



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ – UFC
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO – FEAAC

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA
MESTRADO PROFISSIONAL

ANTONIO IVAN CORDEIRO FILHO

FATORES DETERMINANTES DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DO GOVERNO
FEDERAL NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

FORTALEZA
2015

ANTONIO IVAN CORDEIRO FILHO

**FATORES DETERMINANTES DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DO GOVERNO
FEDERAL NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Mestrado Profissional em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito para a obtenção do grau de mestre em Administração e Controladoria.

Orientadora: Profa. Alessandra Carvalho de Vasconcelos,
Dra.

FORTALEZA
2015

ANTONIO IVAN CORDEIRO FILHO

**FATORES DETERMINANTES DA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DO GOVERNO
FEDERAL NAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Universidade Federal do Ceará, como requisito para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria.

Aprovada em ____ / ____ / ____

BANCA EXAMINADORA

Professora Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos
Universidade Federal do Ceará

Professora Dra. Márcia Martins Mendes De Luca
Universidade Federal do Ceará

Professor Dra. Ana Maria Fontenelle Catrib
Universidade de Fortaleza – UNIFOR

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

C818f Cordeiro Filho, Antonio Ivan.
Fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto / Antonio Ivan Cordeiro Filho. – 2015.
127 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Mestrado Profissional em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2015.
Orientação: Profa. Dra. Alessandra Carvalho de Vasconcelos.

1. Teoria da escolha pública. 2. Decisão do investimento público. 3. Governança corporativa. I. Título.
CDD 658

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus por ter me concedido a oportunidade de ter uma família maravilhosa sob todos os aspectos da minha vida e tendo o apoio incondicional deles para todas as minhas escolhas.

Aos meus pais, Ivan e Brígida, por toda a educação, amor, carinho, esforço, aprendizado e pela formação moral, educacional e religiosa, da qual tenho muito orgulho. Levarei todos os ensinamentos e experiências vividas por toda a minha vida!

Aos meus irmãos, Yeline e Israel, pelo convívio, amizade e eternas brincadeiras. Vocês foram, são e sempre serão o elo de ligação entre o passado, o presente e o futuro!

Ao querido Lucas, que me fez (e faz!) pensar muito sobre a real importância das coisas, ensinando também que nada é impossível e que todo dia precisamos fazer algo novo!

A todos os meus familiares, colegas de trabalho e amigos que torceram e me incentivaram desde o início desta caminhada.

A minha esposa, Fabíola, que me deu a honra de trilhar, ao seu lado, um caminho maravilhoso e de muito aprendizado pelo resto de nossas vidas, que soube ter paciência nos momentos mais difíceis e que, recentemente, nos concedeu o direito de ampliarmos a nossa família com a futura chegada do nosso primeiro filho, o Theo.

Pela nossa linda e sapeca Lis, essa cadelinha que me acompanhou, mordeu, lambeu e me puxou a orelha durante diversas madrugadas de intenso trabalho para não me deixar dormir!

A minha querida orientadora e professora Alessandra Vasconcelos, por todos os conselhos, lições, ensinamentos e pelo tempo dedicado para o meu aconselhamento, sendo essencial para permitir a minha chegada até aqui e realizar um dos maiores sonhos da minha vida, quero desejar meus melhores votos de saúde, sucesso e felicidades!

A professora Márcia de Luca por acompanhar este trabalho desde o seu início, dando valiosas e decisivas contribuições durante o desenvolvimento da pesquisa.

A professora Ana Catrib, por participar da Banca Examinadora e por também contribuir com o presente estudo, orientando em especial sobre o direcionamento metodológico.

A todos os professores e funcionários do Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria (PPAC) da Universidade Federal do Ceará pelo apoio acadêmico.

Ao mestre e amigo Álvaro Caldas, por toda o auxílio, orientação e demonstração notória de sabedoria combinada com a humildade de um monge! Um sábio jogador de basquete!

Aos queridos amigos do mestrado que foram efetivos no meu crescimento: Ana Maria, Bruno, Celso, minha “sis” Débora, Fellipe, Graciele, Lígia, Lúcia, Marcelo, Priscila, o poeta Sidney e os brilhantes alvinegros Urquiagga e Yanna, além de todos os demais colegas da turma presentes no Chicas’s Pub, foi realmente um excelente aprendizado!

Aos meus vizinhos e queridos amigos Nilton Venturini e Tatiane Guerim, pelo apoio, amizade e cobrança contínua! Foi muita “meia hora” de estudo!

E a Deus novamente por me permitir ter alcançado mais uma vitória na vida.

Quando você anda com propósito, colide com o destino.

Bertice Berry

RESUMO

A relação entre o setor público e o setor privado é motivo de alguns estudos que possuem a finalidade de detectar, por meio da participação acionária e dos recursos financeiros concedidos por instituições administradas pelo Estado brasileiro, fatores determinantes para tais decisões. A Teoria da Escolha Pública (TEP) explicita a intrínseca relação entre governo, empresa e sociedade e os conflitos de interesse decorrentes desta interação. O presente estudo tem por objetivo principal analisar os fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto. A hipótese geral da pesquisa busca a confirmação de que existe relação entre os recursos investidos pelo governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto e suas características empresariais, financeiras e de governança. A metodologia da pesquisa caracteriza-se como descritiva, com abordagem quantitativa dos dados e que se utiliza da técnica estatística de regressão logística. A população da pesquisa, baseada na totalidade das companhias de capital aberto listadas no Brasil ao final de 2013, contempla 316 companhias não financeiras, compondo a amostra inicial, onde se constatou a existência de 100 empresas que receberam investimentos do governo federal brasileiro por meio de uma ou mais das quatro instituições públicas selecionadas nesta pesquisa: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF), Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). Para fins de mensuração dos dados, foram utilizados os dados relativos ao exercício findo em 31/12/2013, disponíveis através das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's) e no Economática®. O desempenho empresarial, mensurado por dimensões econômica e de valor, teve como variáveis o ROE, ROA, LPA, MVA®, o Valor de Mercado e o segmento de listagem das ações listadas na BM&FBOVESPA são possíveis fatores determinantes selecionadas na pesquisa para a decisão do investimento. Em linhas gerais, os resultados da pesquisa indicam a existência de fatores determinantes aos investimentos realizados pelo BNDES e pela PREVI, diferentemente dos resultados encontrados para a CEF e para a PETROS, onde não foi possível encontrar uma sinalização estatística para a escolha dos investimentos. Conclui-se que os indicadores de rentabilidade e o nível de governança corporativa das companhias brasileiras de capital aberta analisadas apontam relevância na decisão do investimento para metade das quatro instituições públicas avaliadas na pesquisa, porém que não representa um critério explícito de decisão do investimento público para todas as instituições governamentais, denotando assim o conflito de interesses destacado pela TEP.

Palavras-chave: Teoria da Escolha Pública. Decisão do investimento público. Governança corporativa.

ABSTRACT

The relationship between government institutions and the private companies is the subject of some studies that have the purpose of identify, through equity participation and financial resources provided by institutions managed by the Brazilian government, determining factors for such decisions. The Theory of Public Choice (TEP) spells out the intrinsic relationship between government, business and society and the conflicts of interest arising from this interaction. This study is meant to examine the determinants of share ownership from the federal government in Brazilian publicly traded companies. The general hypothesis of the research seeks confirmation that there is a relationship between the resources invested by the federal government in Brazilian publicly-held companies and their business characteristics, financial and level of governance. The research methodology is characterized as descriptive, with quantitative data approach and that using the technique of logistic regression. The research population, based on the totality of publicly traded companies listed in Brazil at the end of 2013, includes 316 nonfinancial companies, making the initial sample, which demonstrated the existence of 100 companies that received investments in the Brazilian federal government through one or more of four public institutions selected in this research: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa Econômica Federal (CEF), Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI). For data measurement purposes, the data were used for the year ended 12/31/2013, available through the Financial Statements (DFP's) and Economática®. The business performance, measured by economic size and value, analyzed the variables ROE, ROA, EPS, MVA®, the market value and the listing segment of shares listed on the BM&FBOVESPA are possible determinants selected in research for decision investment. In general, the survey results indicate the existence of determining factors for investments made by BNDES and PREVI, unlike the results found for the CEF and PETROS, which could not find a statistical signaling for the choice of investments. It concludes that the profitability indicators and the level of corporate governance of Brazilian companies of open capital analyzed indicate relevance to the investment decision for half of the four public institutions evaluated in the survey, but it does not represent an explicit criterion for a decision of public investment to all government institutions, thereby denoting the conflict of interest highlighted by TEP.

Keywords: Theory of Public Choice. Decision of public investment. Corporate governance.

LISTA DE SIGLAS

AT – Ativo Total

BB – Banco do Brasil S/A

BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPAR – BNDES Participações S/A

BNH – Banco Nacional da Habitação

CAIXA-PAR – Programa de Arrendamento Residencial da Caixa Econômica Federal

CEF – Caixa Econômica Federal

CFROI – *Cash Flow on Investment* (Fluxo de Caixa sobre o Retorno do Investimento)

CLT – Consolidação das Leis do Trabalho

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CS – Contribuição Social

CVA – *Cash Value Added* (Valor de Caixa Agregado)

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes* (Lucros Antes dos Juros e Impostos)

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Lucros Antes dos Juros, Depreciação e Amortização)

EVA[®] (VEA) – *Economic Value Added* (Valor Econômico Agregado)

FAS – Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Social

FGTS – Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

FI-FGTS – Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço

IAPM – Instituto de Aposentadoria e Pensão dos Marítimos

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IPL – Índice de Preço sobre o Lucro

IR – Imposto de Renda

LAJIDA – Lucro Antes dos Juros, do Imposto de Renda, da Depreciação e da Amortização

LAJIR – Lucro Antes dos Juros e do Imposto de Renda

LL – Lucro Líquido

LPA – Lucro por Ação

MA – Bovespa Mais

MB – Balcão Organizado

MVA[®] (VMA) – *Market Value Added* (Valor de Mercado Agregado)

PETROS – Fundação Petrobras de Seguridade Social

PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil

PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional

PROES – Programa de Socorro aos Bancos Estaduais

PL – Patrimônio Líquido

ROA – *Return on Assets* (Retorno sobre Ativos)

ROE – *Return on Equity* (Retorno sobre o Patrimônio Líquido)

ROI – *Return on Investment* (Retorno sobre Investimento)

SFH – Sistema Financeiro Habitacional

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMOC – Superintendência da Moeda e do Crédito

TEP – Teoria da Escolha Pública

TSR – *Total Shareholder Return* (Retorno Total do Acionista)

UFC – Universidade Federal do Ceará

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Interesse dos bens públicos e privados em função da utilidade	288
Figura 2 – Evolução do desembolso do BNDES (em bilhões de Reais)	311
Figura 3 – Evolução do lucro líquido auferido pelo BNDES (em milhões de Reais)	322
Figura 4 – Etapas para definição da amostra inicial do estudo	501
Figura 5 – Comparação entre a curva logística e linear	567
Figura 6 – Segmentação das companhias por segmento de listagem na BM&FBOVESPA .	690
Figura 7 – Distribuição das companhias investidas por faixa de ativos	701
Figura 8 – Distribuição das companhias investidas por faixa de patrimônio líquido	712
Figura 9 – Distribuição das companhias investidas por faixa de receita de vendas	712
Figura 10 – Quantidade de companhias investidas por região geográfica	74
Figura 11 – Valor de mercado das companhias investidas pelo governo federal brasileiro	75
Figura 12 – Quantidade de companhias investidas por região geográfica.....	76
Figura 13 – Valor de mercado das companhias investidas pelo governo federal brasileiro....	77

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Evolução histórica do Sistema Financeiro Nacional brasileiro	333
Quadro 2 – Fórmulas de indicadores de rentabilidade	40
Quadro 3 – Estudos com foco no desempenho empresarial	422
Quadro 4 – Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA	466
Quadro 5 – Variáveis e fontes de coleta da pesquisa	523
Quadro 6 – Descrição da forma de cumprimento dos objetivos da pesquisa	623
Quadro 7 – Detalhamento das companhias investidas pelas instituições públicas	656

