

IMPACTOS DA CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E DA COMPOSIÇÃO DO CONSELHO SOBRE AS EXPORTAÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

VITOR FONSECA MACHADO BELING DIAS

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

MICHELE APARECIDA CUNHA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

FERNANDA MACIEL PEIXOTO

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

DUTERVAL JESUKA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA (UFU)

Agradecimento à orgão de fomento:

Os autores agradecem à FAPEMIG (Fundação de Amparo à Pesquisa de Minas Gerais) pelo apoio financeiro recebido para a consecução do trabalho.

IMPACTOS DA CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E DA COMPOSIÇÃO DO CONSELHO SOBRE AS EXPORTAÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS

1 INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, os estudos sobre exportação têm se ancorado na perspectiva de produtividade da firma e tem falhado em considerar o papel dos mecanismos de governança corporativa. Percebe-se uma carência de estudos sobre o impacto dos mecanismos de governança corporativa sobre a estratégia de exportação (Buck, Filatotchev, Demina, & Wright, 2001). Por sua vez, alguns estudos sugerem que os atributos de governança podem atuar como um importante antecedente da estratégia de exportação (Hitt, Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1996). Dentre os mecanismos de governança corporativa, pode-se destacar a estrutura de propriedade/controle e a composição do conselho de administração como sendo muito importantes (Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Hermalin & Weisbach, 2003). A partir deste cenário, esta investigação buscou responder ao seguinte questionamento: a concentração acionária e a composição do conselho de administração impactam nas exportações de empresas brasileiras?

As pesquisas sobre exportação têm crescido consideravelmente nos últimos anos, mas têm atraído várias críticas. Uma das dificuldades tem sido estabelecer uma associação entre características da firma e exportação (Bonaccorsi, 1992; Peng & Ilinitich, 1998; Filatotchev, Dyomina, Wright, & Buck, 2001). Há alguns estudos que investigaram os efeitos da governança corporativa sobre as exportações de empresas de economias emergentes: na China (Lu, Xu, & Liu, 2009; Dixon, Guariglia, & Vijayakumaran, 2017); na Colômbia (Herrera-Echeverri, Geleilate, Gaitan-Riaño, Haar, & Soto-Echeverry, 2016); no Peru (Salas & Deng, 2017); em países da antiga União Soviética (Filatotchev *et al.*, 2001); em economias de transição da Europa Ocidental Central (Filatotchev, Isachenkova, & Mickiewicz, 2006), e no Brasil (Moizinho, Borsato, Peixoto, & Pereira, 2014; Duarte, Araújo, Peixoto, & Barboza, 2019).

A decisão da firma por exportar é bastante complexa e envolve diversos riscos. Quando uma empresa decide se engajar em atividades de exportação, ela se depara com novos desafios em termos de diversidade de culturas, clientes, competidores e reguladores em mercados estrangeiros (Sanders & Carpenter, 1998; Santos, Vasconcelos, & De Luca, 2015). Lu *et al.* (2009) afirmam que a complexidade associada à essa decisão aumenta as exigências de processamento de informações para a equipe da alta gerência e também eleva a assimetria de informações, o que pode causar graves conflitos. Como desdobramento, a alta gestão da firma passa a necessitar de maior monitoramento dos executivos, de um conselho de administração que atenda às exigências dos órgãos reguladores e de mecanismos que controlem o comportamento oportunista de gestores e acionistas majoritários (Filatotchev *et al.*, 2001; Lu *et al.*, 2009; Mandzila & Zéghal, 2016).

A literatura evidencia que uma estratégia de exportação adequada é essencial para o comércio internacional e permite à firma obter altos níveis de desempenho no exterior (Zou & Cavusgil, 2002; Cavusgil, Chan, & Zhang, 2003). Da mesma forma, diversos estudos constataram uma relação positiva entre governança corporativa e desempenho (Bohren & Odegaard, 2004; Silveira, Barros, & Famá, 2005). A partir daí, infere-se que a estratégia de exportação pode ser um canal para elevar o valor da firma, assim como ocorre com a governança corporativa (Liu & Buck, 2007).

O vínculo entre governança corporativa e desempenho da empresa (Hitt *et al.*, 1996) emerge como um antecedente importante da disposição dos gestores em adotar estratégias de promoção à exportação (Filatotchev *et al.*, 2001). Para que este vínculo esteja presente na empresa, é necessário que a firma busque constantemente aprimorar os seus mecanismos de

governança, em especial a concentração acionária e a composição do conselho, buscando reduzir os conflitos de agência.

A concentração de ações nas mãos de poucos acionistas pode direcionar os esforços para preservar o controle interno, assim como, expropriar benefícios dos minoritários (Buck *et al.*, 2000; Filatotchev *et al.*, 2001). Segundo Filatotchev *et al.* (2001), quando o gestor detém ações da empresa, ele tem maior desejo de implementar mudanças estratégicas. Além disso, o envolvimento do gestor em conselhos de administração pode fazer com que os altos gestores desejem se envolver em estratégias mais arriscadas e de longo prazo (Baysinger & Hoskisson, 1990). Entretanto, a participação do gestor como um dos sócios da empresa pode criar um *trade-off* entre os incentivos em agir de acordo com o interesse dos acionistas e os seus interesses individuais, gerando um efeito entrenchamento (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Este efeito pode produzir um comportamento estratégico mais conservador por parte do gestor, levando a uma diversificação externa pouco eficiente, e conseqüentemente, criando obstáculos para as estratégias de exportação.

O mecanismo de governança “composição do conselho de administração” tem atraído grande atenção na academia e no mercado. Isso se deve ao impacto que a atuação de um conselho eficaz tem sobre a gestão das empresas, em especial em processos de exportação, que se mostram complexos (Barroso, Villegas, & Pérez-Calero, 2011; Mandzila & Zéghal, 2016).

