

**LEI DAS ESTATAIS E SEUS IMPACTOS PARA AS ESTATAIS DE CAPITAL MISTO
(SOEs)**

THIAGO HENRIQUE MOREIRA GOES
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR)

ADALTO ACIR ALTHAUS JUNIOR
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ (UFPR)

LEI DAS ESTATAIS E SEUS IMPACTOS PARA AS ESTATAIS DE CAPITAL MISTO (SOEs)

1. Introdução

A governança corporativa em empresas controladas pelo Estado e em empresas de capital misto é um problema de pesquisa relevante por conta não somente da quantidade em países em desenvolvimento, mas também da presença nos chamados “setores estratégicos da economia”, tais como Petróleo e Energia. La Porta et al. (1999) apontaram que a estrutura de propriedade em países em desenvolvimento é concentrada e a presença do Estado como um acionista e/ou controlador é muito comum. Tais resultados também foram encontrados a partir de políticas industriais agressivas de internacionalização e proteção de indústrias nacionais na América Latina (Finchelstein, 2017).

No Brasil deve-se citar que apenas entre empresas controladas pelo Governo Federal, o número consistia em 135 empresas em 2018 (SECRETARIA DE COORDENAÇÃO E GOVERNANÇA DE ESTATAIS – SEST, 2018). Entretanto, ao analisar apenas as estatais de capital misto chega-se ao número de 31 empresas listadas na B3 – Bolsa, Brasil, Balcão com uma capitalização representativa de R\$ 481 bilhões, ou seja, 15% da capitalização total das empresas listadas.

As grandes estatais brasileiras sempre foram consideradas relevantes – seja pelo governo, seja pela população – desde a criação da Petrobrás. Em períodos recentes, programas como o Brasil Maior, a Nova Matriz Econômica e a Política de Campeões Nacionais foram bastante agressivos em termos de capitalização e expansão do escopo de atividades (Lazzarini, Musacchio, Bandeira-de-Mello, & Marcon, 2015; Musacchio, Lazzarini, & Aguilera, 2015). Lazzarini et al. (2015) corroboraram esta opinião ao revelar estratégias adotadas pelo BNDES no mercado de capitais via participação acionária minoritária e com um modelo de financiamento com baixas taxas de juros, bem como o incentivo para a expansão de estatais e a política de campeões nacionais. Além disso, segundo Lazzarini e Musacchio (2018), a existência das estatais em países em desenvolvimento comumente estão marcadas por problemas de governança e corrupção. Assim, com a participação de vários agentes de regulação e autorregulação foi desenvolvida a Lei 13.303/16 que foi criada para estabelecer maior transparência e independência entre gestores de estatais e políticos (BRASIL, 2016). Por fim, a partir dessa lei foi criado o Programa Destaque de Governança de Estatais da B3 para as estatais de capital misto, que estão entre algumas das maiores empresas brasileiras. As empresas signatárias desse programa são: Petrobrás, Eletrobrás, Banco do Brasil, BB Seguridade e Copel (B3, 2020).

Portanto, a pergunta de pesquisa consiste em: a implantação dessa mudança institucional causou impactos significantes nos resultados financeiros e na governança corporativa das estatais de capital misto (SOEs)?

Para responder a esta questão, o objetivo desta pesquisa consiste em analisar os resultados financeiros, o índice de investimento, o índice de endividamento e o grau de independência da gestão em relação ao controlador antes e depois da promulgação da Lei das Estatais.

Este artigo está dividido em cinco seções sendo a primeira esta introdução, a segunda um breve referencial teórico sobre capitalismo de Estado e governança corporativa em empresas de capital misto, o terceiro versa sobre a metodologia, o quarto apresenta os resultados e, por fim, o quinto apresenta as considerações finais.

2. Referencial Teórico

2.1 *Capitalismo de Estado: reflexões*

A ascensão do capitalismo de Estado teve como marco de inflexão a Crise de 2008, em que a crise no mercado de capitais levou a atuações muito mais ostensivas dos governos tanto no controle da economia, quanto participações em outras empresas. Lazzarini e Musachio (2015) apontam que o crescimento alarmante ocorreu até em economias consideradas mais liberais, como os EUA, em que governos salvaram empresas emprestando recursos públicos.

Cabe ressaltar que as políticas desenvolvidas pelo que se entende por capitalismo de Estado podem ser adotadas de formas diferentes. Utilização de tarifas especiais para coibir competidores internacionais, barreiras tarifárias e não tarifárias, políticas de subsídios, entre outros. Ao comparar EUA e China são encontrados dois modelos diferentes, sendo que nos Estados Unidos, a política industrial está pautada pela articulação de setores e pela realização de lobbies junto ao setor público. Já para a China, o modelo encontrado consiste em uma participação ativa do Estado na criação, posse, desenvolvimento e investimento direto em empresas chinesas (Aggarwal & Evenett, 2012). O modelo brasileiro também possui essa mesma conotação, visto que o país adotou, por meio da denominada Nova Matriz Econômica e do programa Brasil Maior (BNDES, 2011) a chamada política de campeões nacionais com grandes incentivos as empresas estatais e às empresas politicamente conectadas ao governo (Gonçalves & Guimarães, 2015; Musachio & Lazzarini, 2015; Musachio et al., 2015). Tanto voltadas ao protecionismo, tais políticas são comuns na América Latina, sobretudo quando voltadas para garantir um modelo de competição e internacionalização e assim, o Estado participa tanto por meio de políticas indiretas (ex.: sinalizações ao mercado e promoção da abertura de capital) quanto políticas diretas (ex.: empréstimos de bancos públicos e política de subsídios) e atuações das SOEs (Finchelstein, 2017), tal como ocorreu nos modelos de compras nacionais da Petrobrás S.A.

O debate sobre o conteúdo das políticas nacionais e, por conseguinte, do capitalismo de Estado costumeiramente ocorre em três grandes temáticas: a) ineficiência das políticas industriais, ou seja, resultados ruins mesmo com grande volume de recursos envolvido; b) as políticas industriais como amortecedoras das assimetrias de mercado; c) políticas industriais como um elemento que facilita a captura do Estado por agentes privilegiados e, no limite, provocasse aumentos da corrupção (Ades & Di Tella, 1997; Ades & Di Tella, 1999; Aggarwal & Evenett, 2012; Niessner et al., 2005). Entretanto, os resultados de pesquisas de Ades e Di Tella (1997), Ades e Di Tella (1999) e Gonçalves e Guimarães (2015) mostram que as políticas foram ineficientes do ponto de vista econômico e ampliaram os casos corrupção nos países que adotaram tais políticas.