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo de informações relevantes dos Balanços Sociais dos fundos de pensão ..	37
Tabela 2 – Amostra inicial da pesquisa	512
Tabela 3 – Classificação da amostra por segmento econômico	645
Tabela 4 – Quantidade de instituições governamentais no capital social das companhias	69
Tabela 5 – Segmentação das companhias investidas por tipo de listagem de ações	69
Tabela 6 – Classificação das companhias investidas por localização geográfica	734
Tabela 7 – Estatísticas descritivas da variável Ativo Total e Patrimônio Líquido	77
Tabela 8 – Estatísticas descritivas das variáveis Receita Total e Valor de Mercado	79
Tabela 9 – Estatísticas descritivas das variáveis ROA, ROE e LPA	79
Tabela 10 – Estatísticas descritivas do NGC	801
Tabela 11 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor BNDES	812
Tabela 12 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor BNDES	823
Tabela 13 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor BNDES	823
Tabela 14 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor BNDES	834
Tabela 15 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor CEF	845
Tabela 16 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor CEF	845
Tabela 17 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor CEF	856
Tabela 18 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor CEF	856
Tabela 19 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor PETROS	867
Tabela 20 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor PETROS	867
Tabela 21 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor PETROS	878
Tabela 22 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor PETROS	89
Tabela 23 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor PREVI	89
Tabela 24 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor PREVI	89
Tabela 25 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor PREVI	89
Tabela 26 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor PREVI	901
Tabela 27 – Resumo dos testes para atendimento do quarto objetivo específico	912
Tabela 28 – Resumo do processamento de casos	924
Tabela 29 – Bloco 0 da regressão logística para a participação do BNDES	934
Tabela 30 – Bloco 1 da regressão logística para a participação do BNDES	946
Tabela 31 – Variáveis do modelo de regressão logística para investidor BNDES	956

Tabela 32 – Bloco 0 da regressão logística para a participação da CEF	967
Tabela 33 – Bloco 0 da regressão logística para a participação da PETROS	978
Tabela 34 – Bloco 0 da regressão logística para a participação do BNDES	990
Tabela 35 – Bloco 1 da regressão logística para a participação do BNDES	1001
Tabela 36 – Variáveis do modelo de regressão logística para investidor PREVI	101
Tabela 37 – Resumo das regressões logísticas do estudo	102

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	Contextualização	16
1.2	Problema	20
1.3	Objetivos	20
1.3.1	Objetivo geral	20
1.3.2	Objetivos específicos	20
1.4	Justificativa	21
1.5	Estrutura da pesquisa	23
2	REFERENCIAL TEÓRICO	244
2.1	Teoria da escolha pública	244
2.2	O governo como acionista	288
2.2.1	O BNDES e o BNDESPAR	300
2.2.2	A Caixa Econômica Federal	322
2.2.3	PETROS e PREVI	354
2.3	Avaliação do desempenho empresarial	377
2.3.1	Indicadores econômicos	444
2.3.2	Indicadores de valor	455
3	METODOLOGIA	49
3.1	Caracterização da pesquisa	49
3.2	Delimitações da pesquisa	490
3.2.1	Definição do universo da pesquisa e amostra	49
3.2.2	Coleta de dados e variáveis	512
3.2.3	Análise dos dados	545
4	RESULTADOS DA PESQUISA	645

4.1	Descrição da participação acionária do governo federal brasileiro	645
4.2	Dados econômico-financeiros das companhias investidas pelo governo federal .	690
4.3	Características gerais das companhias brasileiras investidas pelo governo federal	723
4.4	Estatísticas descritivas simples da amostra	767
4.5	Semelhanças e diferenças nas características empresariais	812
4.5.1	Participação acionária do BNDES	812
4.5.2	Participação acionária da CEF	835
4.5.3	Participação acionária da PETROS	867
4.5.4	Participação acionária da PREVI	89
4.6	Fatores determinantes da participação acionária do governo federal	923
4.6.1	Participação acionária do BNDES	934
4.6.2	Participação acionária da CEF	967
4.6.3	Participação acionária da PETROS	978
4.6.4	Participação acionária da PREVI	99
5	CONCLUSÃO	104
	REFERÊNCIAS	1078
	APÊNDICE A – Amostra inicial da pesquisa	118
	APÊNDICE B – Grupo 1 da amostra: Companhias investidas pelo governo federal brasileiro em 2013	1256

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

O início do século XX trouxe uma nova forma de pensar o papel das empresas na sociedade, principalmente sob os aspectos econômico e social. A preponderância do sistema capitalista mundial exigiu o crescimento das organizações através da estruturação de sua propriedade, da necessidade de ampliação do capital e de seu relacionamento com os agentes externos.

O ambiente organizacional representa um dos principais fatores do processo de tomada de decisão corporativa. Segundo Rodrigues e Malo (2006), as organizações dependem da relação com o ambiente externo para sobreviver. Sob esta ótica, a governança corporativa surge como um conjunto de boas práticas para desenvolvimento da relação de uma empresa com o ambiente global, tendo a finalidade de obter recursos e informações necessárias para assegurar a sobrevivência da organização e atraindo a atenção de diferentes partes interessadas, tais como acionistas, conselhos de administração, consultivo e fiscal, auditorias, corpo diretor, comitês de gestão, colaboradores, fornecedores, clientes, agentes reguladores, órgãos normativos do governo e a própria comunidade pública em geral (RODRIGUES; MALO, 2006).

O fortalecimento dos instrumentos de governança corporativa e a característica do mercado de ações são fatores essenciais para a elevação da transparência e o maior nível de envolvimento das diversas partes relacionadas.

Embora o tema governança corporativa exista há mais de 50 anos e não se trate de algo relativamente recente, ainda tem sido alvo de diversos estudos acadêmicos, bem como também recebe uma crescente atenção no campo empresarial, principalmente após uma sucessiva onda de escândalos corporativos e crises econômicas ocorridas desde o final do século XX. Desta forma, existe a preocupação pela conservação de um sistema na qual as organizações possam ser adequadamente monitoradas e possam garantir a qualidade no relacionamento com todos os entes envolvidos, assegurando um maior nível de transparência e controle sobre os processos relacionados com a atividade de uma organização.

Dentre os vários dispositivos ligados ao tema da governança corporativa, Silveira (2002) e Andrade e Rossetti (2009) defendem que a estrutura de propriedade tem se tornado

preponderante na relação da empresa com o seu ambiente. Sob este aspecto, a estrutura de propriedade, que representa um dos focos desta investigação, apresenta duas dimensões importantes: a identificação dos acionistas e a concentração de propriedade.

Pivovarsky (2003) assevera que a identificação dos acionistas é preponderante somente em ambientes cuja estrutura de propriedade é concentrada, justamente por qualificar os grupos econômicos detentores do poder financeiro.

Para Carvalho da Silva (2004) e Campos (2006), a concentração da propriedade acionária é uma característica predominante na estrutura econômica brasileira, por existir uma classe seleta de empresários que possuem controles acionários influentes e relevantes. Identificar estes acionistas e reconhecer o controle da propriedade representa uma das características fundamentais da governança corporativa para a finalidade de assegurar transparência e controle societário. Segundo Thomsen e Pedersen (2000), a natureza do acionista traz implicações para os objetivos das empresas, afetando a relação das corporações com seu ambiente e, conseqüentemente, as estratégias e o desempenho essenciais a sua sobrevivência.

No que se refere à natureza dos acionistas, Carvalho da Silva (2004) classifica os tipos de controladores brasileiros nas seguintes categorias: (i) indivíduos ou famílias, simbolizados por representantes individuais e/ou grupos familiares, independentemente do grau de parentesco; (ii) investidores estrangeiros, representados por agentes detentores de capital estrangeiro; (iii) governo, conceitualmente definido por instituições públicas que estão subordinadas ao estado brasileiro, independentemente de suas estruturas hierárquicas e do grau de relacionamento com a União; e (iv) investidores institucionais, definido por entidades detentoras de capital nacional destinado exclusivamente para fins de investimento e pela busca do máximo retorno financeiro.

A composição de indivíduos, famílias e/ou estrangeiros é intrínseca ao controle acionário das empresas. Porém, o ativismo e a participação do governo no setor privado influenciam o cenário produtivo e são alvos de interesse crescente da literatura econômica e, portanto, é foco desta investigação.

A relação entre empresa e governo traz como senso comum a ideia de que existe a pressão do empresariado, assim como das associações e dos sindicatos, na busca de uma articulação política para obtenção de benefícios econômicos e de interesses públicos. Por outro lado, destaca-se a intenção do governo de se manter presente na iniciativa privada como

forma de intervir no mercado de capitais. Neste sentido, Boubakri, Cosset e Saffar (2008) afirmam que empresas públicas são ineficientes e justifica que a sua ineficácia serve aos interesses dos políticos. Já Ng, Yuce e Chen (2009) argumentam que proprietários privados são mais motivados do que funcionários do governo no que se refere aos atos de monitorar, disciplinar e recompensar os seus agentes, com o objetivo de melhorar o desempenho da empresa.

Diante deste contexto, Lazzarini (2011) considera que o governo federal brasileiro tornou-se um dos atores centrais nas estratégias de financiamento de diversas companhias privadas nos últimos anos, por meio de instituições estatais e fundos de pensão de empresas públicas e de economia mista, realizando a compra de ações de empresas privadas e, conseqüentemente, participando do mercado de capitais e da composição acionária destas companhias.

Ainda segundo Lazzarini (2011), durante o ano de 2009 os desembolsos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) atingiram o montante de R\$ 137 bilhões, sendo 30% superior ao valor total financiado pelo Banco Mundial em mais de 100 países no mesmo período. Paralelamente, a carteira de investimentos em ações atingiu 4% da capitalização total do mercado de capitais brasileiro, que representa a soma de todos os recursos comercializados na bolsa de valores brasileira (BM&FBOVESPA). Nos anos consecutivos de 2010 e 2011, os valores desembolsados atingiram os montantes de R\$ 168 bilhões e R\$ 140 bilhões, respectivamente (LAZZARINI, 2011).

Destaca-se aqui que estes eventos possuem sustentação na Teoria da Escolha Pública (TEP), pois esta busca, por meio da assimilação dos pressupostos neoclássicos da racionalidade e do auto interesse, uma compreensão da análise do mercado para fins políticos e que servem para a tomada de decisões públicas (MARTINS, 2012).

Conceitualmente, a TEP se caracteriza como

um programa de investigação interdisciplinar, onde um método desenvolvido sobretudo na economia (individualismo metodológico) tem sido aplicado a um objeto considerado usualmente no âmbito da ciência política e da sociologia política: grupos de interesse, partido, políticos, processo eleitoral, análise da burocracia, escolha parlamentar e análise constitucional (PEREIRA, 1997, p.1).

Ainda segundo Pereira (1997), a TEP está relacionada com a análise da eficiência de governo decorrente de um complexo sistema administrativo e recheado de interesses políticos, causando um efeito nocivo dentro de um sistema democrático representativo, favorecendo os interesses de grupos restritos em detrimento das liberdades individuais de uma maioria.

Olson (1969) afirma que, uma vez configurados os grupos de interesse de maneira independente e de acordo com o compartilhamento de interesses, estes passam a lutar por benefícios compartilhados mesmo que, para isso, sejam criadas barreiras à entrada de novas tecnologias, reduzindo assim a capacidade de alocação de recursos da sociedade como um todo.

Seguindo os pressupostos da TEP, a empresa pode optar por adequar a sua estrutura de propriedade, podendo inserir acionistas que são importantes para a sua sobrevivência e que podem contribuir com o aprimoramento de seu desempenho, com a finalidade de reduzir a sua dependência externa, minimizando incertezas e assegurando os recursos necessários para o crescimento sustentável das operações.

De acordo com North (1981), a mudança institucional de uma empresa pode ocorrer por meio da alteração de preços relativos e/ou alteração de preferências, sendo que a economia neoclássica não lida bem com o fato de que a mudança de perfil envolve aspectos de natureza cultural e ideológica que dependem de gostos e interesses.