No que tange à justificativa para se estudar o mercado brasileiro, temos que o Brasil é a nona maior economia do mundo, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (International Monetary Fund, 2019), apresentando um Produto Interno Bruto nominal de US\$ 1,87 trilhão. No entanto, como economia de exportação, o Brasil ocupa a 27ª posição, representando apenas 1,23% do total de participação nas vendas mundiais (MDIC, 2019). Atualmente, o comércio exterior representa apenas 23% do PIB brasileiro (MDIC, 2019), portanto há grande margem para crescimento nessa atividade, suscitando espaço para discussão de estratégias de exportação no Brasil. O cenário vem melhorando, dado que em 2018 as exportações brasileiras cresceram 9,6% em relação à 2017, registrando a maior cifra dos últimos cinco anos.

Nessa perspectiva, o objetivo desse estudo é investigar se a concentração acionária e a composição do conselho de administração influenciam na exportação de firmas brasileiras, no período de 2010 a 2017. Os efeitos da governança corporativa (GC) sobre a exportação já foram estudados em países da Europa e da Ásia (Minetti, Murro, & Zhu, 2015; Nas & Kalaycioglu, 2016; Nam, Liu, Lioliou, & Jeong, 2018, Lukason & Vissak, 2020). No entanto, foram pouco estudados em países da América Latina (Salas & Deng, 2017), desta forma, o estudo contribui com a discussão, examinando a influência de mecanismos internos de GC nas exportações de empresas brasileiras.

Nossas descobertas oferecem implicações para empresários nacionais e de outras economias emergentes e também para políticas de desenvolvimento econômico, fornecendo uma melhor compreensão da influência de indicadores de GC na expansão internacional por meio da exportação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Exportação e Governança Corporativa

O mundo dos negócios é cada vez mais globalizado e integrado impulsionando o aumento da competitividade entre países e empresas e, muitas vezes, ampliando situações de ameaças e oportunidades. As ameaças envolvem a concorrência, as barreiras de entrada e os desafios inerentes ao mercado; e as oportunidades giram em torno das possibilidades de ampliação dos negócios, que se tornam um caminho natural para garantir a efetividade das organizações. Esse contexto impulsiona as empresas a desenvolverem presença internacional e

a exportação tem papel fundamental como o principal processo de internacionalização (Minetti *et al.*, 2015; Nam & An, 2017).

A expansão das empresas em mercados internacionais tem transformado a governança corporativa em um importante mecanismo que possui um papel central nesse processo, porque boas práticas de governança estão aliadas a fatores de impacto na competitividade (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013; Nas & Kalaycioglu, 2016). A complexidade gerencial aumenta junto com a expansão das empresas em operações internacionais e há evidências de que empresas com melhores práticas de GC apresentam menor risco (Sanders & Carpenter, 1998).

A governança corporativa envolve um conjunto de mecanismos que tem o objetivo de diminuir os conflitos gerados pelos *stakeholders* de uma organização com a finalidade de reduzir a assimetria de informações entre empresa e os agentes envolvidos e proteger os investidores minoritários contra a expropriação de gestores e controladores (Shleifer, & Vishny, 1997).

Um dos estudos seminais sobre exportação e governança é o estudo de Filatotchev *et al.* (2001). Nele os autores analisam o impacto das estruturas de governança de firmas privatizadas sobre a intensidade de suas exportações. Eles trabalharam com firmas da Rússia e constataram, por exemplo que a intensidade das exportações é positivamente associada com a presença de um investidor estrangeiro no controle da firma.

Outros estudos versam sobre os impactos de diversos mecanismos de governança corporativa no desempenho, na propensão e na intensidade da exportação (Buck *et al.*, 2000; Zhao & Zou, 2002; Nas & Kalaycioglu, 2016; Nam *et al.*, 2018; Lukason & Vissak, 2020). Buck *et al.* (2000) encontraram que os fatores mais importantes que influenciam a decisão de exportação da firma são: tamanho da firma e concentração acionária. Constataram que a propriedade de ações por parte do gestor aumenta a propensão a exportação da firma.

Sob ótica similar, Nam *et al.* (2018) analisaram os efeitos da composição do conselho de administração sobre a performance e a propensão à exportação de 642 empresas sul coreanas. Nam *et al.* (2018) concluíram que firmas que possuem grandes conselhos de administração, em especial, firmas com grande proporção de membros externos nos seus conselhos tendem a exportar mais.

No contexto brasileiro, não foi encontrado nenhum estudo que tratasse exportação *versus* governança corporativa, como se pretende fazer no presente artigo, o que denota o caráter inovador da pesquisa. A maior parte dos estudos brasileiros têm abordado as relações entre internacionalização, de forma genérica, e governança corporativa (Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013; Duarte *et al.*, 2019), bem como os impactos da qualidade da governança corporativa sobre a internacionalização (Sheng & Pereira, 2014; Moizinho *et al.*, 2014; Grossi, Vilela, & Pereira, 2017).

2.2 Concentração acionária e exportação

No Brasil, a estrutura de propriedade e controle das firmas é marcada por alta concentração, que é potencializada por estruturas piramidais, propriedade cruzada, acordos de acionistas e ações sem direto a voto (Gorga, 2008). A estrutura de propriedade/controle tem implicações importantes nas decisões estratégicas das organizações. A teoria de agência ajuda a explicar o elo existente entre estrutura de propriedade e desempenho da firma (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

Em firmas caracterizadas por alta concentração acionária, os acionistas conseguem monitorar melhor os gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Os sócios ou proprietários podem se concentrar nas estratégias da empresa, exigindo menos esforço na coordenação dos diretores, o que por sua vez, pode reduzir custos, aumentar a eficiência e gerar maior comprometimento a longo prazo (Bhaumik, Estrin, & Mickiewicz, 2017). Shleifer e Vishny (1997) afirmam que,

até certo ponto, a concentração acionária alivia os conflitos entre agentes e principais, pois é mais fácil para os proprietários controlarem os gerentes.