Como fator complicador, entende-se que o ambiente institucional analisado por Douglass North (1991) – somatório de elementos formais como leis e direitos de propriedade com os aspectos informais – encontra muitas fragilidades em países em desenvolvimento, conforme encontrado por Acemoglu, Johnson e Robinson (2001), pois nesses países existem fraquezas institucionais relativas aos direitos de propriedade, cumprimento de leis e, não menos importante, um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido. Outro agravante consiste na relação de empresas politicamente conectadas, como encontrado por Niessner et al. (2005) que ao analisar 90.000 empréstimos para empresas paquistanesas entre 1996 e 2002 frisaram que as empresas com laços mais profundos com o governo consistiam nas empresas mais beneficiadas por créditos públicos.

Assim, percebe-se que os aspectos institucionais são extremamente importantes para criar restrições e formas para que as políticas econômicas de Estado voltadas a participação em empresas, via subsídio, empréstimos utilizando bancos públicos e controle acionário sejam eficientes para a companhia e para outros *stakeholders*. Portanto, o item a seguir discutirá a governança corporativa no Brasil e as possíveis mudanças no capitalismo de Estado a partir da Lei n. 13.303/16.

2.3 Governança Corporativa das Estatais e Lei 13.303/16

No tocante a participação do Estado diretamente em empresas, Musacchio, Lazzarini e Aguilera (2015) separam três formas distintas que o governo pode utilizar para participar da atividade empresarial:

- a. Atuação como proprietário/gestor: propriedade e controle total das estatais pelo Estado;
- b. Atuação como investidor majoritário: parcialmente privatizadas com controle estatal majoritário (ex.: estatais listadas);
- c. Atuação como investidor minoritário: empresas parcialmente privatizadas e com participação residual do Estado e empresas privadas que possuem capital de fundos soberanos e/ou bancos estatais como acionistas minoritários.

Considerando os dois primeiros aspectos como fundamentais para este trabalho, dados oriundos da SEST (2018) apontaram a existência de 135 estatais apenas no nível federal. Ao somar unidades federativas e municípios, o número de estatais se aproxima de 400 empresas. Destas, 31 empresas estão listadas em bolsa e tem um modelo de *Leviathan* como majoritário (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, 2017; Musacchio et al., 2015).

Este perfil das estatais com o controle majoritário e a forma concentrada de estrutura de propriedade pode evitar a situação do conflito de agência Tipo I delineado por Jensen e Meckling (1976), pois os modelos concentrados evitam o conflito Agente-Principal. Entretanto, isso pode resultar no modelo de conflito de agência Tipo II (Belén Villalonga, Amit, Trujillo, & Guzmán, 2015) em que os problemas podem ocorrer entre Principal-Principal, ou seja, entre acionistas majoritários e minoritários. Embora a mudança de espectro possa ocorrer entre os dois tipos, os pressupostos permanecem para o conflito de interesses entre as partes. A diferença consiste no conflito entre dois tipos de acionistas e, neste sentido, o governo pode usar seu poder de controlador para conduzir a gestão das estatais de forma a prejudicar os minoritários (Boyd & Solarino, 2016; Jensen & Meckling, 1976b). Diante disso, os problemas em relação as estatais de capital misto se amplificam pelo fato de que elas possuem uma forma de organização híbrida (Battilana & Dorado, 2010) e assim teriam tanto os objetivos financeiros (buscados pelos acionistas) quanto os objetivos sociais (para os quais os estatutos das companhias estatais apontam). Portanto, essa lógica muitas vezes dissonante entre objetivos pecuniários e não pecuniários (Devinney, 2011) pode resultar em um mix altamente complexo que agrupe decisões políticas, econômicas, sociais e de desenvolvimento, além do propósito inicial de gerar valor (Lazzarini & Musacchio, 2018). Entretanto, cabe ressaltar que mudanças de institucionais como a adotada pela Lei 13.303 podem provocar a diminuição dos custos de agência e, conseqüentemente, melhorar os resultados financeiros, tal como ocorreu com as estatais de capital misto indianas (Locke & Duppati, 2014)

Para lidar com esse conjunto de valores, a Lei 13.303/16 (BRASIL, 2016) surge como um elemento para melhorar a governança corporativa das estatais propondo mudanças com o objetivo de estimular a adoção de boas práticas, fortalecer mecanismos de controle e transparência, e aperfeiçoar a comunicação com a sociedade e os órgãos reguladores. Outros aspectos importantes, além da Lei das Estatais, consistem nos novos marcos reguladores para o mercado de capitais (IBGC, 2018a):

Quadro 1: Regulação e Autorregulação do mercado de capitais

Regulação	Autorregulação
CGPAR – Comissão Interministerial de Governança Corporativa e Administração de Participações Societárias	Amec – Associação de Investidores do Mercado de Capitais
CVM – Comissão de Valores Mobiliários	Abrapp – Associação Brasileira de Entidades de Previdência Complementar
CGU – Corregedoria Geral da União	Código Stewardship
Lei Anticorrupção (Lei n. 12.846/13)	Código de Autorregulação em Governança de Investimentos
Guias CGU de políticas de integridade	B3/Novo Mercado
Decreto n. 8.420/15	Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa
Lei das Estatais (13.303/16)	Código Brasileiro de Governança Corporativa
	Programa Destaque (de estatais)

Fonte: adaptado de IBGC (2018a).

Mudanças institucionais podem ser responsáveis tanto pela melhoria dos conflitos de agência quanto dos desafios políticos que envolvem uma SOE, portanto isso poderia resultar em melhorias operacionais e financeiras das companhias estatais (Lazzarini & Musacchio, 2018). Como complemento a essa informação, o artigo de Beuselinck, Cao, Deloof, & Xia (2017) explorou os impactos da Crise de 2008 em estatais asiáticas e encontrou que as empresas estatais tiveram resultados similares na média, todavia os resultados das estatais em países com instituições que evitassem a ingerência do governo foram superiores aos países com menores prevenções dessas ingerências estão em linha com os resultados da pesquisa de Locke e Duppati (2014).

Diante do exposto sobre estatais e sobre os impactos legais de mudanças institucionais, sobretudo no Brasil, a pesquisa apresentará as hipóteses e suas explicações a seguir:

Hipótese 1 – os resultados financeiros das companhias estatais foram melhores após a Lei das Estatais.