Para Brey *et al.* (2014), uma das maneiras de reduzir a dependência externa, dado que o Estado exerce papel central por intermédio de políticas públicas e econômicas, é o estabelecimento de vínculos políticos, podendo estes serem nominados de conexões políticas. Destaca-se o fato de que o capital investido pelo acionista representa o aporte financeiro inicial recebido pela empresa antes de dar início a suas atividades. Ainda segundo os autores, por meio do investimento é possível que o acionista receba retornos materializados através de dividendos, juros sobre capital próprio, bônus ou ganhos de capital decorrente da venda de ações. Estes ganhos representam o retorno do investimento realizado pelo acionista após a apuração dos resultados da companhia.

A partir dessas considerações, o foco principal desta pesquisa é discutir o governo federal como ator protagonista, pois Wu (2010) aponta que a participação do governo como acionista, até mesmo em níveis minoritários, pode ter implicações nos resultados das empresas. Na mesma linha de raciocínio, Boubakri, Cosset e Saffar (2008) defendem que o governo possui influência na determinação dos objetivos, nas deliberações pertinentes à estratégia e, conseqüentemente, nos resultados das organizações.

Thomsen e Pedersen (2000), por sua vez, afirmam que o governo possui objetivos sociais e políticos que entram em conflito com a maximização da riqueza. Boubakri, Cosset e Saffar (2008) destacam o fato de que empresas públicas são ineficientes porque sua

ineficácia serve ao objetivo dos políticos, tornando-se assim um contraponto de discussão do modelo de gestão pública. O conflito permanente entre os interesses do setor público e do setor privado tem sido um tema recorrente de estudos acadêmicos recentes e é foco desta investigação.

Diante do exposto e baseado nos argumentos de Boubakri, Cosset e Saffar (2008), Wu (2010) e Lazzarini (2011), esta pesquisa se desenvolve a partir da identificação das companhias brasileiras com ações negociadas na bolsa de valores brasileira e que receberam investimentos governamentais em sua estrutura de capital. Para tanto, toma-se como ponto de partida a busca dos investimentos recebidos pelas companhias brasileiras de capital aberto por meio das informações contidas no Formulário de Referência, no Formulário Cadastral e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no portal eletrônico da BM&FBOVESPA, relativas ao exercício de 2013. Sequencialmente, após a identificação das empresas que receberam investimentos governamentais, a pesquisa busca traçar um perfil das companhias escolhidas pelo governo brasileiro e identificar possíveis fatores determinantes da participação acionária do governo federal nessas companhias, considerando os pressupostos da TEP.

1.2 Problema

Considerando a contextualização disposta na seção anterior, apresenta-se o seguinte questionamento como ponto de norteamento da pesquisa: **Que fatores influenciam a participação acionária do governo federal brasileiro nas companhias de capital aberto?**

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo geral

Analisar os fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto.

1.3.2 Objetivos específicos

- i. Descrever a participação acionária do governo federal nas companhias sob estudo;

- ii. Examinar o desempenho econômico-financeiro das companhias alvo de investimento do governo federal brasileiro;
- iii. Caracterizar as companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA que possuem participação acionária do governo federal;
- iv. Identificar as semelhanças e as diferenças nas características empresariais e no desempenho das companhias considerando o tipo de participação do governo federal.

1.4 Justificativa

Segundo Lazzarini (2011), o governo federal brasileiro aumentou sensivelmente o nível de investimentos públicos realizados na iniciativa privada, por meio da aplicação de recursos financeiros nas companhias brasileiras de capital aberto. Por apresentar uma característica de dependência de financiamento governamental e uma propriedade acionária concentrada, o mercado de capitais brasileiro é subdesenvolvido na avaliação do autor.

Entretanto, conforme destaca Rodrigues (2014), uma parcela das empresas que recebeu aportes de capital público apresentou baixos índices de retorno financeiro ou até mesmo prejuízos operacionais em suas operações nos últimos cinco anos, causando repercussão no mercado de capitais e sendo alvo de destaque negativo na imprensa nacional e internacional.

Adicionalmente, Lazzarini (2011) afirma que determinadas companhias de grande porte receberam volumosos aportes financeiros oriundos do governo federal em detrimento de concorrentes do mesmo setor que não receberam investimentos públicos.

Por sua vez, a formação de vínculos entre o governo e a empresa na estrutura de governança pode ocorrer de várias formas, seja por meio do conselho de administração (FACCIO, 2006; NIESEN; RUENZI, 2010; ECCO, 2010), da estrutura de propriedade (FISMAN, 2001; ANG; DING, 2006; FACCIO, 2006; FIRTH *et al.*, 2009), por meio de contribuições para campanha eleitoral (LAZZARINI; MUSACCHIO, 2010), dentre outros.

Partindo destas considerações teórico-empíricas, a diferenciação desta pesquisa em relação às demais se dá em função da apresentação de dados governamentais não tratados academicamente sob os aspectos metodológicos aqui destacados, analisando, empiricamente, possíveis fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto à luz da TEP. Para tanto, os investimentos realizados pelo

governo federal brasileiro, através da compra de ações de companhias privadas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, serão identificados através da participação acionária realizada por meio das seguintes instituições:

- i) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, que possui a missão de promover o desenvolvimento sustentável e competitivo da economia brasileira, com geração de emprego e redução das desigualdades sociais e regionais, juntamente com sua subsidiária BNDESPar;
- ii) Caixa Econômica Federal, que é responsável pela administração dos recursos financeiros do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), decorrentes da contribuição mensal realizada pelo trabalhador sob o regime da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT);
- iii) Pelos fundos de pensão Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), que são responsáveis pela previdência privada dos colaboradores das empresas Petrobras e Banco do Brasil, respectivamente, e realizam aplicações no capital social de companhias privadas com a finalidade de auferir maiores ganhos para os participantes destes fundos.

As instituições públicas que são utilizadas pelo governo federal brasileiro foram selecionadas nesta pesquisa em função de possuírem, dentro de suas diretrizes estatutárias e objetivos comerciais, o objetivo de aportar investimentos em companhias privadas sob diferentes aspectos.

Acredita-se que uma maior compreensão acerca dos fatores que influenciam a participação governamental sobre as companhias analisadas pode subsidiar e fomentar uma análise setorial e das formas de capitalização das empresas brasileiras, condição essencial para garantir a sustentabilidade do mercado de capitais, justificando a realização do estudo proposto (LAZZARINI, 2011).

Ressalva-se ainda o fato de que esta pesquisa baseia-se na seleção de características empresariais geralmente utilizadas pelo setor privado, existindo uma limitação associada com aspectos sociais e políticos que são inerentes às decisões de investimentos governamentais pela sua própria natureza subjetiva para fins de análise.

1.5 Estrutura da pesquisa

Este trabalho encontra-se dividido em cinco seções principais. A primeira seção destaca os aspectos introdutórios, onde são determinados o contexto onde se encontra a pesquisa e seu respectivo problema, os objetivos e a contextualização sobre o relacionamento entre o governo e a economia no Brasil, além de oferecer alguns aspectos do mecanismo de governança corporativa e da formação da estrutura de propriedade e apresentar as instituições públicas que atuam como agentes na compra de ações de companhias privadas, introduzindo argumentos que justificam o estudo e definindo os seus objetivos – geral e específico.

A segunda seção apresenta o referencial teórico e os principais trabalhos que já realizaram estudos sobre os temas abordados nesta pesquisa, apresentando conceitos sobre a Teoria da Escolha Pública, as características e o histórico das instituições públicas brasileiras envolvidas neste processo e a avaliação de desempenho empresarial. Finalmente, elenca também os principais estudos que serviram como base para a construção da pesquisa.

A terceira seção evidencia a metodologia adotada para a condução da pesquisa, explicitando a abordagem, a população e a amostra a ser pesquisada, demonstrando ainda como as informações serão coletadas e tratadas no desenvolvimento do processo de pesquisa.

A quarta seção destaca os resultados da pesquisa através da caracterização das companhias e da realização dos testes estatísticos como forma de resposta aos objetivos específicos propostos no estudo, além de comparar tais resultados com estudos empíricos similares.

A quinta seção apresenta a conclusão do estudo, destacando-se suas considerações finais e abordando, sumariamente, os resultados elencados na seção anterior para indicar suas limitações e propostas para pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Apresentam-se, para efeito de revisão de literatura deste estudo, três tópicos correspondentes aos eixos norteadores da pesquisa: i) Teoria da escolha pública; ii) O governo como acionista; e iii) Avaliação do desempenho empresarial.

2.1 Teoria da escolha pública

A Teoria da Escolha Pública tem surgimento no início na década de 1950 (CRUZ, 2012), após a concepção de uma nova corrente onde as ferramentas da economia são utilizadas para examinar vários aspectos das instituições públicas nos Estados Unidos.

Durante o ano de 1965, a Teoria da Escolha Pública (TEP) teve sua divulgação com maior ênfase através da publicação do livro “*The Calculus of Consent – Logical Foundations of Constitutional Democracy*”, tendo Buchanan e Tullock como autores pioneiros (CRUZ, 2012). Segundo estes autores, o conhecimento do mundo político da TEP baseia-se no indivíduo e que fenômenos políticos são explicados pelos indivíduos como forma de assegurar interesses de uma coletividade e, assim, tais autores desenvolveram muitas ideias acerca das motivações econômicas dos políticos e as consequências destes efeitos sobre as pessoas, através de leis, normas e regulamentos, além de impostos e taxas que influenciam no cotidiano das pessoas. A pressão exercida pelos governantes afeta diretamente legisladores, grupos empresariais e os demais membros componentes de uma sociedade.

Para Mueller (1989), a TEP é percebida como o estudo econômico da tomada de decisões que transcende ao mercado ou, resumidamente, a aplicação da economia à ciência política. Segundo Mackaay (1999), as instituições públicas não estão fora do contexto de análise do sistema econômico, mas nele introduzidas como variáveis, observando o efeito dos mesmos nos outros elementos do sistema.

Lynn (1980) afirma que políticas públicas são definidas como um conjunto de ações governamentais que produzirão efeitos específicos sobre a vida dos cidadãos. A relação entre as políticas públicas e a TEP se dá por meio da investigação dos interesses, partidos políticos, processo eleitoral, análise da burocracia, escolha parlamentar e análise constitucional.

Para Lowi (1964; 1972), as políticas públicas podem assumir quatro características principais que são: (i) políticas distributivas; (ii) políticas regulatórias; (iii) políticas

redistributivas; e (iv) políticas constitutivas. Baseado nesta classificação, Souza (2006, p. 9) explicita cada uma dessas características da seguinte maneira:

O primeiro é o das políticas distributivas, decisões tomadas pelo governo, que desconsideram a questão dos recursos limitados, gerando impactos mais individuais do que universais, ao privilegiar certos grupos sociais ou regiões, em detrimento do todo. O segundo é o das políticas regulatórias, que são mais visíveis ao público, envolvendo burocracia, políticos e grupos de interesse. O terceiro é o das políticas redistributivas, que atinge maior número de pessoas e impõe perdas concretas e no curto prazo para certos grupos sociais, e ganhos incertos e futuro para outros; são, em geral, as políticas sociais universais, o sistema tributário, o sistema previdenciário e são as de mais difícil encaminhamento. O quarto é o das políticas constitutivas, que lidam com procedimentos [...].

Nas palavras de Lynn (1980), as políticas públicas representam um conjunto de ações governamentais que produzem impactos na vida dos cidadãos. Assumindo a ideia de que o mundo politizado baseia-se no indivíduo e na sua racionalidade, a TEP assemelha-se com os preceitos defendidos na obra *Leviatã* (HOBBS, [1651] 1952) e contribuições sobre o estudo das interações humanas e da sociedade trazidos por John Locke, Jean-Jaques Rousseau, Immanuel Kant, John Jay, Alexander Hamilton e James Madison (BERNABEL, 2009).

Segundo Pereira (1997), a TEP é formada na sua essência pela democracia e pela abordagem das finanças públicas. Ainda segundo o autor, os três elementos fundamentais da TEP são: (i) o pressuposto do auto interesse; (ii) a concepção de interações sociais como trocas de mercado (*Exchange*); e (iii) o individualismo metodológico.