Por outro lado, a concentração acionária favorece o controle e assimetria de informações e gera um outro tipo de conflito – o conflito entre acionistas majoritários e minoritários ou Principal *versus* Principal (Burkart & Panunzi, 2006). Salas e Deng (2017) argumentam que a concentração de propriedade em mercados emergentes resulta em estratégias avessas aos riscos, o que tem efeitos na exportação, visto que é uma atividade com altas incertezas e assimetria de informações (Nas & Kalaycioglu, 2016).

Fernandez e Nieto (2006) investigam a relação entre estrutura de propriedade e exportação, usando como variáveis de medida a propensão a exportar e a intensidade da exportação. O estudo trabalha com empresas espanholas de pequeno e médio porte no período de 1991 a 1999, e constata que há uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e a exportação. Na Letônia, Lukason e Vissak (2020) utilizaram uma amostra de 9.530 empresas exportadoras e 73.619 não exportadoras para analisar os efeitos da governança corporativa sobre a exportação. Constataram que as firmas que revelam maior concentração acionária e maiores conselhos de administração possuem maior propensão a exportar.

Salas e Deng (2017) investigaram 84 empresas de capital aberto no Peru no período de 2005 a 2014, buscando compreender a influência da concentração acionária sobre o comportamento de exportação das empresas. Os autores encontraram que os diretores tentam evitar a intensidade de exportação, dado que a mesma envolve riscos, assimetria de informações e delegação de poder aos agentes. Salas e Deng (2017) sugerem então que a alta concentração acionária tem uma relação negativa com a intensidade de exportação.

Por sua vez, Lu *et al.* (2009) analisando a China, apontam que melhores práticas de governança corporativa podem aliviar os conflitos de interesse Principal *versus* Principal, e facilitar decisões de exportação. O estudo analisou 779 empresas chinesas, no período de 2002 a 2005. Encontraram que a concentração acionária, num primeiro momento, ajuda a mitigar os conflitos entre agente e principal relacionados às exportações. Em seguida, encontraram uma relação em formato de “U” invertido entre concentração acionária e exportação. Perceberam que uma estrutura acionária moderadamente concentrada representa baixos conflitos Principal *versus* Principal, o que auxilia a empresa a adotar medidas que incentivam a exportação.

Utilizando uma amostra de 425 firmas da América Latina, Sheng e Pereira (2014) encontraram que a adoção de boas práticas de governança (medidas por variáveis de estrutura de propriedade/controlado) influencia positivamente a exportação. Com base nos estudos apresentados, observa-se que não há um consenso em relação aos efeitos da concentração acionária sobre a exportação. Diante das poucas evidências para o cenário brasileiro, este trabalho pretende testar a seguinte hipótese:

H₁: *Existe uma relação não monotônica entre concentração acionária e nível de exportações.*

2.3 Composição do Conselho de Administração e Exportação

O papel do conselho de administração envolve a aprovação e o monitoramento de estratégias (Majocchi & Strange, 2012). A orientação da organização para a exportação depende do grau de autonomia na tomada de decisões gerenciais, que, por sua vez, se relaciona à estrutura e composição do conselho de administração (Filatotchev *et al.*, 2006).

Além de proteger os interesses dos acionistas, de acordo com Majocchi e Strange (2012), os conselhos de administração podem fornecer à empresa competências gerenciais, contatos com fornecedores e clientes externos, conhecimento de mercados novos e distantes, o que poderia facilitar a estratégia de exportação. Alguns estudos também colocam que quando a firma possui maior proporção de conselheiros externos à empresa no seu conselho de

administração, isso pode facilitar a exportação, já que os conselheiros externos melhoram a compreensão dos mercados estrangeiros (Sanders & Carpenter, 1998; Tihanyi, Ellstrand, Daily, & Dalton, 2000; Majocchi & Strange, 2012).

Utilizando dados de 157 grandes empresas na Polônia e na Hungria, Filatotchev *et al.* (2006) examinaram as relações entre governança corporativa, independência dos gestores, exportação e performance. Eles constataram que quanto maior for a independência dos gestores no processo decisório, menor será a concentração de propriedade e maior será o percentual de membros externos no conselho. Por fim, concluem que a participação tanto de membros externos, como de membros estrangeiros no conselho de administração têm uma relação positiva com as exportações.

O estudo de Herrera-Echeverri *et al.* (2016) realizado em 33.249 empresas colombianas entre 2008 e 2013, concluiu que há uma associação positiva entre exportação e a presença de membros independentes no conselho de administração, ou seja, as empresas com membros independentes no conselho têm 2,9 vezes mais volume de exportações em média do que as empresas sem esses membros.

Sob ótica similar, Filatotchev *et al.* (2001) analisaram a associação entre decisões estratégicas, governança corporativa e intensidade de exportação, para uma amostra de 152 empresas industriais da Rússia, Ucrânia e Bielorrússia. Os autores constataram que os mecanismos de governança corporativa têm fortes efeitos sobre as escolhas estratégicas que influenciam a intensidade das exportações. Perceberam que a presença de membros independentes no conselho é positivamente associada ao desenvolvimento de produtos para exportação.

Em seu estudo de firmas chinesas, Dixon *et al.* (2017) verificaram que quanto maior for o número de membros do conselho de administração, menor será a propensão e a intensidade de exportação, e que firmas que possuem alta proporção de membros independentes no conselho são em geral, menos prováveis de se engajar em exportação.

No Brasil, não foi encontrado nenhum estudo que investigue a relação entre a composição do conselho de administração e o nível de exportações. Os estudos brasileiros ou tratam a governança sob a forma de índices (Moizinho *et al.*, 2014) ou tratam de outros mecanismos de GC cruzados com internacionalização (Sheng & Pereira, 2014). Sendo assim, para verificar essa importante relação no nosso país, foi elaborada a seguinte hipótese:

H₂: *Existe uma relação positiva entre a presença de membros independentes no conselho de administração e o nível de exportações.*

3 METODOLOGIA

Este trabalho pode ser classificado como descritivo e quantitativo. Foram adotados dois métodos de regressão: regressão logística (modelo logit) e regressão com variável dependente censurada (modelo tobit).