Esta proposição se baseia em análises como as de Beuselinck et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018) e Locke e Duppati (2014), pois a mudança institucional implantada pela Lei das Estatais visava melhorar o ambiente regulatório e propiciar maior transparência e menor ingerência do governo sobre as empresas, assim, a probabilidade de ter retornos superiores aumentou. Essas mudanças, tendem a diminuir os Conflitos de Agência do Tipo II demonstrados por Boyd e Solarino (2016) e Villalonga et al. (2015) o que pode melhorar a situação financeira da empresa.

Hipótese 2 – o valor de mercado das companhias respondeu positivamente e com estatística significativa a implantação da Lei das Estatais.

Essa proposição possui relação com trabalhos de Beuselinck et al. (2017), Demsetz e Villalonga (2001), Lazzarini & Musacchio (2018), visto que o modelo de propriedade e controle estatal pode estar relacionado ao Conflito de Agência do Tipo II e as mudanças legais que visem proporcionar uma separação melhor entre os interesses do governo e os interesses da companhia. Essas mudanças proporcionam ao mercado uma melhoria sobre as assimetrias informacionais relacionadas as empresas estatais de capital misto e isso pode resultar em uma avaliação melhor pelos agentes do mercado financeiro e pelos investidores. Consequentemente isso pode proporcionar melhorias no valor de mercado e no *Q de Tobin* da empresa.

Hipótese 3 – o endividamento das companhias estatais passou a ser menor após a Lei das Estatais.

Esta proposição se baseia nas análises de Beuselinck et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018) e Niessner et al. (2005), pois com a melhoria do ambiente institucional, as empresas estatais não poderiam ser utilizadas de forma tão influente pelo Estado, ou seja, seu nível de endividamento seguiria para níveis equilibrados.

Hipótese 4 – os níveis de investimento das companhias estatais apresentaram alterações positivas e significantes após a implantação da lei.

Essa proposição está baseada tanto no modelo de capacidade de investimento causado pela melhoria institucional, quanto pela melhoria do ambiente econômico e de transparência almejado pela lei, ou seja, os marcos regulatórios apresentados pelo IBGC (2018a) mostrariam aos investidores que as estatais se tornariam objetos com menores conflitos de agência para investimentos. Assim, a capacidade de investimento aumentaria, pois a empresa estaria menos envolvida em uma relação espúria com os anseios do acionista controlador. Isso se alinha aos pressupostos apontados por Ades e Di Tella (1997) e Lazzarini e Musacchio (2018) em que com a melhoria da governança e das instituições, as empresas não estariam totalmente atreladas aos projetos políticos, tais como Campeões Nacionais, Políticas Industriais e Políticas de Compras de Fornecedores Locais, o que tendem a prejudicar os resultados financeiros e a capacidade de investimento.

Hipótese 5 – as gestões das estatais passaram a ter maior independência após a implantação da Lei das Estatais.

Esta proposição está vinculada diretamente aos objetivos da Lei 13.303/16 que visava dar maior independência para a gestão das estatais. Além disso, em consonância com os exemplos proporcionados por Battilana e Dorado (2010), Beuselinck et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018) e Locke e Duppati (2014) em que a mudança institucional objetivando maior transparência e atendimento aos pressupostos de governança podem proporcionar maior grau de independência para as empresas estatais. Espera-se, portanto que as proxies de percentual de independentes no Conselho de Administração e número de membros no Comitê de Auditoria Estatutário tenham aumento significativo após o período de implantação da legislação.

3. Dados e Metodologia

3.1 Amostra

A amostra consiste em uma análise ao longo de 10 anos das empresas estatais listadas em bolsa em maio de 2019. As 31 empresas tiveram seus resultados analisados entre o terceiro trimestre de 2008 e o terceiro trimestre de 2018. Isso compreendeu uma amostra de 1302 observações de empresas-trimestre. A escolha por estatais de capital misto se deve a três motivos importantes. A primeira dessas justificativas consiste no tamanho dessas empresas que representavam na data da pesquisa aproximadamente 15% de toda a capitalização de mercado das empresas listadas da B3, mesmo com um número de companhias que não chega a 35 empresas. O segundo motivo consiste na transparência das organizações estatais de capital fechado que demorou para chegar no nível de exigência das companhias de capital aberto. Além disso, a política de transparência das estatais apenas mudou em 2016 com a criação da SEST e a definição dessa secretaria como órgão responsável pela governança e pela transparência das estatais federais. Por fim, o terceiro consiste no fato de que muitas estatais federais de capital fechado (que representam o maior conjunto de empresas) são apenas subsidiárias de Petrobrás e Eletrobrás, sendo assim contempladas nos demonstrativos financeiros consolidados dessas duas companhias de capital misto.

Todos os testes univariados e os modelos de tratamento foram realizados considerando três seleções amostrais diferentes:

- a. Início da amostra (2008) vis-à-vis período após a implantação da Lei nº 13.303/16;
- b. Início do governo Dilma Rousseff (2011) vis-à-vis período após a implantação da Lei nº 13.303/16;
- c. Início da crise econômica brasileira (2013) vis-à-vis período após a implantação da Lei nº 13.303/16.

A justificativa para cada segmentação temporal consiste no fato de que cada um desses momentos da economia e da sociedade brasileira e resultaram em diferentes decisões políticas e macroeconômicas – que por sua vez resultaram em processos decisórios diferentes para as estatais cuja natureza foi explicada em tópicos anteriores. O primeiro período, ainda sob o segundo mandato de Luiz Inácio da Silva (Lula II), foi marcado pela Crise Econômica de 2008 e com a adoção de medidas fiscais expansionistas e busca por um protagonismo das estatais na economia nacional (Lazzarini & Musacchio, 2018; Lazzarini et al., 2015). O segundo período está caracterizado por um processo ainda mais agressivo na política fiscal com o modelo da Nova Matriz Econômica a partir da eleição da então Ministra da Casa Civil, Dilma Rousseff, e o início da política de campeões nacionais e do plano chamado “Brasil Maior” (BNDES, 2011). O terceiro refere-se ao período após o declínio econômico iniciado em 2013 com o fracasso do modelo expansionista (Gonçalves & Guimarães, 2015).

3.2 Variáveis

Este tópico apresenta a estrutura das variáveis contendo a descrição das variáveis dependentes, independentes e as variáveis de controle. Além disso, a Tabela 1 sumariza as discussões e apresenta a lista de variáveis analisadas.