Pereira (1997, p. 1) define a TEP como:

[...] a aplicação do método econômico a problemas que geralmente são estudados no âmbito da ciência política: grupos de interesse, sistemas eleitorais, partidos políticos e a constituição entre outros. O método de que se está a falar é aquele que tem sido utilizado com algum sucesso na microeconomia: o individualismo metodológico. Este método assenta em primeiro lugar em que a unidade base de análise é o indivíduo, ou seja, que só este é sujeito de acções individuais ou colectivas e só ele tem preferências, valores, motivações.

No Brasil, o advento da Constituição Federal de 1988 promoveu a descentralização das decisões estratégicas da União. Com a finalidade de promover políticas sociais e econômicas para incentivar a industrialização, a sustentabilidade fiscal e o desenvolvimento regional, Sant'anna e Dalmonech (2013) consideram que estas ações foram repassadas com maior ênfase aos Estados e Municípios por meio da criação da Carta Magna, ganhando maior autonomia político e administrativa após o repasse de obrigações concedidas pela União. Sob este aspecto, deve-se ressaltar a relevância da análise das condições institucionais necessárias para o desenvolvimento do mercado de capitais, diante da necessidade de equilibrar uma

legislação eficiente, a proteção dos acionistas minoritários e o desenvolvimento nacional através da expansão da economia e, conseqüentemente, do mercado de capitais.

Gorga (2004) afirma que a história brasileira é caracterizada pelo papel central do Estado como agente coordenador da atividade econômica. Varsano (1997) complementa que o conflito histórico entre os estados federados também é peculiar do Estado brasileiro e que isto se deve ao fato de que políticas estratégicas nacionais como a política industrial e a desconcentração da produção e desenvolvimento regional devem ser coordenadas por um governo centralizado.

Diante deste contexto, o advento do sistema financeiro nacional surge durante o fim do século XIX, iniciado pela transformação da economia após o fim do regime da escravidão, o fortalecimento do comércio e o surgimento da indústria promovida pelo Estado autoritário, principalmente na figura do presidente Getúlio Vargas. Nesse cenário, o Estado brasileiro desenvolve-se para o chamado capitalismo monopolista na década de 1950 e assim prosseguiu sendo difundida principalmente durante os anos da ditadura militar, culminando no surgimento da primeira Lei das Sociedades Anônimas em 1976.

Segundo Levy (1977), o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro originou-se a partir das organizações dos corretores, que eram funcionários públicos e detinham naquele momento o direito exclusivo de comércio de ações que, sob forte regulamentação estatal, estabeleceu assim a primeira bolsa de valores nacional. Com a finalidade de promover melhores condições para o mercado de capitais brasileiro, foram aprovadas atualizações da Lei das Sociedades Anônimas, cuja versão original ocorreu através da promulgação da Lei nº 6.404/76. Com a revisão da literatura nos anos de 2001 e de 2007, respectivamente através das Leis nº 10.303/01 e 11.638/07, estas modificações visavam o fortalecimento dos mecanismos de governança corporativa e uma maior transparência e aumento da qualidade das demonstrações contábeis das empresas brasileiras. Esse movimento intenso na economia nacional ocorre paralelamente ao conceito da globalização semeado nas principais economias do planeta.

Compreende-se, desta forma, que a globalização capitalista apresenta diferentes desafios às organizações federativas, homogeneizando as políticas econômicas dos estados brasileiros. De certo modo, a assimetria na distribuição de poderes é percebida como um dos fatores mais influentes quanto à dificuldade de implementação do organismo federativo cooperativo, sendo determinada essencialmente pelo peso político desproporcional dos entes federados, em função de aspectos como a população, a renda e a localização estratégica,

destacando-se a guerra fiscal e a discussão pelos repasses federais como exemplos de conflitos interestaduais explícitos (BORGES, 2001).

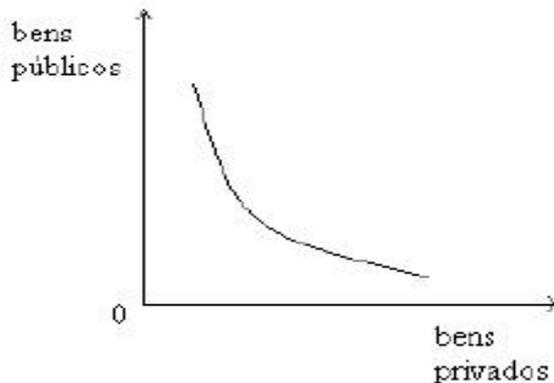
Diante desta ampliação da descentralização dos poderes públicos por intermédio de seus agentes, surge a configuração dos grupos de interesses, que é uma das abordagens da TEP e foco desta pesquisa. Para Souza (2006), estes grupos são desenvolvidos para alcançar objetivos compartilhados e que os levam a uma ação coletiva, beneficiando-se dos bens públicos e repartindo os custos com a sociedade. Assim, as decisões individuais em contexto político com reflexos econômicos sobre a sociedade tem sido alvo de investigação desta abordagem.

Amorim Neto e Borsani (2004) afirmam que a TEP procura determinar como os processos políticos são efetivados assim como os seus efeitos na economia, evidenciando a estreita relação dos resultados econômicos com as regras e procedimentos para a tomada de decisões no âmbito político. Buchanan (2003), por sua vez, define a escolha pública como “a política sem romance” e afasta, assim, a imagem de que os agentes políticos buscam sempre o bem da coletividade.

Buchanan (1975) menciona que a centralização administrativa e a amplitude do orçamento governamental provocam elevados custos ao cidadão, pois os custos das decisões dos indivíduos, que nos mercados competitivos são invariavelmente privados e tendem ao equilíbrio quando existe a possibilidade de concorrência perfeita, são divergentes quando tratados no “mercado político”. Ainda segundo o autor, os governos perpetram falhas ao intervirem na economia tanto pela sua antecipação como pela intensidade da intervenção, sendo ainda o prolongamento de sua presença no controle do mercado um fator nocivo à eficiência do sistema.

Alinhada aos conceitos da TEP, a Figura 2 sugere a ideia de taxa marginal de substituição decrescente entre dois bens, resultando em uma curva de indiferença na proporção em que os indivíduos trocam bens públicos por bens privados segundo a sua função de utilidade.

Figura 1 – Interesse dos bens públicos e privados em função da utilidade



Fonte: Bernabel (2009).

A adoção da TEP ocorre em função de contribuir para o entendimento do que é abordado nesta pesquisa diante das diversas análises das políticas públicas. Portanto, representa a teoria que melhor contribui para clarificar as ações do governo no que se refere o objeto deste trabalho. Souza (2006) defende a tese de que esta teoria seja aquela que mais demonstre mal-estar e desconfiança sobre a capacidade dos mecanismos políticos de decisão, defendendo as decisões tomadas pelo mercado em contrapartida aos eventos tomados pelos políticos e pela burocracia governamental. Portanto, a seleção da TEP como eixo teórico da pesquisa baseia-se no fornecimento de um ambiente institucional em que os indivíduos possam interagir da maneira mais livre possível, buscando a oportunidade de extrair ganhos mútuos desta interação. Nota-se, desta forma, uma diferença básica entre a tomada de decisões no mercado e na esfera pública, de modo que na última não há certeza plena do resultado final da ação do indivíduo.

Destaca-se ainda que os pressupostos da TEP sugerem o desenvolvimento de uma base logicamente consistente sobre a qual se poderia construir uma ordem política democrática e constitucional baseado em fundamentos econômicos.

Na próxima seção será abordada a participação do governo federal no mercado de capitais por intermédio de suas instituições e sua relação com o desempenho empresarial, cuja análise é foco desta pesquisa.

2.2 O governo como acionista

Estratégias políticas são consideradas como parte integrante do contexto mercadológico e podem tornar as empresas mais competitivas. Segundo Barney (1986), os

efeitos políticos da relação entre a firma e o governo podem gerar benefícios melhores na *performance* das empresas do que somente estratégias mercantis convencionais.

Pfeffer e Salancik (2003) argumentam que a estratégia política corporativa não é somente uma questão de desempenho, mas sim algo relacionado com a sobrevivência, principalmente em setores regulados. Além disso, a interferência política sobre a concorrência é outro aspecto que pode afetar o desempenho de uma companhia, seja pela influência, pela criação de regras e leis ou pelo estabelecimento de barreiras de entrada em um determinado segmento operacional.

Gillan e Starks (2000) afirmam que os investidores institucionais são importantes agentes do mercado financeiro e sua participação cresce continuamente, principalmente após os movimentos decorrentes da privatização ocorrida em diversas nações, criando um sistema favorável ao desenvolvimento dos fundos de pensão e agentes governamentais.

Carvalho da Silva e Zorman (2012) destacam que o mercado de capitais brasileiro pode ser considerado como pequeno e sem liquidez quando comparado a outros mercados globais, não sendo a principal fonte de captação de recursos para as empresas. Ainda segundo os autores, a dificuldade na obtenção de financiamentos de longo prazo em economias em desenvolvimento justifica a presença do governo como agente impulsionador nas bolsas de valores.

Lazzarini (2011) afirma que alguns elementos foram essenciais para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, tais como: a aprovação da Lei nº 10.303/2001, também denominada “Nova Lei das S/A’s”; a criação dos códigos de governança corporativa instituídos pelo IBGC e pela CVM; o lançamento dos níveis diferenciados na BM&FBOVESPA; o estabelecimento de novas regras sobre os limites de aplicação dos recursos disponíveis nos fundos de pensão; a criação de práticas de governança corporativa do BNDES; a publicação da Lei nº 11.638/2007, que trata da adoção das práticas internacionais de contabilidade; e a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), que visa normatizar todas as discussões técnicas e assegurar a uniformização das práticas contábeis no Brasil.

Diante deste contexto, esta seção apresenta os mecanismos utilizados pelo governo federal brasileiro para realizar investimentos em companhias privadas de capital aberto no Brasil, e está dividida em três tópicos: a primeira subseção trata da estrutura de investimentos do BNDES e de sua subsidiária e braço de investimentos BNDES Participações (BNDESPar),

que possui foco na sustentabilidade e desenvolvimento regional; a segunda subseção aborda o Fundo de Investimento composto por recursos do FGTS e administrado pela Caixa Econômica Federal e; a terceira subseção apresenta os fundos de previdência PETROS e PREVI, responsáveis pela manutenção dos ativos trabalhistas e previdenciários de seus respectivos contribuintes.

2.2.1 O BNDES e o BNDESPAR

Cada vez mais preocupadas com as relações externas e com o equilíbrio de suas forças, as instituições buscam melhores formas de sobrevivência através de linhas de financiamento e captação de recursos financeiros por meio de fontes diversas. Para Aldrich (1979), o aumento da turbulência tornou fundamental um melhor conhecimento do ambiente e de seus componentes como fator de redução da exposição aos riscos organizacionais.

Fundado em 1952 e com o controle acionário total pela União, que detém 100% de suas ações, o BNDES representa um instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em diversos setores da economia brasileira. Com o objetivo de promover o crescimento social, regional e ambiental, a instituição realiza financiamentos para projetos de investimentos, aquisição de novos equipamentos e auxílio no processo de exportação de bens e serviços, gerando, assim, ganhos de produtividade e geração de emprego e renda (SOBREIRA; MARTINS, 2011). Deste modo, o BNDES representa um elemento de destaque no mercado financeiro brasileiro através de seus diversos programas de crédito.

Como instituição financeira híbrida, Sobreira e Martins (2011) definem que a atuação do banco se dá principalmente no mercado de crédito de longo prazo e por meio de projetos de larga escala, assumindo funções de natureza macroeconômica vinculada à execução de políticas governamentais nacionais.

Para Silva e Zorman (2012), a presença do BNDES através da modalidade de participação acionária nas empresas representa um grande reforço na capitalização com recursos próprios nas empresas privadas nacionais, possibilitando a sua alavancagem financeira por intermédio de uma série de ações governamentais.