O período de análise envolveu os anos de 2010 até 2017. Iniciou-se em 2010 devido a Resolução CFC 1.156/2009, que tornou obrigatória a divulgação dos demonstrativos financeiros das empresas brasileiras conforme padrões internacionais de contabilidade, a partir do ano de 2010. Finalizou em 2017 devido à disponibilidade dos dados.

A amostra envolveu empresas cujas informações relacionadas às exportações estavam disponíveis no Formulário de Referência da CVM item 7.6, bem como informações financeiras disponíveis no Economática.

3.1 Variáveis selecionadas na pesquisa

3.1.1 Variáveis dependentes

- Intensidade de Exportação (INTEXP): Calculada como receita decorrente de exportações dividida pela receita total das empresas. Inspirada nos trabalhos de Lu *et al.* (2009), Fernandez e Nieto (2006) e Dixon *et al.* (2017).

- Propensão a exportar (PROPEXP): Variável *dummy* com valor 0 para as empresas que não exportam e valor 1 para as empresas que exportam. Inspirada nos trabalhos de Lu *et al.* (2009), Fernandez e Nieto (2006) e Dixon *et al.* (2017).

3.1.2 Variáveis Independentes

- Tamanho do conselho de administração (TAMCONS): quantidade de membros do conselho. Um conselho maior auxilia a empresa na tomada de decisões estratégicas, e também na captação de recursos, compartilhamento de competências, experiências, entre outros (Dani, Kavesi, Dos Santos, Leite, & Da Cunha, 2017).

- Membros independentes no conselho de administração (CONSINDEP): proporção de membros independentes no conselho em relação ao total de membros. Alguns autores que utilizaram essa variável foram: Lu *et al.* (2009) Moura e Beuren (2011).

- Concentração acionária (CONCACIO): o percentual de ações totais (ordinárias + preferenciais) em poder dos três maiores acionistas da companhia, variável também utilizada por Silveira e Barros (2008). Quanto maior for a concentração acionária, maior será a possibilidade de expropriação de acionistas externos.

- Concentração acionária (CONCACIO²): a variável CONCACIO foi colocada também na forma quadrática para captar uma possível relação em formato de U invertido entre concentração acionária e nível de exportação. Lu *et al.* (2009) argumentam que uma concentração acionária em nível moderado é positiva para a estratégia de exportação. No entanto, após certo nível, se torna deletéria para as exportações.

3.1.3 Variáveis de controle

- Desempenho (ROS): lucro líquido dividido pelas vendas totais. Esta medida foi usada por Lu *et al.* (2009). Espera-se que a exportação influencie positivamente o desempenho.

- Tamanho da empresa (TAM) (Logaritmo do ativo total): Incluído devido ao alto grau de associação observado entre o tamanho da empresa e a tendência a exportação. Inspirada em Lu *et al.* (2009) e Buck *et al.* (2000).

- Alavancagem (ALAV): No estudo de Herrera-Echeverri *et al.* (2016) foi encontrado que empresas preferem aumentar seu endividamento para exportarem, considerando que as exportações aumentam as receitas e o desempenho no longo prazo, portanto, o sinal esperado é positivo.

- Idade (IDADE): Espera-se que quanto mais madura for a empresa, mais experiente ela será e melhor será seu domínio sobre a estratégia de exportação, e consequentemente melhor será o desempenho relacionado à exportação (Herrera-Echeverri *et al.*, 2016; Cunha & Pereira, 2016).

- Taxa de crescimento (CRESC): Mensurada como variação dos lucros do ano atual em relação ao ano anterior. Espera-se que a empresa que exporta mais tenha um maior crescimento nos seus lucros, portanto o sinal esperado é positivo (Nam & An, 2017).

- Setor de atividades (SETOR): Conforme Palombini e Nakamura (2012), tanto os níveis de GC podem ser diferentes de um setor para o outro, como também os indicadores de

exportação podem ser afetados pelo setor da firma. Desse modo, o presente trabalho utilizou-se da categorização NAIC da Económica, para identificar o setor. Em seguida, agrupou-se os setores NAIC dentro de três categorias: comércio, indústria e serviços.

Após a definição das variáveis, foi possível elaborar o design das equações econométricas. As equações 1A e 1B foram elaboradas no intuito de analisar a influência do conselho de administração sobre as decisões de exportações das firmas. As equações 1A e 1B diferem entre si por três motivos: (1) variável dependente; (2) método de regressão; e (3) definição da amostra. A equação 1A possui como variável dependente a propensão a exportar; adota o modelo de regressão logística; e tem como amostra as 307 empresas listadas na B3 no período. Já a equação 1B possui como variável dependente a intensidade de exportação; adota o modelo de regressão Tobit; e tem como amostra as 61 empresas exportadoras no período.

Equação 1A:

Prop. EXPORT

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{CONSINDEP} + \beta_2 \text{TAMCONS} + \beta_3 \text{ROS} \\ + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALAV} + \beta_6 \text{IDADE} + \beta_7 \text{TAXACRESC} + \beta_8 \text{SETOR} + \varepsilon$$

Equação 1B:

$$\text{Int. EXPORT} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONSINDEP} + \beta_2 \text{TAMCONS} + \beta_3 \text{ROS} \\ + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALAV} + \beta_6 \text{IDADE} + \beta_7 \text{TAXACRESC} + \beta_8 \text{SETOR} + \varepsilon$$

As equações 2A e 2B seguem a mesma lógica. No entanto, elas foram elaboradas para analisar a influência da concentração acionária sobre o nível de exportações das firmas.