3.2.1 Variáveis dependentes

Neste modelo, cinco regressões foram utilizadas para verificar como os efeitos de tratamento considerando as covariáveis poderiam indicar se ocorreram mudanças significativas após a implantação da Lei nº 13.303/16. Diante disso, o estudo apresenta cinco variáveis dependentes: a primeira delas os índices de investimento das empresas estatais (Capex), o segundo consiste no modelo de endividamento (subdividindo entre endividamento total e endividamento sobre Ebtida), o terceiro analisa o Q de Tobin mediante divisão da soma do valor de mercado e dívidas totais pelo total de ativos (Chung & Pruitt, 1994; Famá & Barros, 2000), o quarto testa as diferenças nos retornos sobre o ativo (ROA) como uma medida de lucratividade e o quinto e último modelo está relacionado a independência da gestão (subdividindo entre independência do Conselho de Administração e independência da diretoria).

A metodologia A metodologia de cálculo do Q de Tobin foi considerada a partir do cálculo simplificado delineado por Chung e Pruitt (1994).

$$q = \frac{VMA+D}{AT} \quad (1)$$

Em que:

q = Q de Tobin

VMA = Valor de Mercado dos Ativos

D = Valor de Mercado das Dívidas

AT = Ativo Total

3.2.2 Variável independente

O estudo possui duas variáveis independentes, sendo a primeira a mudança institucional obtida a partir da chamada Lei das Estatais, portanto, a variável consiste em uma *dummy* com 0 para as empresas antes da lei e 1 para as empresas após a lei. A escolha por essa forma de separação consistiu na possibilidade de identificação dos efeitos em variáveis financeiras e de governança corporativa após a entrada em vigor da legislação. O ponto de inflexão escolhido foi o terceiro trimestre de 2016 – data da publicação da lei.

A segunda consiste em uma análise do contexto econômico, sendo a variável de crise econômica uma *dummy* com 0 para os períodos pré-crise de 2013 e 1 os períodos após a crise da economia nacional em 2013.

Assim, os modelos foram separados em unidades temporais diferentes: o primeiro teste compreendeu o período integral da amostra (2008-2018), o segundo compreendeu o início do governo da Presidente Dilma Rousseff (“Dilma 2”) e o terceiro compreendeu o início do declínio econômico nacional a partir do primeiro trimestre de 2013.

Quadro 2: Lista de Variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Explicação
Tamanho	Logaritmo natural do total de ativos
Investimento	Índice de Capex trimestral (Capex/AT)
Q de Tobin	Cálculo do Q de Tobin
ROA	Retorno sobre ativos
EBTIDA	Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização
Dívida/Ebtida	Relação de dívida sobre EBTIDA
Endividamento Geral	Passivo total sobre Ativo Total
Setores	Classificação setorial das empresas da amostra
Lucro líquido	Resultado financeiro após o pagamento de custos, impostos e despesas financeiras.
Valor de Mercado	Valor de mercado da companhia na data analisada
EBTIDA	Geração de caixa da empresa no período
Receitas Totais	Logaritmo natural das receitas líquidas (após os custos)
Independência do conselho	% de membros independentes do Conselho de Administração
Independência da diretoria	(1 - % de diretores eleitos pelo controlador)
Membros do Comitê de Auditoria	Quantidade de membros do comitê de auditoria

3.2.3 Variáveis de controle (matching)

Em relação as variáveis selecionadas como variáveis de controle para os testes de efeito, as variáveis relacionadas as empresas foram o tamanho (calculado pelo \ln do total de ativos), o nível de endividamento e as variáveis setoriais.

3.3 Métodos

Os resultados foram analisados por meio de estatísticas descritivas para entender o comportamento das variáveis relacionadas às empresas da amostra. Posteriormente foram utilizados testes de média para verificar mudanças antes e depois da lei. Por fim, modelos que utilizaram efeitos de tratamento considerando as covariáveis do modelo e dentre esses, o modelo escolhido consiste no modelo mencionado por Wooldridge (2010) e utilizado por Cattaneo (2010) em que se usa o *Average Treatment Effect* (ATE) para as variáveis observáveis (implantação da Lei das Estatais vis-à-vis períodos anteriores). Assim o modelo consiste em um teste de Diff-in-Diff.:

$$(1) \Delta^{ATE}(X) = \mu_1(X) - \mu_0(X)$$

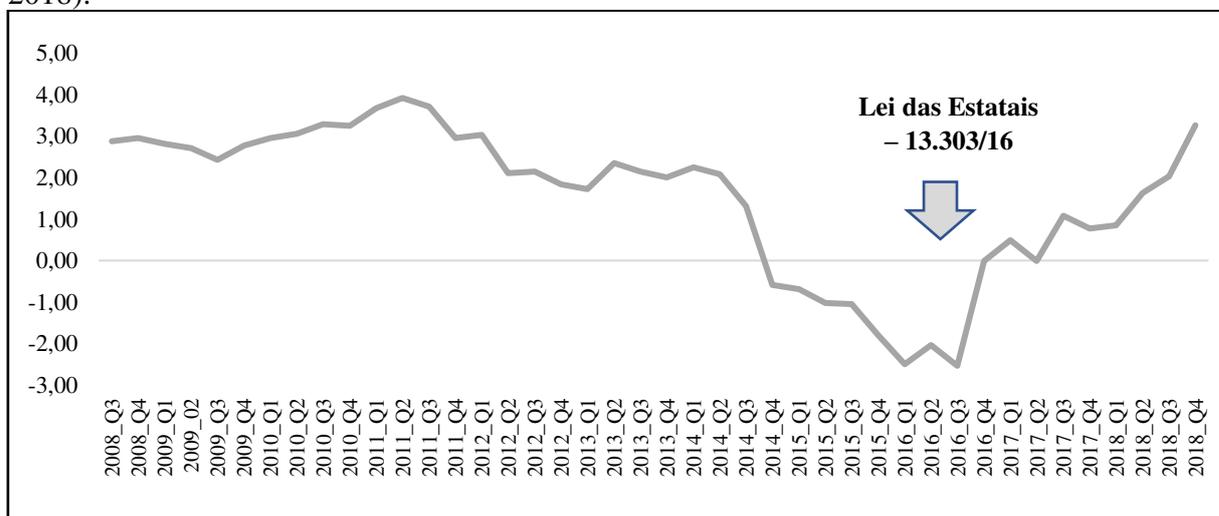
Assim, para testar esse processo foi utilizado o modelo de *regression adjustment (teffects ra)* em que teffects ra estima efeitos de tratamento a partir de dados observacionais via ajuste de regressão (RA). Esse modelo usa contrastes de médias de resultados previstos para estimar os efeitos do tratamento (Stata, 2013). Além disso, cabe ressaltar que o modelo utilizado possui como outras variáveis na regressão ajustada: tamanho, endividamento e setor da empresa (excluindo empresas do setor financeiro). Portanto, o modelo de regressão ajustada para a ATE identifica o impacto da mudança da legislação e consegue separar as curvas do modelo pelas variáveis de controle selecionadas. Por fim, cabe ressaltar que esse modelo foi realizado utilizando erros robustos para corrigir a heterocedasticidade seguindo os exemplos proporcionados por Cattaneo (2010) para os modelos de *Average Treatment Effect*.