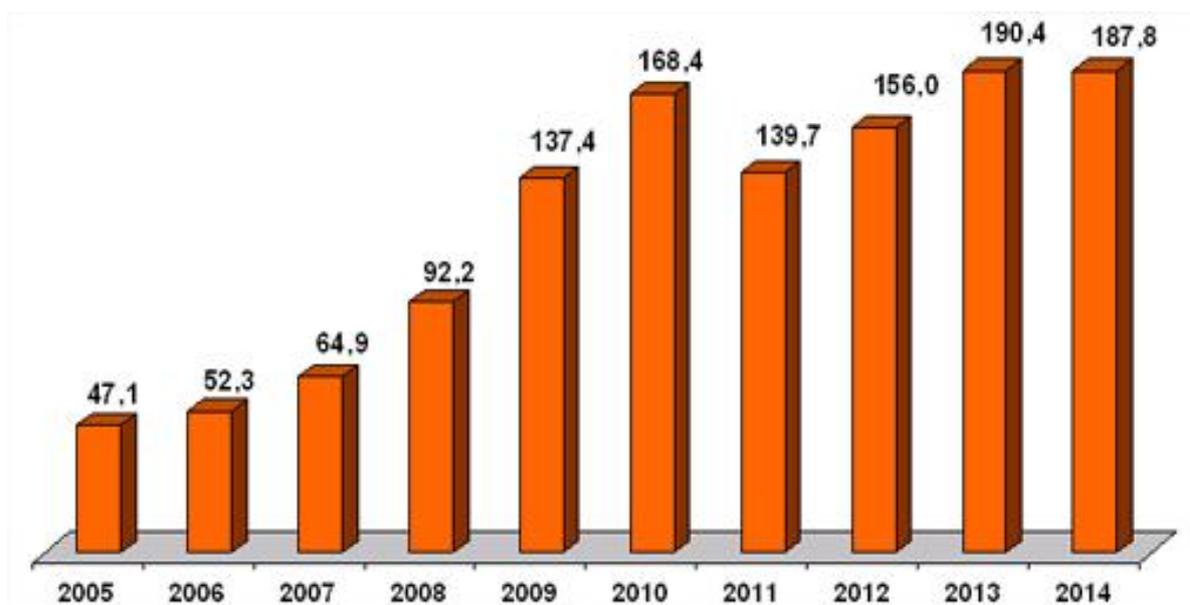
O BNDES possui, como agente intermediário destas ações, o BNDES Participações (BNDESPAR), criado em 1982 com a missão de fortalecer o mercado de capitais através da realização de investimentos em ações e debêntures conversíveis de companhias brasileiras, participando da estruturação de fundos de investimento (*venture capital* ou *private equity*) nos

quais atua como cotista. Desta forma, o BNDES garante o direito de participar do conselho de administração das empresas dos quais ele possui participação acionária ou estimula a liquidez e o desenvolvimento do mercado através da administração da sua carteira de ações de companhias abertas.

Através dos dados disponíveis no sítio do BNDES (2014), o valor da carteira de investimentos do BNDESPAR, composto por ações e derivativos, debêntures e cotas de fundos de investimento, compreende um total de 188 empresas e 38 fundos, concentrados nos setores de petróleo e gás, mineração, energia elétrica, alimentos, papel/celulose e telecomunicações.

A Figura 3 ilustra a evolução dos desembolsos, ou seja, dos recursos financeiros concedidos através de suas modalidades de crédito disponíveis realizados pelo BNDES nos últimos anos.

Figura 2 – Evolução do desembolso do BNDES (em bilhões de Reais)

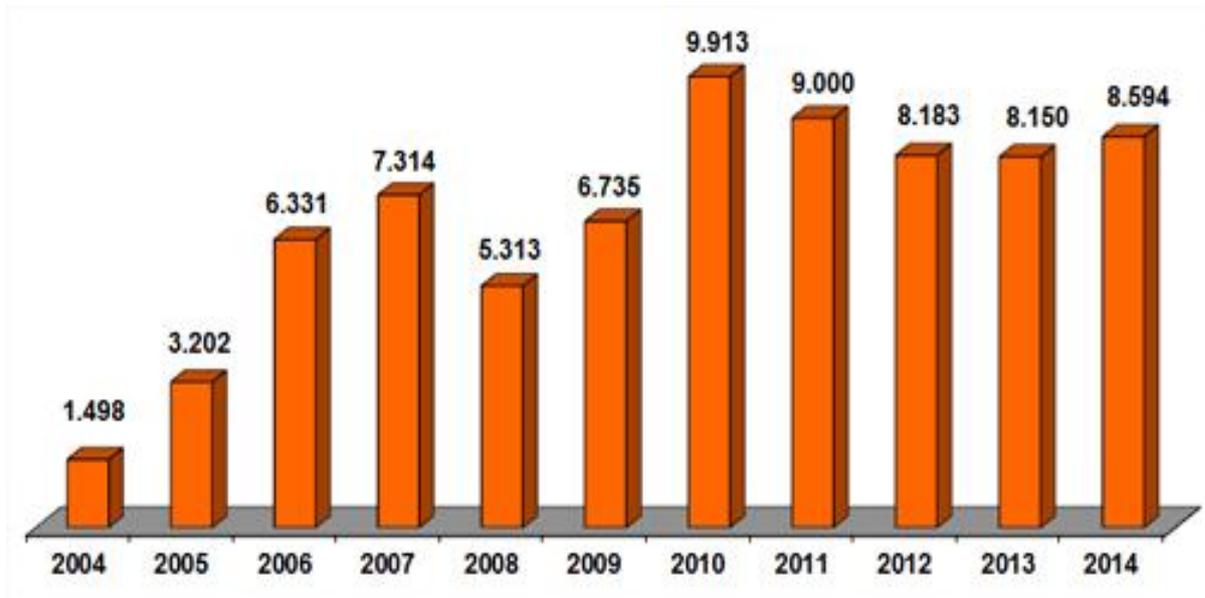


Fonte: BNDES (2014).

Percebe-se um crescimento contínuo dos desembolsos realizados ao longo do período, com exceção dos anos de 2011 e 2014, atingindo o recorde de investimentos durante o exercício de 2013, que coincide com a véspera do ano eleitoral. Destaca-se ainda que os anos de 2011 e 2014 foram abalados por crises econômicas mundiais e isso representa um indicativo de possibilidade de redução do volume de investimentos realizados pela instituição durante este período.

A Figura 4, por sua vez, ilustra a evolução dos lucros líquidos auferidos pelo BNDES nos últimos anos.

Figura 3 – Evolução do lucro líquido auferido pelo BNDES (em milhões de Reais)



Fonte: BNDES (2014).

A Figura 4 apresenta um crescimento contínuo do lucro líquido entre os exercícios de 2004 e 2007 e tendo atingido o recorde de lucro auferido no exercício de 2010.

Desde então, sucessivas reduções de lucro e oscilações são registradas até o fim do exercício de 2014, fato que corrobora com a relevância da presente pesquisa, visto que os resultados acima destacados denotam a necessidade de obtenção de um maior entendimento quanto às operações realizadas pela instituição em detrimento do seu objetivo social, assimilando os efeitos positivos produzidos pelos investimentos e os riscos associados a estas operações.

Diante do exposto, o propósito da participação do BNDES em companhias nacionais estimula o atingimento das melhores práticas de governança corporativa, reduzindo o custo de capital para as empresas, aumentando o retorno do acionista, assegurando a proteção dos interesses minoritários e impactando positivamente na geração de melhores resultados, além da promoção de incentivos regionais e sociais conforme missão da instituição.

2.2.2 A Caixa Econômica Federal

A análise do Sistema Financeiro Nacional (SFN) está intrinsecamente ligada à história da Caixa Econômica Federal, uma vez que, durante a sua fase de formação, o SFN apresentava-se como um grupo de casas bancárias de pequeno porte, sem qualquer traço de estruturação e organização. O advento do primeiro banco brasileiro ocorreu em 1808, com a

criação do Banco do Brasil e, posteriormente, a Caixa Econômica Federal surgia em 1861, ainda no período do Império e da República Velha (SILVEIRA; VIEIRA; CASTRO, 2013).

Segundo Selznick (1971), a criação de instituições bancárias neste período da história brasileira decorre da identificação e da necessidade de endereçar uma atenção especial com as classes menos favorecidas da população.

Costa Neto (2004, p. 13) afirma que a Caixa Econômica e Monte de Socorro criada em 1861 no Rio de Janeiro foi “outra forma de expressão do interesse governamental em atividades de crédito”.

Disciplinadas pela Lei nº 1.083, datada de 22 de agosto de 1860, as caixas econômicas foram submetidas a um novo regimento no ano de 1934 e convertidas efetivamente em um único órgão somente na década de 1970.

O Quadro 1 apresenta um resumo da evolução da Caixa Econômica Federal no Brasil e, conseqüentemente, da economia e do SFN durante os regimes históricos brasileiros.

Quadro 1 – Evolução histórica do Sistema Financeiro Nacional brasileiro

Período	Império Velho e República	Estado Novo e Democracia	Regime Militar	Modernidade	Atualidade
	1860 - 1929	1929 - 1964	1964 - 1990	1990 - 2003	2003 - 2010
Economia	Liberalismo e baixa presença do Estado na economia	Grande presença do Estado e uma maior abertura para a iniciativa privada e o capital estrangeiro	Grande presença do Estado, crise do petróleo e inflação	Maior abertura para iniciativa privada e capital estrangeiro	Maior presença da iniciativa privada e mantida a abertura para o capital estrangeiro
Sistema Financeiro Nacional	Inexistência de um sistema financeiro estruturado	Início da presença do FMI e Banco Mundial SUMOC / BB Autoridades SFN e BNDES	Banco Central SFH / BNH FGTS	Plano Real PROER / PROES Regras prudenciais Basileia	Crise financeira Presença e atuação de autoridades reguladoras
Campo das Organizações Bancárias	Surgimento das primeiras casas bancárias Fundação BB e Caixa Econômica Federal Primeiro estágio da formação do campo organizacional	Ampliação das casas bancárias, caixas econômicas e bancos estaduais Segundo estágio da formação do campo organizacional	Reforma bancária Correção monetária Início do terceiro estágio da formação do campo organizacional	Planos econômicos Privatizações Campo organizacional sob influência formal-regulativa	Fusões e aquisições Maior atuação dos bancos públicos Campo organizacional consolidado

Período	Império Velho e República	Estado Novo e Democracia	Regime Militar	Modernidade	Atualidade
	1860 - 1929	1929 - 1964	1964 - 1990	1990 - 2003	2003 - 2010
Caixa Econômica Federal	Fundação Unidades independentes Atuação restrita à formação de poupança e empréstimos sob penhor “Banco dos pobres” Garantia do governo imperial	Unidades independentes Conselho Superior das Caixas Econômicas Novas atribuições Hipotecas Monopólio Loterias e penhor Banco social	Unificação; Empresa pública federal; BNH, Gestão de Fundos e Programas FAS / FGTS; Depósitos judiciais; Incorporação BNH e Centralização do FGTS	Congelamento dos depósitos; PROES; Modernização das agências; Plano de Reestruturação Patrimonial	Ampliação dos correspondentes bancários; Bancarização e inclusão social; Principal parceiro do governo na operacionalização das políticas públicas; Caixa-PAR Agente de políticas anticíclicas
Processo de Institucionalização	Infusão de valores	Reforço de valores; Organização burocrática	Consolidação dos valores, segurança e solidez; Organização burocrática plena	Reengenharia de processos	Resgate e reinfusão de valores; Recrudescimento; Burocracia; Ampliação do quadro de pessoal

Fonte: Silveira, Vieira e Castro (2013).

Destaca-se que a utilização de recursos do FGTS através do Fundo de Investimento criado pela Caixa Econômica Federal se dá como forma de ampliar os rendimentos administrados pela instituição financeira, que realiza tais aplicações em recursos próprios e investimentos em companhias previamente qualificadas através de critérios técnicos definidos pela sua direção, uma vez que fora qualificada como agente operador destes recursos por nomeação dada pelo governo federal brasileiro.