Equação 2A:

Prop. EXPORT

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{CONCACIO} + \beta_2 \text{CONCACIO}^2 + \beta_3 \text{ROS} \\ + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALAV} + \beta_6 \text{IDADE} + \beta_7 \text{TAXACRESC} + \beta_8 \text{DSETOR} + \varepsilon$$

Equação 2B:

$$\text{Int. EXPORT} = \beta_0 + \beta_1 \text{CONCACIO} + \beta_2 \text{CONCACIO}^2 + \beta_3 \text{ROS} \\ + \beta_4 \text{TAM} + \beta_5 \text{ALAV} + \beta_6 \text{IDADE} + \beta_7 \text{TAXACRESC} + \beta_8 \text{DSETOR} + \varepsilon$$

O detalhamento das variáveis é apresentado na Tabela 1.

Tabela 1: Descrição das variáveis

Descrição da Variável	Nome da Variável no modelo	Forma de Cálculo	Sinal Esperado	Estudo base	Fonte
Intensidade de Exportação	INTEXP	Exportação total/Receita total		Lu, Xu, & Liu (2009)	CVM e Económica
Propensão a exportar	PROPEXP	<i>Dummy</i> com valor 1 para as que exportam e 0 para as demais		Lu, Xu, & Liu (2009)	CVM e Económica

Tamanho do Conselho	TAMCONS	Número de membros do conselho.	+	Dani, Kavesi, Dos Santos, Leite & Da Cunha (2017)	CVM
Membros independentes no conselho de Administração	CONSINDEP	Percentual de membros independentes no conselho.	+	Lu, Xu, & Liu (2009); Moura & Beuren (2011)	Dados da CVM (Item 12 Assembleia e Administração) Subitem 12.1 Estrutura administrativa)
Concentração acionária	CONCACIO	Percentual de ações totais detidas pelos três maiores acionistas da firma.	+	Lu, Xu, & Liu (2009)	Dados da CVM (Item 12 Assembleia e Administração) Subitem 12.5/6 Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal)
Concentração acionária ²	CONCACIO ²	CONCACIO ao quadrado	-	Lu, Xu, & Liu (2009)	Dados da CVM
Desempenho	ROS	Lucro líquido/ Vendas Totais	+	Lu, Xu, & Liu (2009); Singla, George & Veliyath (2017); Nam & An (2017)	Economática
Tamanho	TAM	Logaritmo do Ativo total	+	Lu, Xu, & Liu (2009); Singla, George & Veliyath (2017); Nam & An (2017)	Economática
Alavancagem	ALAV	Passivo total / Patrimônio Líquido	+	Herrera-Echeverri, Geleilate, Gaitan-Riaño, Haar, & Soto-Echeverry (2016)	Economática
Idade	IDADE	Número de anos desde a fundação.	+	Lu, Xu, & Liu (2009); Nam & An (2017)	Economática
Taxa de crescimento	CRESC	Lucro atual – lucro anterior / lucro anterior	+	Nam & An (2017)	Economática
Setor	SETOR	Setor NAICs – variável categórica subdividida em Comércio, Indústria e Serviços.	+/-	Palombini & Nakamura (2012)	Economática

Fonte: Elaborado pelos autores (2019).

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Inicialmente, foi realizada a estatística descritiva das variáveis, considerando a amostra de empresas listadas na B3 no período. A intensidade de exportações variou de 0 a 93%. O ROS médio das empresas no período foi de - 4,75%, com valor máximo de 255,92%, o que pode refletir as crises econômicas e políticas vividas pelo Brasil no período de 2010 a 2017. No período e amostra investigada houve uma redução dos lucros das firmas (-0,1412). A idade média das empresas é de 14 anos.

No que tange às variáveis de governança, há em média 1,36 membros independentes no conselho em relação ao total de membros. Em média, o tamanho do conselho tem 6,5 membros, atingindo no máximo 17 elementos. Em média, o percentual de ações totais em poder dos 3 maiores acionistas da firma é de 62,71%, atingindo máximo de 100%.

Tabela 2: Estatística Descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
PROPEXPORT	2.448	0.3104575	0.4627755	0	1
INTEXP	484	0.3208149	0.2463387	0	0.933
ROS	2.078	-0.04751	1.073691	-5.16394	2.559223
TAM	2.313	5.606148	3.401976	-6.82458	13.17335
ALAV	2.312	1.659132	3.271488	-5.97473	14.3572
CRESC	2.271	-0.1412	2.404634	-7.57836	8.328367
IDADE	2.111	14.53292	9.063427	0	31
CONSIDEP	2.246	1.359305	1.712139	0	11
TAMCONS	2.242	6.504906	2.651938	0	17
CONCACIO	2.188	62.71326	22.92261	0.138775	100
CONCACIO ²	2.188	4458.159	2924.262	.0192585	10000

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

Foi implementado o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar a presença de multicolinearidade. Como resultado, o VIF médio das variáveis foi menor que 10, o que indicou a não existência de tal problema (Fávero, Belfiore, & Suzart, 2014). Os testes de Wald e de Wooldridge foram implementados visando detectar os problemas de autocorrelação e heterocedasticidade. Quando tais problemas foram detectados, as regressões adotaram o comando *robust* do Stata 14.

Os modelos 1A e 1B se concentram nas variáveis de composição do conselho, sendo o 1A para a amostra geral e o 1 B para a amostra restrita. Os modelos 2A e 2B se concentram na concentração acionária, sendo o modelo 2A relacionado a amostra geral e o 2B envolvendo a amostra restrita de firmas que exportam.

Pela análise da Tabela 5 - Modelo 1A, pode-se notar uma relação positiva e significativa entre independência do conselho e propensão à exportação, o que corrobora a Hipótese 2 deste estudo, “*Existe uma relação positiva entre a presença de membros independentes no conselho de administração e o nível de exportações*”. Este resultado está alinhado com estudos anteriores, como Majocchi e Strange (2012) que encontraram que membros independentes no conselho podem contribuir para a empresa com competências gerenciais, contatos com fornecedores e clientes externos, conhecimento de mercados novos e distantes que facilitam as estratégias de exportação. Ademais, outros autores afirmam que uma maior proporção de membros independentes no conselho está associada a iniciativas relacionadas a exportação, já que os conselheiros independentes melhoram a compreensão de mercados estrangeiros (Sanders & Carpenter, 1998; Tihanyi *et al.*, 2000; Majocchi & Strange, 2012).