4. Análise de resultados

4.1 Resultados descritivos

Os primeiros aspectos a serem analisados a partir da mudança institucional consistem nas análises da evolução do lucro ao longo do tempo e a análise da evolução do valor de mercado das companhias. Os dois gráficos apontam essa evolução e destacam o período de aprovação da Lei das Estatais como um marco para a mudança nos valores.

Figura 1 – Resultado líquido das sociedades de economia mista por trimestre em R\$ bi. (2008-2018).

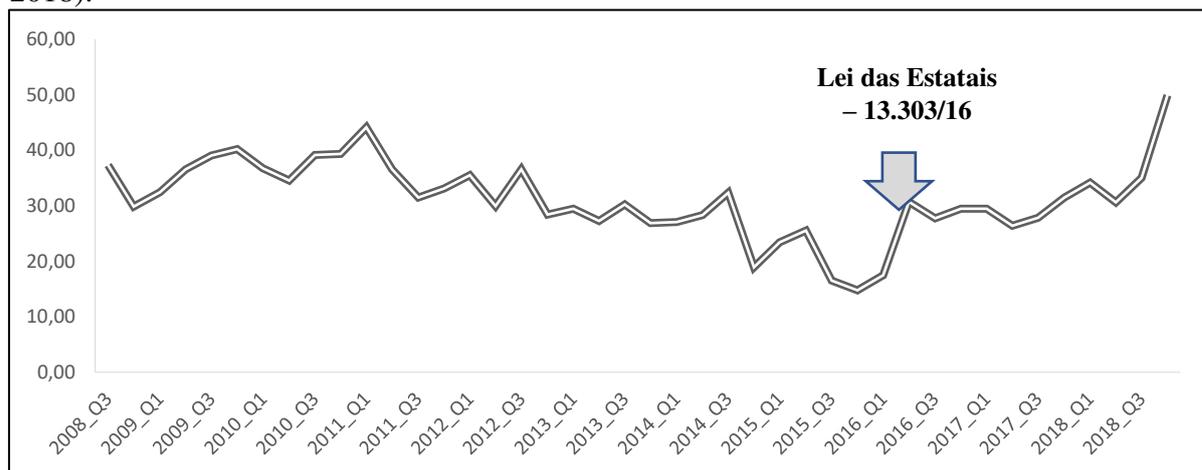


Fonte: COMDINHEIRO (<https://www.comdinheiro.com.br/home3/>), dados obtidos em mar. 2019

O gráfico aponta que os resultados das empresas estatais listadas em bolsa apresentaram uma queda abrupta após 2013 que culminaram no pior resultado entre todos os trimestres analisados no 1º trimestre de 2016. Essa média só teve outro resultado similar no 3º trimestre de 2016, justamente nos primeiros meses de vigência da Lei 13.303. A partir disso, embora com algumas oscilações, os resultados sugerem que as medidas propostas pela legislação proporcionaram poder para que as empresas estatais listadas conseguissem voltar aos patamares de 2008.

Já para o segundo gráfico, os resultados apontam a evolução do valor de mercado dessas companhias ao longo dos trimestres analisados. Ou seja, a instabilidade do valor de mercado das estatais teve um arrefecimento após a implantação da lei.

Figura 2 – Valor de mercado das sociedades de economia mista por trimestre em R\$ bi. (2008-2018).



Fonte: COMDINHEIRO (<https://www.comdinheiro.com.br/home3/>), dados obtidos em mar. 2019

A partir da análise gráfica, a primeira parte do tratamento estatístico dos dados ocorreu por meio das análises das estatísticas descritivas oriundas do teste T para a diferença de médias das variáveis antes e depois da amostra.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Todos os períodos		Início do Governo Dilma		Início do declínio econômico	
	Pré-13.303	Pós-13.303	Pré-13.303	Pós-13.303	Pré-13.303	Pós-13.303
Investimento	0,243	0,261	0,201	0,261	0,149	0,261*
ROA	1,275	3,415***	-0,153	3,415***	-0,354	3,415***
Q de Tobin	0,592	0,610	0,558	0,610	0,616	0,610
Ind. CA	0,07	0,15***	0,07	0,15***	0,08	0,15***
Membros do COAUD	1,07	1,62***	1,09	1,62***	1,11	1,62***
Tamanho	22,82	23,15***	22,92	23,15*	22,97	23,15
Dívida/Ebtida	1,96	-2,91*	2,24	-2,91*	2,44	-2,91*
Endiv. Geral	0,75	0,74	0,79	0,74	0,85	0,74**
Receitas Totais	21,61	21,91**	21,67	21,91*	21,66	21,91*
Valor de Mercado	20 bi.	23 bi.	19 bi.	23 bi.	17 bi.	23 bi.*
Lucro Líquido	2 bi.	0,87 bi.*	1,15 bi.	0,87 bi.	-0,21 mi.	0,87 bi.*
EBTIDA	3,2 bi.	4,0 bi.	2,89 bi.	4,0 bi.*	2,28 bi.	4,0 bi.**

***significante com $\alpha < 0,01$; **significante com $\alpha < 0,05$; *significante com $\alpha < 0,10$.

Os modelos foram realizados incluindo todas as SOEs listadas entre 2008-2018 ($N=1302$).

Os resultados da tabela descritiva apontam que existem algumas diferenças estatisticamente significantes entre os períodos anteriores e posteriores a implantação da Lei 13.303/16. Iniciando pela discussão dos índices financeiros, os resultados apontam que os investimentos tiveram aumentos após o período da Lei das Estatais, mesmo ao realizar a comparação com os períodos do programa chamado Brasil Maior. Entretanto cabe ressaltar que esses resultados não foram estatisticamente significantes.

Em relação ao retorno (ROA) e a lucratividade (lucro líquido), estes resultados apresentaram diferenças estatisticamente significantes após o período de implantação da lei (corroborando o resultado do gráfico 1). Ao considerar apenas o último período, os resultados financeiros das estatais analisadas foram menores antes da aprovação da lei. Outros resultados, tais como receitas totais, valor de mercado EBTIDA passaram a ser superiores (embora sem significância estatística para todos os períodos). Por fim, os dois índices de endividamento

utilizados corroboram a mudança no comportamento da gestão das estatais após o período da implantação.