O Fundo de Investimento de Garantia do Tempo de Serviço (FI-FGTS) foi criado através da Lei nº 11.491/2007, e tem como objetivo proporcionar a valorização das cotas por meio da aplicação de seus recursos na construção, reforma, ampliação ou implantação de empreendimentos de infraestrutura em rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, energia e saneamento. Destinado para receber aplicações de recursos oriundos do FGTS e quando autorizado por seu Conselho Curador, órgão responsável pelas decisões inerentes a destinação dos recursos administrados pela Caixa Econômica Federal, o FI-FGTS poderá participar de projetos contratados sob a forma de parcerias público-privadas (PPP) em consonância com a Lei nº 11.079/2004.

2.2.3 PETROS e PREVI

Para compreender melhor a participação dos dois maiores fundos de pensão nacionais, que são derivados de empresas estatais, torna-se necessário compreender o processo de desestatização brasileira, que se iniciou durante os anos 1980 e efetivamente implementado na década seguinte. Objeto de interesse de muitos brasileiros, a previdência privada fechada ou fundo de pensão caracteriza-se pela adoção de um plano previdenciário elaborado para o alcance de um determinado número de pessoas, após o cumprimento dos critérios técnicos definidos.

A Lei nº 8.031, promulgada em 1990, trouxe o advento do Programa Nacional de Desestatização (PND) e impulsionou o processo de privatização como parte integrante das reformas econômicas do governo federal brasileiro. Rabelo (1998) afirma que a iniciativa dos fundos de pensão em participar do processo de privatização apresentaria uma lógica econômica intrínseca.

O surgimento da previdência privada no Brasil ocorreu em 1904, por meio da criação da Caixa Montepio dos Funcionários do Banco do Brasil, que posteriormente se tornaria a atual PREVI. Já a formação do sistema público de previdência social brasileira teve início em 1933, através da criação do Instituto de Aposentadoria e Pensões dos Marítimos (IAPM). Segundo Delgado (2001), após o término da Segunda Guerra Mundial e a ameaça representada pelo “campo socialista” e das forças políticas de esquerda, a instalação de estruturas de bem-estar social tornou-se uma dimensão importante no cenário econômico mundial.

De acordo com Gacitúa-Marió e Woolcock (2005), saúde e previdência são dois componentes importantes e básicos da rede de proteção dos sistemas de bem-estar social. As fontes de receitas previdenciárias são, basicamente, obtidas através de três maneiras:

- a) recursos oriundos sobre uma fração dos salários dos contribuintes, sendo uma parte realizada pelo empregador e outra pelo empregado de acordo com as regras do plano;
- b) repasses oriundos de recursos da União;
- c) demais receitas compostas por imóveis e rendimentos de aplicações financeiras.

Siffert Filho (1998) destaca que o Brasil figura entre os maiores países com ativos de fundos de pensão, e os fundos estatais possuem uma parcela significativa na administração destes recursos financeiros. Isto pode ser corroborado na afirmação de Lazzarini (2011), na qual o governo federal brasileiro atua como proprietário de algumas companhias por intermédio de fundos de pensão de empresas públicas e estatais, nomeando integrantes de partidos políticos.

Para efeito de análise do presente estudo, serão utilizados os dois maiores fundos de pensão de empresas estatais brasileiras em valor de ativos, no caso, PETROS e PREVI.

A PETROS representa a caixa de previdência social dos funcionários da Petrobras e foi criada em 1970. Considerado o segundo maior fundo de previdência privada no Brasil com R\$ 77 bilhões de ativos registrados em suas demonstrações financeiras, possui um ramo de atuação de seus investimentos bastante diversificado (COELHO; CAMARGOS, 2012). Possui como missão oferecer produtos e serviços focados em seguridade adequados às expectativas de seus participantes, patrocinadoras e instituidores, geridos com eficácia, transparência e responsabilidade social. Sua visão é ser uma entidade multipatrocinada de produtos de seguridade, reconhecida pela sociedade como líder no mercado por sua competência e eficácia.

A PREVI, por sua vez, representa a caixa de previdência social dos funcionários do Banco do Brasil e é o maior fundo de pensão da América Latina em total de ativos, onde foi concebida no ano de 1904. Após sofrer uma série de diversas transformações ao longo dos anos, teve a sua participação em conselhos de administração e fiscal de empresas a partir de 1991; além dos investimentos, teve papel fundamental também nos leilões de privatização de empresas estatais, concentradas principalmente nos setores de energia elétrica, transportes e telecomunicações. Em 2013, detinha R\$ 166 bilhões de ativos em suas demonstrações financeiras e deteve a manutenção do título de maior fundo de previdência privada brasileiro (COELHO; CAMARGOS, 2012). Possui a missão de garantir o pagamento de benefícios aos associados de forma eficiente, segura e sustentável. Sua missão é ser a melhor administradora de planos de benefícios no Brasil, sendo referência internacional, com experiência comprovada através de diversos indicadores distintos.

A Tabela 1 apresenta um resumo descritivo do balanço social destes planos em 31 de dezembro de 2013.

Tabela 1 – Resumo de informações relevantes dos Balanços Sociais dos fundos de pensão

Descrição	PETROS	PREVI
Ativo total – R\$ Mil	76.729.136	171.084.213
Carteira de investimentos – R\$ Mil	66.059.949	169.465.753
Patrimônio para cobertura do plano – R\$ Mil	70.832.488	143.247.864
Compromissos com benefícios (provisões) – R\$ Mil	73.110.928	118.488.440
Nº total de participantes	158.552	198.223

Fonte: Silveira, Vieira e Castro (2013).

O conflito de interesses entre os beneficiários dos planos atuariais administrados por estes planos de pensão e as decisões de investimento baseadas na alta direção dos mesmos é tema comumente veiculado na imprensa nacional. Coelho e Camargos (2012) afirmam que a gestão dos fundos de pensão brasileiros sofre com questões de natureza ética, fraudes e sonegações, agravando prognósticos futuros para este setor. Para Zylberstajn, Afonso e Souza (2006), a situação da previdência social brasileira se agravou e os constantes resultados negativos, associados a um histórico quadro de desigualdades e diferenças de direitos e regras, são temas recorrentes na agenda política e econômica do país. Ainda segundo os autores, considerando uma série de razões históricas e institucionais, mesmo com as recentes reformas, o sistema previdenciário brasileiro ainda está distante de alcançar o equilíbrio atuarial.

Após a abordagem dos aspectos gerais da teoria da escolha pública e o papel do governo como acionista no setor privado realizado por intermédio de aquisição de ações de companhias brasileiras de capital aberto, destaca-se na próxima seção o processo de avaliação de desempenho de uma empresa, abordando os elementos geralmente aceitos para a mensuração da *performance* das companhias, sejam elas públicas ou privadas.

2.3 Avaliação do desempenho empresarial

Esta subseção abordará a exposição do desempenho empresarial com foco nos indicadores selecionados na pesquisa para análise de sua relação com as métricas de avaliação de resultados. Inicialmente será apresentado um contexto sobre a valoração e o desempenho empresarial e, posteriormente, serão abordados os indicadores que compõem a variável de desempenho.

Para Assaf Neto (2011), a evidenciação da *performance* de um negócio é realizada sob diferentes perspectivas e interesses distintos, considerando diversas variáveis que possibilitam mensurar a rentabilidade das operações, o custo de capital, a situação patrimonial, a gestão dos recursos disponíveis, o retorno aos acionistas e, mais recentemente, aspectos ligados a sustentabilidade e a geração de valor para uma sociedade.

Segundo Couto (2009, p. 41), “o processo de mensuração do desempenho envolve todo um planejamento estratégico que inclui o acompanhamento dos resultados e a comparação destes com os resultados esperados”.

No que se refere ao planejamento estratégico, apesar de cada empresa deter estratégias diferentes para competir e, assim, obter um grau de diferenciação e retorno perante o mercado, Porter (1986) afirma que algumas dimensões criam valores diferentes para uma determinada empresa:

- a) Especialização: grau de esforços quanto à amplitude da linha de produtos, segmento de clientes-alvos e mercados geográficos atendidos;
- b) Identificação das marcas: desenvolvimento de uma identificação da marca diretamente como consumidor final “versus” o apoio aos canais de distribuição na venda de seu produto;
- c) Seleção do canal: escolha do canal de distribuição;
- d) Qualidade do produto: escolha da matéria-prima, especificação, observação das tolerâncias, características, etc.;
- e) Liderança tecnológica “versus” comportamento imitativo;
- f) Integração vertical: montante do valor agregado;
- g) Posição de custo: busca-se baixo custo na fabricação;
- h) Atendimento: proporciona serviços auxiliares em sua linha de produto;
- i) Política de preços: posição relativa de preço no mercado;
- j) Alavancagem: grau de alavancagem financeira e operacional de que uma empresa dispõe;
- k) Relacionamento com a matriz: exigência sobre o comportamento de uma unidade baseada no relacionamento com a sua matriz.

O processo de avaliação e valorização de empresas é alvo de constantes estudos em função dos diferentes métodos possíveis de precificação de um negócio. Sob esta ótica, Anthony e Govindarajan (2001) destacam a relevância dos sistemas de avaliação de desempenho e informam que os mesmos não são controlados por parâmetros específicos e singulares, mas sim pela combinação de parâmetros financeiros e não financeiros que possibilitem um controle gerencial efetivo do negócio.

Coelho e Lins (2010) defendem que a separação entre a figura dos proprietários e gestores e o surgimento das grandes corporações no século passado foram os impulsionadores da necessidade de avaliação financeira das empresas.

Conforme Tavares e Liza (2010), existem três fatores principais para a análise de investimentos e de desempenho das empresas, sendo: i) se a geração de valor é capaz de compensar os riscos e os investimentos de um negócio; ii) se as atividades ou produtos desenvolvidos criam valor; e iii) como adicionar valor para garantir, assim, a sustentabilidade no longo prazo.

Para Hendriksen e Van Breda (2009), um dos principais objetivos da empresa é a maximização do fluxo de dividendos aos acionistas ao longo da vida da empresa, ou a maximização do valor de liquidação ou valor de mercado da empresa ao final de sua vida, ou em pontos intermediários, ou alguma combinação desses valores.

Tradicionalmente, a análise de desempenho de um negócio é realizada com base nos demonstrativos contábeis, que são considerados uma fonte privilegiada de informações e permitem o cálculo de uma série de indicadores, dentre eles o Balanço Patrimonial, a Demonstração de Resultado do Exercício, a Demonstração dos Fluxos de Caixa e a Demonstração de Mutações do Patrimônio Líquido (ASSAF NETO; LIMA, 2011).

Matarazzo (2010) afirma que as demonstrações financeiras fornecem dados sobre as empresas, gerados através da regulamentação contábil, constatando a utilidade dos dados contábeis para o monitoramento do desempenho empresarial. Entretanto, percebe-se uma tendência de análise de indicadores que transcendem uma análise tão somente baseada nos lucros de uma empresa, trazendo a ideia de que os resultados da organização também devem ser benéficos para a continuidade e a perpetuidade do negócio, remunerando o capital investido por meio da superação do custo de investimento realizado pelos acionistas. Para Coelho e Lins (2010), a principal crítica sofrida pela contabilidade está associada ao fato de sua dificuldade na geração de informações futuras confiáveis, ressaltando que a limitação não está associada a uma impossibilidade, mas ao fato de que a contabilidade constitui-se em uma ciência social, não exata e sujeita a modificações nos aspectos políticos e econômicos.

A posição de Hendriksen e Van Breda (1999, p. 93) indica que:

A principal dificuldade com uma ênfase no processo de contabilização e na estrutura convencional de divulgação é a de que certos termos contábeis, tais como lucro líquido e receita, e mensurações tais como custo histórico, possuem pouco ou nenhum significado interpretacional no que se refere a fenômenos do mundo real. Tais termos são criações dos contadores e, embora seja possível utilizá-los para fazer

predições de fenômenos do mundo real, as evidências não apoiam a validade da ideia [sic.] básica de fazer da estrutura de contabilidade seu objetivo básico.