No Modelo 1B, observou-se também uma relação positiva e significativa entre tamanho do conselho e exportações. No estudo de Dani *et al.* (2017), foi encontrado que o tamanho do conselho está positivamente relacionado com o desempenho da empresa, pois um conselho maior auxilia a empresa no que tange à captação de recursos, compartilhamento de competências, e maior conhecimento gerencial. Dado que as exportações podem ser um canal para elevar o desempenho da firma (Liu & Buck, 2007), pode-se dizer que tal resultado era esperado.

Pela análise do Modelo 1B, infere-se que empresas com maior desempenho medido pelo ROS apresentaram maiores exportações; mostrando que as empresas brasileiras que exportam conseguem benefícios decorrentes dessa estratégia (Lu *et al.*, 2009; Altaf & Shah, 2015; Cunha & Pereira, 2016). Além disso, o ROS foi positivo e significativo em três dos quatro modelos testados, o que permite inferir que empresas fortes em exportação tendem a possuir um desempenho positivo (Lu *et al.*, 2009; Altaf & Shah, 2015; Cunha & Pereira, 2016).

Os quatro modelos apontaram que empresas mais maduras (maior idade) exportam mais. Dado que o processo de consolidação das exportações geralmente se dá no longo prazo (Lu *et al.*, 2009), infere-se que quanto mais madura a empresa for em seu ciclo de vida, mais experiente ela será, melhor ela dominará o processo, conseqüentemente melhor será o desempenho relacionado à exportação.

O tamanho da firma teve sinal positivo e significativo no modelo 2B, indicando que, no Brasil empresas maiores tendem a exportar mais. Dado que esse processo é complexo (Lu *et al.*, 2009) as empresas no geral precisam de mais estrutura e mais recursos para obterem benefícios da exportação, e, como geralmente empresas maiores possuem maior disponibilidade de recursos, acabam sendo beneficiados pelas exportações (Altaf & Shah, 2015).

Ao analisar o modelo 2A, que trata da concentração acionária e considera a amostra geral do estudo, também conseguiu-se comprovar a hipótese 1 desta investigação: “existe uma relação não monotônica entre concentração acionária e exportações”, por meio do sinal negativo da variável concentração ao quadrado (CONCACIO²). O Modelo 2A mostrou sinal positivo e significativo para CONCACIO e sinal negativo e significativo para CONCACIO², o que está alinhado com o estudo de Lu *et al.* (2009), indicando que uma concentração moderada possui um efeito positivo nas exportações, mas, quando essa concentração se eleva em certo nível ocorrem efeitos deletérios sobre as exportações, mostrando uma curva de U invertido entre as variáveis concentração e exportações (Lu *et al.*, 2009).

Quanto à alavancagem, encontrou-se sinal positivo e significativo para a mesma nos modelos 1A e 2A, indicando que empresas brasileiras preferem aumentar seu endividamento para aumentar a propensão a exportar, sendo possível inferir que, como as exportações aumentam as receitas e o desempenho no longo prazo, o fato das firmas preferirem aumentar o endividamento para elevar as exportações indica que elas esperam retornos positivos no longo prazo decorrentes do aumento da exportação (Altaf & Shah, 2015; Herrera-Echeverri *et al.*, 2016). Para o modelo com amostra restrita (1B), a alavancagem se mostrou negativa, podendo-se inferir que, quando se considera somente as empresas exportadoras, o endividamento poderia diminuir os recursos disponíveis para serem aplicados em itens relacionados à exportação, pois a empresa deve quitar seus débitos, diminuindo seu capital disponível para outros processos (Altaf & Shah, 2015).

Quanto aos setores de atividades, a maioria dos modelos apontou um sinal positivo e significativo para o setor indústria e um sinal negativo e significativo para o setor de serviços. Tal resultado era esperado dado que as empresas do setor indústria são mais propensas a exportar (Lu *et al.*, 2009; Altaf & Shah, 2015) e as empresas brasileiras do setor de serviços, em geral, não tem o costume de se engajar em atividade de exportação (Oliveira, Reis, & Bloch, 2017).

Tabela 5: Resultados das regressões

V.D.: PROPEXP ou INTEXP	Modelos de regressão			
	Modelo 1A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 2A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 1B (INTEXP; amostra restrita)	Modelo 2B (INTEXP ; amostra restrita)
CONSINDEP	0.1574*** (0.0326)		0.0197** (0.0079)	
TAMCONS	0.0086 (0.0215)		0.0147*** (0.0054)	
CONCACIO		0.0634*** (0.0129)		0.0013 (0.0037)
CONCACIO ²		-0.0007*** (0.0001)		-0.0001 (0.0001)
ROS	0.0647 (0.0492)	0.0909* (0.0496)	0.0039* (0.0018)	0.0044*** (0.0014)
TAM	0.0026 (0.0164)	0.0116 (0.0116)	0.0006 (0.0039)	0.0080** (0.0039)
ALAV	0.0310** (0.0156)	0.0368** (0.0154)	-0.0003* (0.0001)	-0.0002 (0.0002)
CRESC	0.0002 (0.0214)	0.0105 (0.0215)	-0.0013 (0.0014)	-0.0017 (0.0013)
IDADE	0.0321*** (0.0063)	0.0217*** (0.0059)	0.0725*** (0.0164)	0.0051*** (0.0157)
DIND	0.5288*** (0.1639)	0.6741*** (0.1646)	-0.0497 (0.0367)	-0.0771** (0.0373)
DSERV	-0.4159** (0.1837)	-0.3762** (0.1836)	-0.0918** (0.0453)	- 0.1313*** (0.1836)
Cons	-1.7044*** (0.2499)	-2.5638*** (0.4217)	0.0046 (0.0709)	0.1822 (0.1297)
Observações	1862	1847	455	452

Significância : * p<0.1, **p<0.05, *** p<0.01

Fonte: Resultados da pesquisa (2019).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou investigar se a concentração acionária e a composição do conselho de administração influenciam no nível de exportações de firmas brasileiras, no período de 2010 a 2017. No que tange ao método, este trabalho adotou regressão logística e regressão com variável dependente censurada (Tobit). Para medir exportação, adotaram-se duas *proxies* consolidadas na literatura: propensão a exportar e intensidade de exportação. As regressões

logit envolveram uma amostra de 307 empresas, composta por firmas exportadoras e não exportadoras. As regressões tobit envolveram 61 empresas exportadoras.