No tocante aos aspectos da governança corporativa selecionados para o estudo, apenas a independência do Conselho de Administração e o aumento do número de membros do Comitê de Auditoria foram estatisticamente significantes. Já a independência da diretoria em relação ao controlador não foi estatisticamente significativa pelo teste T.

O tópico a seguir apresenta as tabelas com os modelos ATE para os períodos analisados.

4.2 Modelo ATE

Este tópico está subdividido em uma análise sobre o impacto da mudança da legislação nos aspectos financeiros e uma análise sobre o impacto da legislação em itens da governança corporativa das estatais selecionadas.

4.2.1 Impacto da lei nas finanças das SOEs

Este item explora os três períodos analisados para cinco variáveis financeiras das empresas: Investimento, Endividamento Geral, ROA, Q de Tobin e a relação Dívida/EBTIDA.

O primeiro cálculo explora a mudança da legislação após o período de declínio da economia nacional, ou seja, a amostra iniciada a partir de 2013. A escolha por tal período consiste com o início da variação negativa do PIB, além de vários problemas causados pelo declínio da Nova Matriz Econômica.

Tabela 2 – Impactos da lei para as finanças das empresas estatais em três segmentos amostrais.

Painel A – Desde o declínio da economia					
	Investimento	Endividamento Geral	Dívida/Ebtida	ROA	Q de Tobin
Matching por setor					
ATE (Lei 13.303/16)	0,164**	-0,162**	-3,218	5,571***	0,011
Standard error	0,073	0,074	4,842	1,462	0,043
p-value	0,02	0,03	0,50	<0,01	0,79
N	471	477	477	475	301
Painel B – Desde o início do Governo Dilma					
	Investimento	Endividamento Geral	Dívida/Ebtida	ROA	Q de Tobin
Matching por setor					
ATE (Lei 13.303/16)	0,088	-0,077	-4,146	5,023***	-0,012
Standard error	0,058	0,057	4,744	1,409	0,036
p-value	0,134	0,175	0,382	<0,01	0,739
N	607	637	613	611	385
Painel C – Desde o início da amostra					
	Investimento	Endividamento Geral	Dívida/Ebtida	ROA	Q de Tobin
Matching por setor					
ATE (Lei 13.303/16)	0,050	-0,007	-4,174	4,165***	-0,065
Standard error	0,053	0,047	4,754	1,287	0,039
p-value	0,343	0,867	0,380	0,001	0,102
N	687	832	698	695	448

***significante com $\alpha < 0,01$; **significante com $\alpha < 0,05$; *significante com $\alpha < 0,10$.

Os modelos foram realizados excluindo empresas do setor financeiro.

Os resultados encontrados apontam que três das variáveis analisadas apresentaram diferenças significativas antes e após a promulgação da Lei das Estatais. Os resultados dos investimentos tiveram um aumento de 16,4% enquanto o endividamento geral diminuiu 16,2%. Em relação ao ROA, os resultados apontam que as empresas estatais tiveram um aumento de aproximadamente 5,6 pontos percentuais quando comparado com o período de declínio econômico. Já os índices de Dívida/Ebtida e Q de Tobin não apresentaram significância estatística, embora tenham seguido a mesma direção (dívidas diminuíram e o valor aumentou). O Painel seguinte, por sua vez, apresenta os resultados na segunda segmentação temporal que começa a partir do início do governo Dilma. Essa comparação foi selecionada devido ao início do programa Brasil Maior que contava com grande participação econômica tanto das estatais listadas (SOEs) quanto do BNDES voltado para o desenvolvimento econômico nacional.

Os resultados encontrados no Painel B apontaram apenas um índice com estatística significativa a partir da promulgação da Lei das Estatais. O retorno sobre ativos apresentou um aumento de 5 pontos percentuais a partir da existência da lei, ou seja, aumentando a comparação para um conjunto de trimestres maior, percebe-se que os resultados financeiros das empresas tiveram impactos positivos decorrentes da Lei das Estatais. Os demais itens não apresentaram significância estatística, embora tenham repetido a amplitude encontrada para análise anterior com exceção do Q de Tobin que teve um resultado negativo na comparação antes e depois.

Por fim, o último teste de robustez (Painel C) da análise considerou o período total da amostra, com início em 2008 e totalizando 10 anos de resultado das SOEs. Os resultados encontrados nos três testes demonstram que apenas o ROA teve impacto significativo decorrente da Lei das Estatais. O impacto desta lei foi aproximadamente 4 pontos percentuais no retorno sobre ativo das SOEs. Todos os demais itens seguiram a tendência dos dados anteriores e mantiveram os sinais, inclusive o Q de Tobin (que permaneceu negativo).

Analisando os modelos utilizados, os resultados apontam que a única variável que se manteve significativa (e positiva) com os três testes realizados foi o retorno sobre ativo. Assim, deve-se dizer que a Hipótese 1 foi a única aceita a partir dos três testes com significância estatística. Portanto, existe alinhamento entre a mudança institucional e as discussões de Lazzarini e Musacchio (2018). Ou seja, a adoção de melhores práticas de governança corporativa foi capaz de promover a melhoria dos resultados financeiros das empresas estatais. Empresas estatais, comumente são usadas como instrumentos de políticas de Estado (ou governo) e possibilitam um aumento dos custos de agência do Tipo II.

Sobre a Hipótese 2, os resultados apontam que a hipótese do valor de mercado da companhia utilizando o *Q de Tobin* não encontrou significância estatística em nenhum dos segmentos amostrais. Segundo a literatura sobre governança e instituições (Demsetz & Villalonga, 2001; Musacchio et al., 2015; Belen Villalonga & Amit, 2006), essa relação deveria ser positiva e significativa, entretanto, pode-se colocar que alguns problemas ocorreram no período: Escândalo JBS envolvendo o ex-presidente Michel Temer e a greve dos caminhoneiros em 2018. Estes itens causaram severos impactos para o valor de mercado das companhias listadas, sobretudo para estatais que ficaram as voltas com ameaças de retorno da influência política sobre a governança das companhias.

Em relação à hipótese 3, os impactos foram apenas parciais, pois mesmo que o sinal tenha apresentado a magnitude esperada (os dois índices de endividamento selecionados apresentaram quedas), essa queda somente apresentou significância estatística no período que segmentou apenas os trimestres a partir do declínio da economia nacional. Portanto, pode-se questionar que tais índices tenham sofrido mais impactos da situação macroeconômica do que do ambiente institucional. Essa situação também ocorreu na Hipótese 4 (sobre investimentos) já que o sinal foi o esperado, mas a significância estatística somente ocorreu no período que compreendeu o declínio da economia nacional.

