
Apêndice 6 - Matriz de correlação - Modelo 3

		Model 3									Control Variables						
		Mean	Std. Dev.	FSTS	FAM_C	GOV_C	FOR_C	FAM_GOV_C	FAM_FOR_C	GOV_FOR_C	FAM_GOV_FOR_C	OC	SIZE	DEBT	CASH	ROA	AGE
Model 3	FSTS	15.185	21.501	1.000													
	FAM_C	0.422	0.494	0.101	1.000												
	GOV_C	0.072	0.259	0.014	-0.238	1.000											
	FOR_C	0.070	0.255	-0.006	-0.234	-0.076	1.000										
	FAM_GOV_C	0.034	0.181	0.074	-0.160	-0.052	-0.051	1.000									
	FAM_FOR_C	0.069	0.253	-0.142	-0.232	-0.076	-0.075	-0.051	1.000								
	GOV_FOR_C	0.010	0.101	0.315	-0.087	-0.028	-0.028	-0.019	-0.028	1.000							
FAM_GOV_FOR_C	0.007	0.085	-0.045	-0.073	-0.024	-0.023	-0.016	-0.023	-0.009	1.000							
Control	OC	64.316	24.590	0.024	0.294	0.222	0.099	0.154	0.190	-0.024	0.025	1.000					
	SIZE	13.905	1.909	0.423	-0.069	-0.100	0.114	0.057	0.116	0.228	0.047	-0.012	1.000				
	DEBT	16.786	40.137	0.062	0.082	0.022	-0.064	0.001	-0.044	0.014	0.008	0.117	-0.032	1.000			
	CASH	13.543	12.579	0.030	0.027	-0.054	-0.019	-0.030	0.011	-0.045	0.031	-0.184	0.179	-0.434	1.000		
	ROA	1.819	19.604	0.124	0.049	-0.177	0.044	0.029	0.030	0.057	0.004	-0.098	0.296	-0.305	0.184	1.000	
	AGE	5.860	1.020	0.209	0.168	0.011	-0.129	0.012	-0.126	0.077	-0.003	0.111	-0.058	0.091	-0.173	0.046	1.000