Como principais resultados, pode-se dizer que as hipóteses H₁ e H₂ foram confirmadas por meio de três modelos dentre os quatro testados. Ou seja, constatou-se, tanto para a amostra de empresas exportadoras como para a amostra geral, que uma maior presença de membros independentes no conselho influencia no aumento das exportações. Logo, é possível inferir que conselhos mais independentes tendem a possuir membros mais qualificados e que serão favoráveis à exportação, sendo esta uma estratégia com potencial de aumentar receitas e melhorar o desempenho.

O estudo observou também que o tamanho do conselho possui relação positiva e significativa com as exportações, possivelmente devido ao fato de que um conselho maior auxilia a empresa no que tange à captação de recursos, contribuição e compartilhamento de competências e maior conhecimento gerencial.

Ademais, constatou-se, como esperado, uma relação de U invertido entre concentração acionária e nível de exportações. Logo, é possível inferir que a concentração acionária é benéfica até certo ponto, mas se tal concentração aumentar muito, podem haver efeitos negativos sobre as exportações da firma, indicando que neste caso, os conflitos Principal *versus* Principal tendem a se elevar, o que prejudicaria a estratégia de exportação.

Este estudo contribui com a literatura sobre governança corporativa e exportação, dado que a relação entre mecanismos específicos de governança (tamanho e independência do conselho) foi pouco explorada na literatura nacional. Esta pesquisa pode servir como orientação para empresas estruturarem seus conselhos de modo a influenciar positivamente nas exportações e melhorar o desempenho. Além disso, não foi encontrado no Brasil nenhum estudo que analisasse a existência de uma relação não monotônica entre concentração acionária e exportações, caracterizando o perfil inovador da pesquisa.

Dada a complexidade e os riscos envolvidos na estratégia de exportação, infere-se deste estudo que, tanto conselheiros como acionistas majoritários precisam ser melhor monitorados para garantir excelência nas decisões de exportação da firma. Além disso, o estudo traz *insights* que suscitam a reflexão sobre qual deveria ser o “nível ótimo” de concentração acionária das firmas, de modo a melhorar o processo decisório envolvido na escolha de expandir fronteiras por meio da exportação.

Uma das limitações do presente estudo foi considerar somente duas variáveis relacionadas ao conselho (tamanho e independência), devido a dificuldade de se coletar outros dados de conselho. Como sugestão para trabalhos futuros, recomenda-se fazer um estudo considerando também outros mecanismos de governança corporativa para enriquecer a análise da influência desta sobre as exportações de empresas brasileiras.

REFERÊNCIAS

- Altaf, N., & Shah, F. A. (2015). Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter? *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 1(2), 76-84.
- Barroso, C., Villegas, M. M., & Pérez-Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351-367.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management review*, 15(1), 72-87.

- Bhaumik, S. K., Estrin, S., & Mickiewicz, T. (2017). Ownership identity, strategy and performance: Business group affiliates versus independent firms in India. *Asia Pacific Journal of Management*, 34(2), 281-311.
- Bohren, O.; & Odegaard, B. A. (2004) Governance and performance revisited. *ECGI – Finance Working Paper*. 28. Available at SSRN <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.423461>
- Bonaccorsi, A. (1992). On the Relationship Between Firm Size and Export Intensity. *Journal of International Business Studies*, 23(4): 605-636.
- Buck, T., Filatotchev I., Demina, N.; & Wright, M. (2000). Exporting Activity in Transitional Economies: An Enterprise-Level Study, *The Journal of Development Studies*, 37(2), 44-66, Doi: 10.1080/713600068.
- Burkart, M., & Panunzi, F. (2006). Agency conflicts, ownership concentration, and legal shareholder protection. *Journal of Financial Intermediation*, 15(1), 1–31. Doi: 10.1016/j.jfi.2004.12.004
- Cavusgil, S. T., Chan, K., & Zhang, C. (2003). Strategic orientations in export pricing: a clustering approach to create firm taxonomies. *Journal of International Marketing*, 11(1), 47-72.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P., & Lang, L. H. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large share holdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cunha, P. D. & Pereira, V. S. (2016). *A relação entre a internacionalização e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação (Mestrado em Administração, Universidade Federal de Uberlândia, 83 f. Disponível em: <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/18039>
- Dani, A. C., Kaveski, I. S., dos Santos, C. A., Leite, A. P., & da Cunha, P. R. (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29-47.
- Dixon, R.; Guariglia A.; & Vijayakumaran, R. (2017) Managerial ownership, corporate governance and firms' exporting decisions: evidence from Chinese listed companies, *The European Journal of Finance*, 23:7-9, 802-840, Doi: 10.1080/1351847X.2015.1025990
- Duarte, D. L., Araújo, F. B., Peixoto, F. M., & Barboza, F. M. (2019). Disclosure de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v.12, n.3, p. 3-21.
- Fávero, P. L. Belfiore, P.; Takamatsu, R. T.; & Suzart, J. (2014). Método quantitativos com Stata: procedimentos, rotinas e análise de resultados. Elsevier Brazil.
- Filatotchev, I., Dyomina, N., Wright, M., & Buck, T. (2001). Effects of post-privatization governance and strategies on export intensity in the former Soviet Union. *Journal of International Business Studies*, 32(4), 853-871.