Portanto, mesmo que a magnitude do sinal esteja alinhada com as literaturas apontadas pelo referencial teórico, tais como Beuselinck et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018), IBGC (2018a) de que com melhorias no ambiente institucional (como a Lei das Estatais) e de governança corporativa, as empresas estatais conseguiriam diminuir seus índices de endividamento e melhorar seus índices de investimento, isso não ocorreu para todos os segmentos da amostra. Muito disso se deve pela elevação nos níveis de endividamento e aumento do risco após os programas como o Brasil Maior e o Programa de Campeões Nacionais. Estes programas são considerados programas de políticas industriais e proteção das indústrias nacionais (Ades & Di Tella, 1999) acabam por causar efeitos deletérios para as finanças das empresas estatais. Neste sentido, Gonçalves e Guimarães (2015) e Lazzarini et al. (2015) apontam que o governo brasileiro utilizou as estatais para funcionarem como compradores de fornecedores nacionais, mesmo que isso custasse mais caro para a empresa aumentando os níveis de endividamento e prejudicando a visão dos investidores sobre o futuro da companhia impactando assim nas capacidades de investimentos futuros.

Prosseguindo a análise dos impactos dessa mudança institucional, o próximo tópico discute as mudanças diferenças estatísticas nos itens relacionados a governança corporativa das SOEs.

4.2.2 Impacto da lei na governança corporativa

Este item discute, a partir da mesma segmentação temporal, os impactos da legislação na governança corporativa após o período de implantação. As variáveis dependentes analisadas são: independência do conselho, independência da diretoria e número de membros no comitê de auditoria. Assim, a Tabela 3 discute os resultados das mudanças na governança corporativa nos três segmentos amostrais selecionados dividindo em três painéis.

Tabela 3 – Governança corporativa durante os três segmentos da amostra.

Painel A - Desde o declínio da economia		
	Independência do CA	Comitê de Auditoria
Matching por setor		
ATE (Lei 13.303/16)	0,057***	0,360**
Standard error	0,016	0,154
p-value	<0,01	0,020
N	356	357
Painel B - Desde o início do governo Dilma		
	Independência do CA	Comitê de Auditoria
Matching por setor		
ATE (Lei 13.303/16)	0,065***	0,366**
Standard error	0,015	0,147
p-value	<0,01	0,013
N	468	470
Painel C - Desde o início da amostra		
	Independência do CA	Comitê de Auditoria
Matching por setor		
ATE (Lei 13.303/16)	0,065***	0,366**
Standard error	0,015	0,146
p-value	<0,01	0,012
N	504	506

***significante com $\alpha < 0,01$; **significante com $\alpha < 0,05$; ***significante com $\alpha < 0,10$.

Os modelos foram realizados incluindo empresas do setor financeiro.

Os resultados da Tabela 3 mostraram que as duas variáveis dependentes sofreram impactos estatisticamente significantes a partir da mudança institucional. A independência do Conselho de Administração (percentual de independentes) teve um acréscimo de 5% após a lei. Já o número de membros do comitê de auditoria teve um aumento em média de 0,36 após a

promulgação da lei. Isso tem correlação com as proposições teóricas da Hipótese 4, pois a melhoria do ambiente institucional, de acordo com Lazzarini e Musacchio (2018) tendem a melhorar a governança corporativa das empresas estatais e isso pode ser refletido pelo grau de independência dos membros do Conselho de Administração e pelo aumento do número de membros do comitê de auditoria.

O Painel B tabela demonstra que as três variáveis de interesse sofreram impactos estatisticamente significantes após a legislação. A independência do CA teve um aumento de 6% nos períodos após a mudança institucional iniciando a comparação no período de lançamento do programa Brasil Maior. Já o número de membros do comitê de auditoria teve o mesmo impacto quando utilizado um período amostral maior. Esses itens corroboram os pressupostos teóricos apontados nas Hipótese 5 e no referencial teórico.

O último cálculo deste segmento (Painel C) consiste na análise dos três itens selecionados considerando um período amostral de dez anos. Nesse cálculo, os testes para a governança corporativa seguiram na mesma tendência dos modelos anteriores e mantiveram valores estatisticamente significantes. A independência do CA teve um aumento de 6% após a implantação da lei. A independência da diretoria teve uma diminuição de 4%. Por fim, o número de membros do comitê de auditoria teve o mesmo resultado dos modelos anteriores.

Tais resultados estão alinhados com os apontamentos de Battilana e Dorado (2010), Beuselinck et al. (2017), Lazzarini e Musacchio (2018) e Locke e Duppati (2014) em que a mudança institucional objetivando maior transparência e atendimento aos pressupostos de governança podem proporcionar maior grau de independência para as empresas estatais. Além dessas mudanças institucionais provocarem impactos nos resultados financeiros, essas mudanças devem proporcionar maior independência do conselho e a maior participação do Comitê de Auditoria. Sobre o Conselho de Administração, a Lei nº 13.303 aponta em seu Art. 22 que: “O Conselho de Administração deve ser composto, no mínimo, por 25% (vinte e cinco por cento) de membros independentes ou por pelo menos 1 (um), caso haja decisão pelo exercício da faculdade do voto múltiplo pelos acionistas minoritários [...]” (Brasil, 2016). Já sobre o Comitê de Auditoria, a Lei das Estatais aponta que todas as estatais deverão ter esse comitê e que ele deve ser um órgão do CA e deverá se reportar a esse diretamente (Brasil, 2016).

A partir dos modelos e dos testes de robustez aplicados ao modelo, os valores encontrados apontam que essa proposição foi a que melhor se ajustou aos dados e aos modelos, pois todos os valores foram estatisticamente significantes. Assim, entende-se que os propósitos oriundos na criação da Lei 13.303/16 resultaram em maior independência do CA (aumento percentual do número de independentes nos conselhos) e aumento do número de membros dos comitês de auditoria (o que significa maior busca pelo controle). Portanto, deve-se aceitar a Hipótese 5 a proposição 4 pode-se considerar aceita apenas parcialmente visto que o objetivo de independência do CA e o número de membros de comitê de auditoria teve um aumento significativo (visto que empresas que não possuíam esse comitê foram obrigadas a implementar). Assim, os itens

5. Considerações finais

Os modelos (e as segmentações utilizadas) mostraram maior robustez para os dados de governança corporativa do que para os dados financeiros utilizados. Primeiramente cabe ressaltar que estudos que correlacionam variáveis de governança corporativa com variáveis financeiras, muitas vezes, pecam pela endogeneidade encontrada nos modelos. Deste modo, para evitar tais problemas, os modelos escolhidos foram efeitos de tratamento por meio do modelo ATE utilizando a regressão ajustada.