Embora existam posições críticas ao modelo de mensuração e divulgação dos demonstrativos contábeis, sua aplicação é de suma importância ao ambiente empresarial, especialmente no que se refere às empresas de capital aberto, cuja apresentação e publicação são obrigatórias aos usuários periodicamente.

Sob a ótica do investimento, Gitman (2004) defende que os recursos aplicados devem ser suficientes para garantir a reposição financeira dentro de um espaço de tempo considerado razoável, que possa cobrir os riscos envolvidos e, assim, garantir uma transação financeiramente segura. Portanto, os analistas responsáveis pela precificação de uma empresa utilizam diferentes indicadores de mensuração de *performance* para alcançar níveis de confiança seguros no tocante ao valor de mercado e variáveis que dependem do interesse do potencial comprador.

Bernestein e Damodaran (2000, p. 185) afirmam que “os investidores veem a relação entre o preço pago por uma ação e seu valor contábil ou patrimônio (patrimônio líquido) como uma medida de sub ou superavaliação da ação”.

Encontram-se na literatura diversos indicadores ou medidas para avaliação dos indicadores econômicos e financeiros das atividades ou de um determinado negócio.

Gitman (2004) classifica os indicadores de desempenho de uma companhia em quatro tipos distintos: i) índices de liquidez, ii) atividade, iii) endividamento e iv) rentabilidade e valor de mercado. Ainda segundo Gitman (2004, p. 42):

A análise de índices a partir das demonstrações financeiras é importante para os acionistas, os credores e os administradores da própria empresa. Tanto os acionistas atuais como os acionistas futuros estão interessados no nível corrente e no nível futuro de risco e retorno da empresa, os quais afetam diretamente o preço da ação.

Para Assaf Neto e Lima (2011), alguns indicadores de rentabilidade do negócio são bons exemplos para mensurar a saúde de uma empresa, tais como o Lucro por Ação (LPA), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o Retorno sobre o Ativo (ROA) e o Valor de mercado das ações (VM). O Quadro 2 traz as fórmulas e dados para o cálculo dos três primeiros indicadores citados pelos autores.

Quadro 2 – Fórmulas de indicadores de rentabilidade

$$LPA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Número de ações emitidas}}$$

$$ROE = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido médio}}$$

$$ROA = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Fonte: Adaptado de Assaf Neto e Lima (2011).

Para Young e O'Byrne (2003), o LPA representa uma unidade de medida tradicional e se trata de um ponto de partida para o processo de valor de uma empresa.

A pesquisa realizada por Basso, Alves e Nakamura (2002) retratou a opinião de 72 executivos de empresas atuantes no Brasil sobre medidas de desempenho para fins de avaliação da *performance* empresarial. Os resultados do estudo demonstraram a seguinte ordem de classificação dos indicadores considerados essenciais:

- 1º - *Return On Investment* (ROI);
- 2º - *Economic Value Added* (EVA);
- 3º - *Return On Equity* (ROE);
- 4º - Lucro Por Ação (LPA);
- 5º - *Return On Assets* (ROA);
- 6º - *Market Value Added* (MVA);
- 7º - *Cash Value Added* (CVA);
- 8º - *Total Shareholder Return* (TSR);
- 9º - *Cash Flow Return On Investment* (CFROI); e
- 10º - Índice Preço/Lucro (IPL).

Genericamente, esses resultados corroboram com os indicadores propostos por Assaf Neto e Lima (2011) e alguns deles foram selecionados para esta pesquisa.

A revisão da bibliografia acerca do tema desempenho empresarial endereça um interesse constante pela busca de seu entendimento sob diferentes aspectos e tendo um maior enfoque sobre o retorno para o acionista. Segundo Assaf Neto (2008), a necessidade de se tomar decisões nos diversos níveis empresariais em busca da continuidade passa pela contabilidade, pelo comportamento de mercado e pelo desempenho interno da empresa. Esta complexidade de aspectos corrobora com Ribeiro (2008), que defende que a definição de valor de uma empresa compreende uma tarefa de difícil cumprimento para analistas, indicando ainda que não se deve esquecer das técnicas de valorização geralmente aceitas por especialistas.

Alguns estudos (PEREZ; FAMÁ, 2006a; SILVA; FERREIRA, 2006; PIVETA, 2006; SOARES, 2006; ALBUQUERQUE, 2007; CARNEIRO JÚNIOR *et al.*, 2007; CHAN; SILVA; MARTINS, 2007; PEROBELLI *et al.*, 2007; CHAVES; PIMENTA JÚNIOR; VELLANI, 2008; DALMÁCIO; REZENDE; SLOMSKI, 2009; SANTOS; CODA; SHIBAO, 2009; SANTOS, 2009; AMARAL FILHO; SALOTTI, 2010; CAMARGOS; BARBOSA, 2010; SILVA; VIEIRA, 2010; VELOSO; MALIK, 2010) utilizaram diferentes medidas de desempenho empresarial para a realização do alcance de seus objetivos. Desta forma, o Quadro 3 sintetiza alguns trabalhos com foco na avaliação de desempenho empresarial que utilizaram indicadores econômicos, operacionais e de valor, além de explicitar seus objetivos, indicadores de análise e métodos estatísticos.

Quadro 3 – Estudos com foco no desempenho empresarial

Autoria (Ano)	Objetivo	Indicadores	Método Estatístico
Silva e Ferreira (2006)	Constatar quais indicadores financeiros diferenciam as empresas que criam ou destroem valor aos acionistas.	Diversos (Endividamento, liquidez, rentabilidade)	Análise discriminante e de regressão múltipla linear
Piveta (2006)	Estudar a relação entre os indicadores de desempenho e o preço das ações.	Indicadores de rentabilidade e econômicos	Regressão múltipla linear
Soares (2006)	Verificar se os indicadores econômico-financeiros tradicionais recomendados, selecionados pela ANS, são relevantes para classificar o desempenho das OPS comparando com indicadores tradicionais na literatura	Diversos (Endividamento, liquidez, rentabilidade)	Análise fatorial
Albuquerque (2007)	Verificar a capacidade do EVA® em prever lucros futuros das empresas brasileiras de capital aberto.	EVA®, Indicadores econômicos e financeiros	Regressão linear múltipla
Carneiro Júnior <i>et al.</i> (2007)	Analisar o comportamento do EVA® por meio dos indicadores econômicos e financeiros, testando se os índices econômicos e patrimoniais explicam o seu comportamento.	EVA®, Indicadores econômicos e financeiros	Regressão múltipla linear
Perobelli <i>et al.</i> (2007)	Verificar a relação do EVA® e a estrutura de capital por meio de endividamento.	EVA®, Indicadores econômicos e financeiros	Dados em painel
Chaves, Pimenta Junior e Vellani (2008)	Verificar se existe correlação entre o retorno das ações e o EVA®.	EVA®, LPA e VM	Correlação de Pearson
Dalmácio, Rezende e Slomski (2009)	Analisar o comportamento de indicadores de <i>performance</i> , utilizados, pelas empresas, em diversos setores econômicos brasileiros	ROE, ROA, MVA®, EVA®, EBITDA, entre outros	Média de desvio padrão / Quartis
Santos, Coda e Shibaó (2009)	Analisar se as empresas brasileiras que possuem os maiores índices de satisfação no trabalho pelos empregados, expressos através do clima organizacional, também apresentam os melhores indicadores de desempenho financeiro	Rentabilidade do ativo ajustado, Margem de vendas ajustado, margem operacional, Giro do ativo, Rentabilidade do PL, Crescimento das vendas e vendas por empregado	Shapiro Wilks, teste T e Mann-Whitney e, posteriormente, um escalonamento multidimensional

Autoria (Ano)	Objetivo	Indicadores	Método Estatístico
Santos (2009)	Identificar a influência dos investimentos em inovação no desempenho empresarial, incluindo a formulação de um modelo de risco para a capacidade de inovar, enquanto um recurso para a empresa	ROS, ROE, ROA e Margem Líquida	Análise Fatorial e Regressão Linear Múltipla
Amaral Filho e Salotti (2010)	Realizar uma análise de desempenho global de uma empresa utilizando não apenas indicadores econômico-financeiros tradicionais, mas também indicadores que verifiquem o atendimento das funções sociais empresariais	Diversos (20 indicadores sociais e financeiros – dentre eles o Valor Adicionado da DVA)	Comparação de médias
Camargos e Barbosa (2010)	Identificar se os processos de F&A's de empresas brasileiras resultaram em sinergias (operacionais e gerenciais) e melhoraram a rentabilidade das empresas envolvidas	Lucro por ação, retorno sobre ativos, retorno sobre investimento, retorno sobre patrimônio, <i>payout</i>	Testes não paramétricos de Comparação de médias (Wilcoxon e Teste dos Sinais)
Veloso e Malik (2010)	Avaliar o desempenho econômico-financeiro de empresas da área de saúde, principalmente sua rentabilidade, comparando hospitais, operadoras de plano de saúde e empresas em geral	ROE, ROI, Margem Líquida, EBITDA e evolução real da receita	Testes não paramétricos da mediana e do qui-quadrado
Diel <i>et al.</i> (2014)	Análise da eficiência econômico-financeira das empresas pertencentes ao agronegócio brasileiro	Margem bruta, margem operacional, margem líquida, giro do ativo, ROA e ROE	Método DEA não paramétrico
Yoshikuni <i>et al.</i> (2014)	Estratégia como mediadora da relação entre uso de S.I. e desempenho empresarial	ROL, lucro líquido e quantidade de colaboradores	Análise de invariância estrutural

Fonte: Elaborado pelo autor com base na revisão de literatura.

Com base no Quadro 3, é possível destacar as variáveis de desempenho utilizadas nesta pesquisa, com as suas respectivas categorias, sendo:

- a) Indicadores Econômicos: ROE, ROA e LPA; e
- b) Indicadores de Valor: Valor de Mercado (Economática[®]).

Além dos indicadores destacados na pesquisa, o segmento de listagem das ações na BM&FBOVESPA também foi considerado como característica empresarial, sendo um diferencial qualitativo na medida em que a classe da ação representa um maior nível de governança corporativa.

A escolha destes indicadores é justificada pela afinidade com o objetivo da pesquisa, pois tratam-se de informações relacionadas com o porte empresarial, o resultado de suas operações e acolhem os conceitos de desempenho sob a perspectiva da geração de valor, destacando a rentabilidade das empresas através da apresentação de indicadores que possam representar o retorno para os acionistas e para a sociedade como um todo.

A seguir será apresentada uma breve descrição dos indicadores de desempenho empresarial utilizados neste estudo para composição das variáveis selecionadas como

possíveis fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto.

2.3.1 Indicadores econômicos

A Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) é considerada por Dalmácio, Rezende e Slomski (2009) como o principal quociente de rentabilidade utilizado por analistas para representar a medida geral de desempenho empresarial. O ROE (*Return On Equity*) compreende a relação entre o lucro líquido (LL) e o Patrimônio Líquido (PL).

Apresenta-se através da fórmula (1):

$$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (1)$$

Para o presente estudo, esta relação é relevante por indicar a possibilidade de mensurar o retorno para o acionista e para a própria operação. Assaf Neto e Lima (2009) destacam a atenção para o momento da análise deste indicador, pois o retorno dos acionistas pode ser superior ao retorno da empresa. Basicamente, esta análise do retorno pode ser encontrada através da implicação dos passivos circulantes e não circulantes como acréscimos ao patrimônio líquido, constituindo assim a estrutura de capital total da empresa.

A Rentabilidade sobre os Ativos (ROA) é destacada por Assaf Neto e Lima (2009) como um dos mais importantes indicadores de rentabilidade de uma empresa. O ROA (*Return On Assets*) avalia a capacidade de geração de lucros com base na quantidade de ativos disponíveis por uma empresa.

Apresenta-se através da fórmula (2):

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Total de Ativos}} \quad (2)$$

Para o presente estudo, a relevância do ROA se dá pela avaliação da capacidade de geração de resultados promovidos pelos ativos empresariais que, por sua vez, são resultados de investimentos realizados por acionistas (sócios) e terceiros como forma de avaliar o custo de oportunidade.