- Filatotchev, I., Isachenkova, N., & Mickiewicz, T. (2006). Corporate governance, managers' independence, exporting, and performance of firms in transition economies. *Emerging markets finance and trade*, 43(5), 62-77.
- Gorga, E. (2008). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Cornell Law Faculty Publications*, Paper n. 42.
- Grossi, J. C.; Vilela, E. H. P. & Pereira, V. S. (2017). Efeitos da interação Inovação-Governança Corporativa na internacionalização de empresas brasileiras. In: *XX Seminários em Administração (SEMEAD)*, São Paulo.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003) Board of directors as an endogenously determine institution: a survey of the economic literature. *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, New York, 2003.
- Herrera-Echeverri, H., Geleilate, J. G., Gaitan-Riaño, S., Haar, J., & Soto-Echeverry, N. (2016). Export behavior and board independence in Colombian family firms: The reverse causality relationship. *Journal of Business Research*, 69(6), 2018-2029. doi:10.1016/j.jbusres.2015.10.147
- Hitt, M., Hoskisson, R., Johnson, R., & Moesel, D. (1996). The Market for Corporate Control and Firm Innovation. *The Academy of Management Journal*, 39(5), 1084-1119.
- Internacional Monetary Fund - FMI. (2019) Datasets. Fonte: International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/weo/1>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Liu, X., & Buck, T. (2007). Innovation performance and channels for international technology spillovers: Evidence from Chinese high-tech industries. *Research policy*, 36(3), 355-366.
- Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455-478.
- Lukason, O.&Vissak, T. (2020). Export behavior and corporate governance, *Review of International Business and Strategy*, 30(1), 43-76. <https://doi.org/10.1108/RIBS-07-2019-0097>
- Maia, G. R., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(3), 40-60.
- Majocchi, A., & Strange, R. (2012). International diversification: the impact of ownership structure, the Market for corporate control and board. *Independence. Management International Review*, 52(6), 879-900. Doi 10.1007/s11575-012-0148-x

- Mandzila, E. E. W., & Zéghal, D. (2016). Content analysis of board reports on corporate governance, internal controls and risk management: evidence from France. *Journal of Applied Business Research*, 32(3), 637. Doi: 10.19030/jabr.v32i3.9668
- Minetti, R., Murro, P., & Zhu, S. C. (2015). Family firms, corporate governance and export. *Economica*, 82, 1177-1216.
- Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços. (2019). Estatísticas do Comércio Exterior de Serviços. Fonte: <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-servicos/estatisticas-docomercio-exterior-de-servicos>.
- Moizinho, C. S., Borsato, R. B., Peixoto, F. M., & Pereira, V. S. (2014). Governança corporativa e internacionalização: Uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 16(40), 104-122. 10.5007/2175-8077.2014v16n40p104
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*. 20 (1-2), 293-315.
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). Conselho de Administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&F Bovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências da Administração*, 13(29), 11-37.
- Nam, H. J., & An, Y. (2017). Patent, R&D and internationalization for Korean healthcare industry. *Technological Forecasting and Social Change*, v. 117, p. 131-137.
- Nam, J., Liu, X., Lioliou, E., & Jeong, M. (2018). Do board directors affect the export propensity and export performance of Korean firms? A resource dependence perspective. *International Business Review*, 27(1), 269-280.
- Nas, T. I., & Kalaycioglu, O. (2016). The effects of the board composition, board size and CEO duality on export performance. *Management Research Review*. 39(11), 1-48. <http://dx.doi.org/10.1108/MRR-01-2015-0014>
- Oliveira, T. M., Reis, D. B., & Bloch, C. D. (2017). A inserção do Brasil no comércio internacional de serviços e suas relações com cadeias globais de valor. *Cadeias Globais de Valor, Políticas Públicas e Desenvolvimento*. Elsevier, 1ª ed., São Paulo.
- Palombini, V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55-69. <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902012000100005>
- Peng, M., & Ilinitch, A. (1998). Export Intermediary Firms: A Note on Export Development Research. *Journal of International Business Studies*, 29(3): 609-620.
- Pereira, V. S., & Sheng, H. H. (2013). Os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Propriedade. In XIII Encontro Brasileiro de Finanças.

- Salas, W. G. V., & Deng, Z. (2017). High ownership concentration and exporting of emerging market firms: evidence from Peru. *Frontiers of Business Research in China*, 11 (17), 2-18. Doi 10.1186/s11782-017-0018-2
- Sanders, W. M. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158–178. <https://doi.org/10.5465/257100>
- Santos, J. G. C., de Vasconcelos, A. C., & De Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300-319. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2015080302>
- Sheng, H. H., & Pereira, V. S. (2014). Effects of internationalization on ownership structure: evidence from Latin American firms. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(3), 323-339.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. B. C., & Famá, R. (2005). A qualidade da governança corporativa influencia o valor das companhias abertas no Brasil? In: *XXIX Encontro Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (ENANPAD)*, Brasília.
- Silveira, A. D. M., & Barros, L. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 61 (14), 3. Doi: <http://dx.doi.org/10.21452/rde.v2i34.4302>
- Singla, C., George, R., & Veliyath, R. (2017). Ownership structure and internationalization of Indian firms. *Journal of Business Research*, 81, 130-143. DOI: 10.1016/j.jbusres.2017.08.016
- Tihanyi, L., Ellstrand, A. E., Daily, C. M., & Dalton, D. R. (2000). Composition of the top management team and firm international diversification. *Journal of management*, 26(6), 1157-1177.
- Zhao, H., & Zou, S. (2002). The impact of industry concentration and firm location on export propensity and intensity: An empirical analysis of Chinese manufacturing firms. *Journal of International Marketing*, 10(1), 52–71.
- Zou, S., & Cavusgil, S. T. (2002) The GMS: A Broad Conceptualization of Global Marketing Strategy and Its Effect on Firm Performance. *Journal of Marketing*, 66, 40-56.