Para cada hipótese, foram testados períodos diferentes e os resultados encontrados corroboraram totalmente as Hipótese 1 e 5, parcialmente as Hipóteses 3 e 4 e não corroboram a Hipótese 2. Desta forma, pode-se dizer que a Lei das Estatais provocou mudanças nos

resultados financeiros (ROA) das empresas estatais e para a independência de órgãos de governança corporativa. Para endividamento, investimento e valor de mercado pode-se afirmar que os resultados ainda não confirmam essa tendência de melhoria a partir da Lei das Estatais. Entende-se, portanto, que a mudança institucional provocou melhorias na governança corporativa das estatais de capital misto e para os retornos das empresas. Tais fatos possuem alinhamento com os pressupostos teóricos delineados sobre a necessidade de as empresas estatais implementarem melhores modelos de governança corporativa para que sejam eliminadas as relações espúrias entre essas empresas e os agentes políticos.

As principais contribuições deste estudo decorrem do pioneirismo em compreender como estatais de capital misto se ajustaram em termos de governança corporativa, bem como os impactos da Lei das se seus resultados sofreram influência direta da implantação da lei. Ainda não se pode confirmar totalmente isso, embora a melhoria em aspectos como independência do conselho, número de membros no comitê de auditoria e a criação de outros marcos regulatórios possam proporcionar vantagens futuras para tais organizações.

Como sugestões futuras de pesquisa, deve-se indagar a necessidade de outros modelos sejam com horizontes temporais maiores e/ou incluindo também as empresas estatais que não sejam de capital misto. Além destas, itens importantes podem referir-se a modelos qualitativos ou com outras variáveis oriundas do chamado Pratique ou Explique do Código Brasileiro de Governança Corporativa, item que as empresas listadas passaram a responder a partir de 2018 e não foram considerados neste estudo.

Referências

- Acemoglu, D., Johnson, S., & Robinson, J. A. (2001). The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*, 91(5), 1369–1401. <https://doi.org/10.1257/aer.91.5.1369>
- Ades, A., & Di Tella, R. (1997). National Champions and Corruption : Some Unpleasant Interventionist Arithmetic. *The Economic Journal*, 107(443), 1023–1042. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.1997.tb00005.x>
- Ades, A., & Di Tella, R. (1999). Rents, Competition, and Corruption. *American Economic Review*, 89(4), 982–993.
- Aggarwal, V. K., & Evenett, S. J. (2012). Industrial policy choice during the crisis era. *Oxford Review of Economic Policy*, 28(2), 261–283. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs017>
- Battilana, J., & Dorado, S. (2010). Building sustainable hybrid organizations: the case of commercial microfinance organizations. *Academy of Management Journal*, 53(6), 1419–1440. <https://doi.org/10.1103/PhysRevB.89.155136>
- Beuselinck, C., Cao, L., Deloof, M., & Xia, X. (2017). The value of government ownership during the global financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 42, 481–493. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.05.002>
- Boyd, B. K., & Solarino, A. M. (2016). Ownership of Corporations: A Review, Synthesis, and Research Agenda. *Journal of Management*, XX(X), 1–33. <https://doi.org/10.1177/0149206316633746>
- Cattaneo, M. D. (2010). Efficient semiparametric estimation of multi-valued treatment effects under ignorability. *Journal of Econometrics*, 155(2), 138–154. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2009.09.023>
- Chung, K. F., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q, 70–74.
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209–233. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Devinney, T. M. (2011). Is the Socially Responsible Corporation a Myth? The Good, the Bad, and the Ugly of Corporate Social Responsibility. *Academy of Management Perspectives*,

- 23(2), 44–56. <https://doi.org/10.5465/amp.2009.39985540>
- Famá, R., & Barros, L. A. B. de C. (2000). Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas Em Administração*, 7(4), 27–43. Retrieved from <http://www.regeusp.com.br/arquivos/v07-4art03.pdf>
- Finchelstein, D. (2017). The role of the State in the internationalization of Latin American firms. *Journal of World Business*, 52(4), 578–590. <https://doi.org/10.1016/j.jwb.2017.04.003>
- Gonçalves, C. E. & Guimarães, B. (2015). Sovereign default risk and commitment for fiscal adjustment. *Journal of International Economics*, 95(1), 68–82. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.11.008>.
- IBGC. (2018a). *Evolução do Arcabouço Regulatório*.
- IBGC. (2018b). *Governança Corporativa Empresas Estatais Listadas no Brasil*. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Retrieved from http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/IBGC_Pesquisa/Publicacao-IBGCPesquisa-GC_SEMs-2017.pdf
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976a). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976b). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Lazzarini, S. G., & Musacchio, A. (2018). State ownership reinvented? Explaining performance differences between state-owned and private firms. *Corporate Governance: An International Review*, 26(4), 255–272. <https://doi.org/10.1111/corg.12239>
- Lazzarini, S. G., Musacchio, A., Bandeira-de-Mello, R., & Marcon, R. (2015). What do State-Owned Development Banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009. *World Development*, 66, 237–253. Retrieved from <http://search.ebscohost.com.libproxy.smu.edu.sg/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=99613377&site=ehost-live&scope=site>
- Locke, S., & Duppati, G. (2014). Agency costs and corporate governance mechanisms in Indian state-owned companies and privately owned companies - a panel data analysis. *Corporate Ownership and Control*, 11(4 A), 8–17. <https://doi.org/10.22495/cocv11i4p1>
- Musacchio, A., Lazzarini, S. G., & Aguilera, R. V. (2015). New Varieties of State Capitalism: Strategic and Governance Implications. *Academy of Management Perspectives*, 29(1), 115–131. <https://doi.org/10.5465/amp.2013.0094>
- Niessner, M., Andrabi, T., Acemoglu, D., Alesina, A., Cheema, A., Das, J., ... Barro, R. (2005). Do Lenders Favor Politically Connected. *Quarterly Journal of Economics*, (November), 1371–1411. <https://doi.org/10.1162/003355305775097524>
- North, D. C. (1991). Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(1), 97–112.
- Stata. (2013). *Stata Treatment-Effects reference manual: potential outcomes/counterfactual outcomes*. <https://doi.org/10.1080/08958370252870998>
- Villalonga, Belen, & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2), 385–417. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>
- Villalonga, Belén, Amit, R., Trujillo, M.-A., & Guzmán, A. (2015). Governance of Family Firms. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 635–654. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034357>