Apêndice 7 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 1

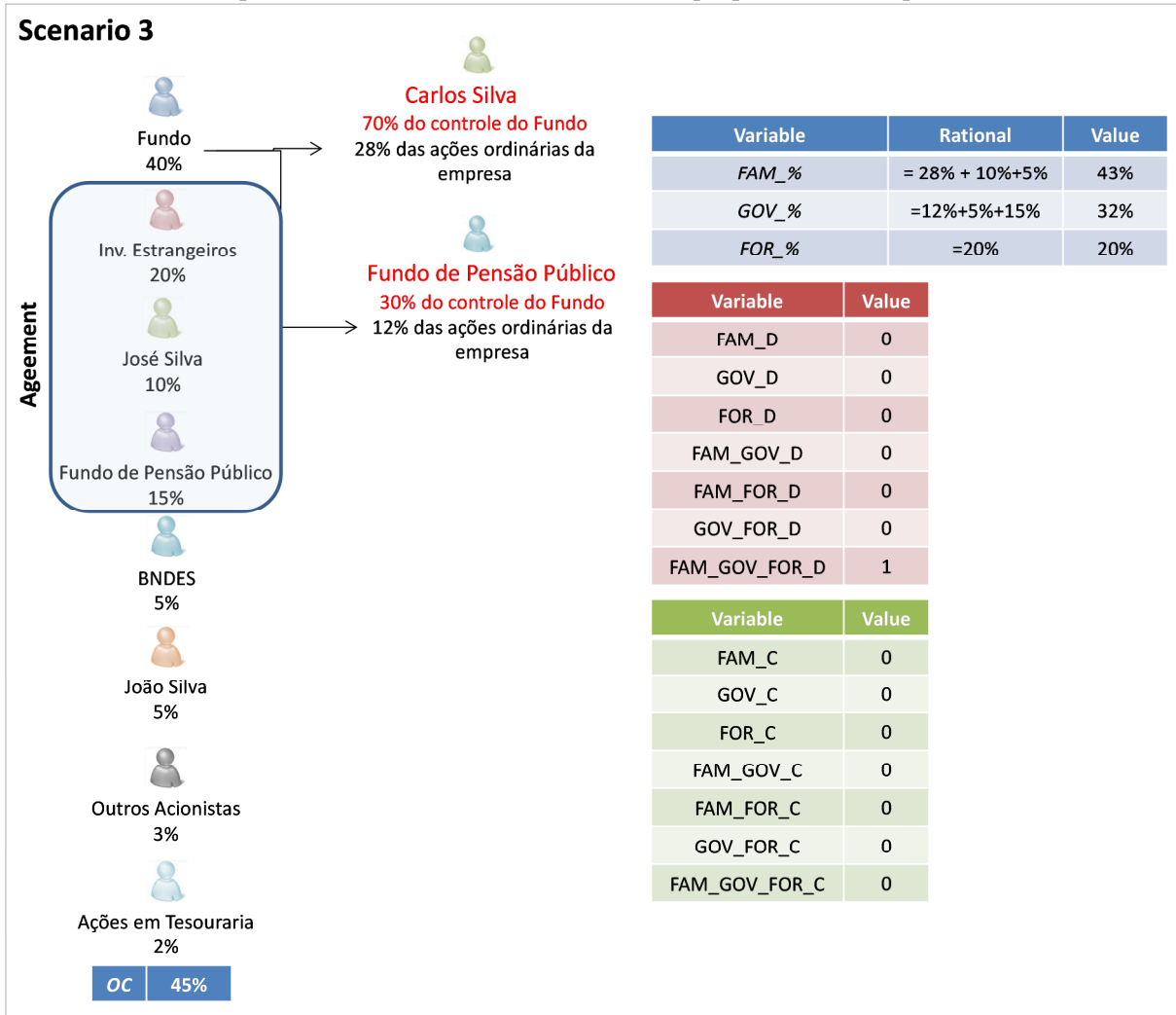


## Apêndice 8 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 2

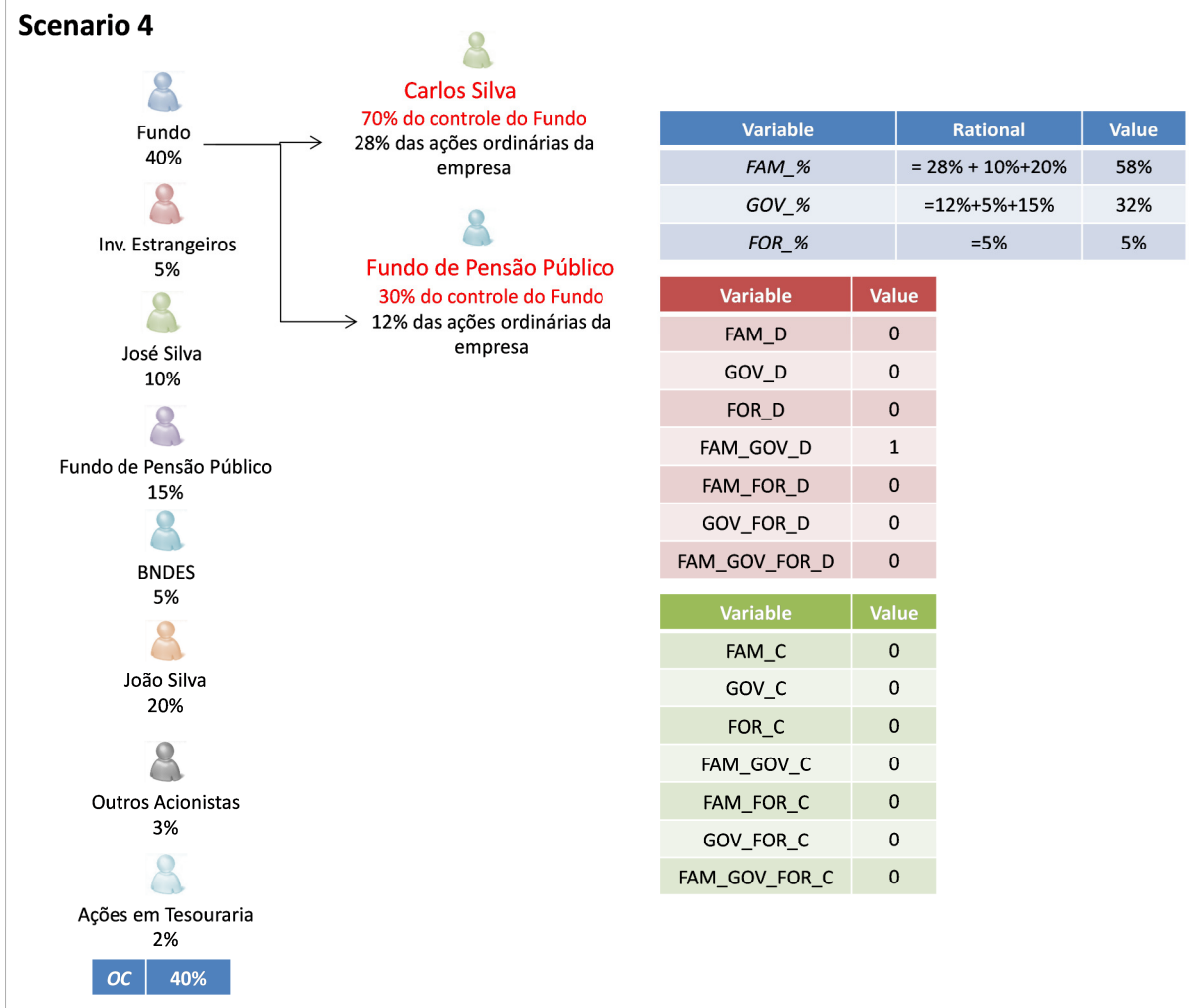




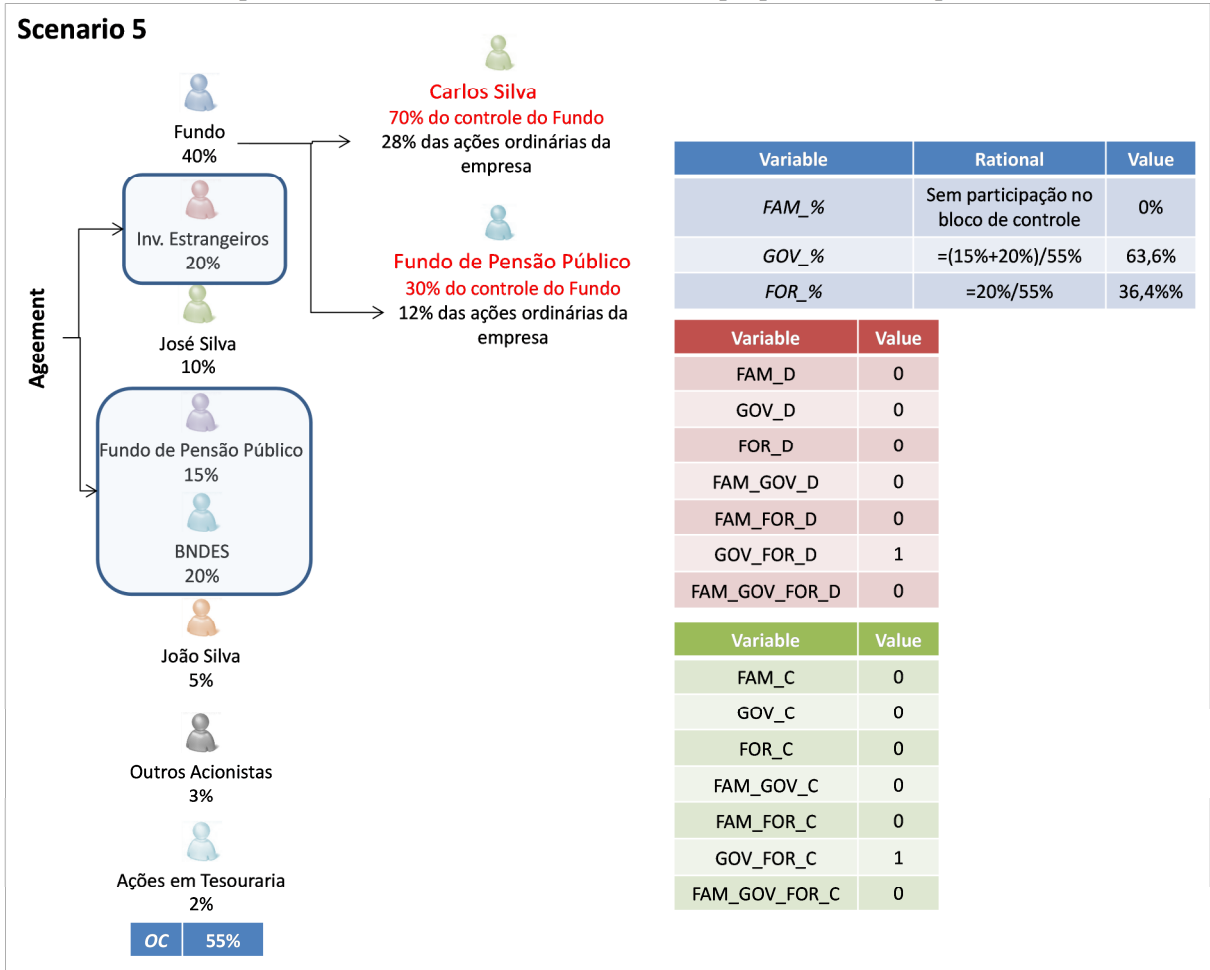
Apêndice 9 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 3



### Apêndice 10 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 4



## Apêndice 11 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 5



Apêndice 12 - Classificação da estrutura de propriedade: exemplo 6