Marion (2009) evidencia que através dos indicadores de rentabilidade é possível identificar o retorno. Ainda segundo o autor, no caso da ROE, para cada R\$ 1,00 investido identifica-se o valor ou percentual de ganho para os investidores, enquanto que o ROA

permite identificar que, para o mesmo R\$ 1,00 investido, pode-se avaliar o poder de ganho da empresa.

O Lucro por Ação (LPA) constitui-se na representação individualizada do resultado auferido pela organização e, assim, representar a unidade monetária básica de entrega de valor ao acionista.

Apresenta-se através da fórmula (3):

$$LPA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Nº de Ações}} \quad (3)$$

Para o presente estudo, o resultado auferido por ação unitária é relevante para coletar o retorno do investimento realizado pelo acionista em um determinado período de análise.

2.3.2 Indicadores de valor

Ribeiro (2008) afirma que a definição de valor compreende uma tarefa de difícil cumprimento para os analistas, embora muitos textos de finanças que tratam sobre avaliação de empresas apresentem tais resultados com cálculos precisos. O autor ainda menciona que não se deve esquecer que a avaliação de uma empresa está relacionada com a opinião de um profissional que pode sintetizar o resultado da aplicação de uma série de técnicas de *valuación* geralmente aceitas através de seu julgamento.

Os indicadores de valor utilizados nesta pesquisa estão associados ao valor de mercado da empresa.

Assaf Neto (2011) argumenta que uma empresa pode apresentar diferentes números que representam o seu negócio: o valor de mercado, o valor contábil e o valor justo (*fair value*). O valor contábil é representado pelo patrimônio líquido disposto no balanço patrimonial da companhia. O valor de mercado, por sua vez, representa o valor decorrente do preço negociado de suas ações, sujeito a oscilações constantes e baseado na avaliação dos investidores. Já o conceito de valor justo é ainda mais subjetivo.

Desta forma, a qualificação do valor de mercado baseado será auferida com base nos dados disponíveis no Economática[®].

Paralelamente, o segmento de listagem das ações na BM&FBOVESPA denota a qualidade da governança corporativa e da administração da companhia quando qualificada como ‘Novo Mercado’, o nível mais alto de gestão e transparência de uma companhia,

podendo representar um fator decisivo na escolha do investimento. Estes segmentos estão classificados por regras vinculadas aos princípios de governança corporativa e vão além das obrigações convencionais regidas pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei das S/A's) e possuem como objetivo melhorar a avaliação das companhias que optam voluntariamente por aderir a um destes níveis de listagem. Destaca-se o fato de que esta pesquisa se diferencia das demais por inserir este componente no grupo de variáveis categóricas para análise.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), a maximização de valor para o acionista deve sobrepor à continuidade da empresa. Desta forma, os autores constatarem que um melhor desempenho da companhia quando existem regras mais claras de governança voltadas para a transparência da gestão, e que isso está diretamente associado às companhias que possuem um maior foco de investimento e busca pelo retorno para os acionistas.

O Quadro 4 detalha os tipos de segmentos de listagem das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA.

Quadro 4 – Comparativo dos segmentos de listagem da BM&FBOVESPA

	Bovespa Mais**	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias*	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra		
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
Vedação à acumulação de cargos*	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração*	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	

	Bovespa Mais**	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual	Facultativa	Obrigatória			Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório				Facultativo
Divulgação adicional de informações*	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de <i>tag along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON e PN*	80% para ações ON (conforme legislação)		
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento			Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório			Facultativo	

Notas: *desde de 10/05/2011. ** a partir de 23/5/2014.

Fonte: adaptado de BM&FBOVESPA (2014).

Na presente pesquisa, a análise dos perfis de governança listados pela BMF&BOVESPA, conforme informações evidenciadas no Quadro 4, permitirá evidenciar o nível de aderência das companhias privadas de capital aberto que são alvo dos investimentos realizados pelo setor público. As ações listadas no segmento de ‘Novo Mercado’, classe representante do maior nível de gestão, serão utilizadas para qualificar um dos critérios de escolha dentre os indicadores de valor, sendo qualificada como um fator diferenciado para o investidor na busca por uma melhor gestão e transparência.

Diante do exposto até aqui, destaca-se que esta pesquisa terá como unidade de análise companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA que se enquadram na relação de empresas que possuem participação acionária do governo federal brasileiro por meio de suas instituições. Pretende-se identificar os fatores determinantes da participação do governo federal para a escolha destas companhias privadas de capital aberto através de diferentes tipos de indicadores, partindo do pressuposto de que estas escolhas são técnicas e baseadas em algum critério relevante dentro da avaliação de *performance* das organizações.

3 METODOLOGIA

Ruiz (2006) define que o processo de pesquisa compreende o método de abordagem de um problema em estudo, realizado por meio de uma investigação planejada, desenvolvida e redigida em conformidade com as normas metodológicas consagradas pela ciência.

Segundo Lakatos e Marconi (1991), o método representa um conjunto de atividades sistemáticas e racionais que são trabalhados com segurança e economia para propiciar o alcance do objetivo.

Esta pesquisa baseia-se na ampliação de conhecimento do mercado de capitais brasileiro e, principalmente, das companhias de capital aberto que possuem vínculo societário com instituições governamentais por meio da participação acionária do Estado brasileiro na estrutura de capital societário, tendo como finalidade a busca pela identificação da decisão do investimento baseado em variáveis relacionadas com o desempenho e o valor das empresas.

Estudos semelhantes foram consistentes na utilização destas temáticas como forma de resposta aos seus diversos problemas de pesquisa, dos quais pode-se destacar: Perez e Famá (2006a, 2006b), Ferreira, Marques e Barbosa (2007), Teh, Kayo e Kimura (2008), Facó, Duarte e Csillag (2009), Brito, Brito e Morganti (2009), Santos (2009), Gallon, Reina e Ensslin (2010), Miranda, Gallon e Silva-Filho (2011) e Miranda, Gallon e Nogueira (2011).

Como forma de validação da pesquisa necessita-se observar a fonte da coleta dos dados, a sua aplicação e manipulação.

Esta pesquisa possui abordagem de dados quantitativa, com dados coletados através de bases reconhecidas nacionalmente com credibilidade.

Desta forma, são apresentados nas subseções seguintes os procedimentos metodológicos relacionados com a caracterização da pesquisa, a fonte e a forma de coleta dos dados, assim como o tratamento e a formação de variáveis, sendo estes elementos necessários para o cumprimento dos objetivos deste estudo.

3.1 Caracterização da pesquisa

O delineamento da pesquisa ocorre em função dos objetivos, dos procedimentos e da abordagem do problema.

A pesquisa é classificada como descritiva, conforme definição proposta por Gil (1999), por focalizar a descrição do objeto alvo de estudo, que é a caracterização das empresas que recebem investimentos do governo federal brasileiro.

No que se refere à abordagem do problema, o estudo é considerado quantitativo, conforme Richardson (2009). Como forma de resposta ao primeiro, ao segundo e ao terceiro objetivos específicos, é utilizada a abordagem descritiva dos dados e a utilização de ferramenta estatística para fins quantitativos é considerada para o alcance do objetivo geral e do quarto objetivo específico. Entende-se que o problema de pesquisa proposto será melhor enquadrado através desta abordagem quando se relacionam variáveis de desempenho com caracterização de dados.

No que concerne à coleta de dados, a pesquisa é documental, destacando-se o fato de que os dados são obtidos de forma secundária, disponibilizados por instituições especializadas e por meio de publicações disponíveis a todo momento, por se tratarem de companhias de capital aberto que são reguladas por práticas de transparência e controle. Segundo Vergara (2007), a investigação documental ocorre quando é realizada pela utilização de documentos mantidos por instituições públicas ou privadas.

A técnica estatística que suporta a pesquisa é a regressão logística, sendo esta uma ferramenta que permite o ajuste de variáveis independentes a uma variável de resposta categórica.

Resumidamente, o estudo classifica-se como descritivo, realizado por intermédio de levantamento documental através da utilização de dados secundários, com abordagem quantitativa dos dados através da técnica estatística de regressão logística.

3.2 Delimitações da pesquisa

3.2.1 Definição da população e amostra

Richardson (2009) define universo ou população como sendo um conjunto de elementos com características determinadas cuja totalidade pode-se extrair um subconjunto que será denominado de amostra.

A população compreende a totalidade das companhias de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA ao término do exercício 2013, sendo composta por um total de 515 empresas na data do acesso. Em 2013, existiam 522 companhias registradas; entretanto, 7

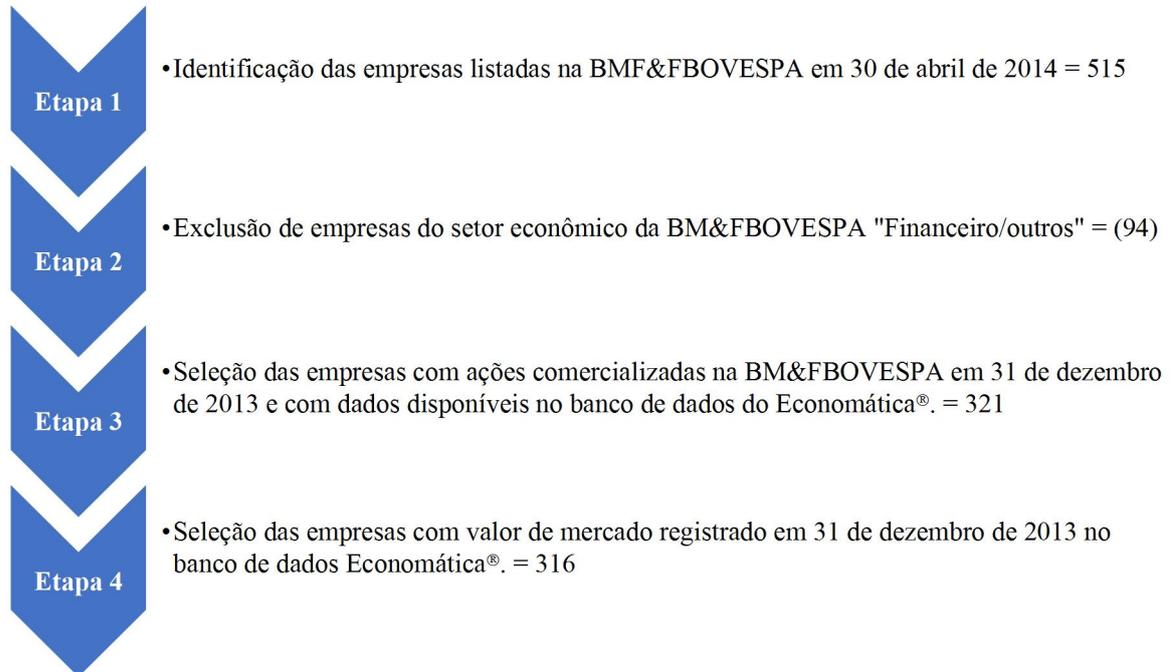
delas estavam com suas ações suspensas para comercialização e, conseqüentemente, para disponibilização dos dados convencionais publicados por uma companhia aberta no Brasil.

A amostra foi composta pelas empresas de capital aberto, listadas na referida bolsa, excluídas as empresas classificadas no setor econômico “Financeiro e Outros”. A não consideração dessas instituições deve-se às suas características peculiares das atividades do setor não favorecendo a comparação entre indicadores de rentabilidade e de valor com outros setores econômicos (ANDRADE *et al.*, 2009; CARVALHO; KAYO; MARTIN, 2010; CAIXE; KRAUTER, 2013).

Além disso, a composição da amostra considera as empresas que tinham ações comercializadas na referida Bolsa na data de 31 de dezembro de 2013, com valor de mercado informado para findo do exercício social do mesmo ano, constante na base de dados Economática®, obtendo-se uma amostra inicial não probabilística de 316 empresas (Apêndice A).

A Figura 4 apresenta os passos para composição da amostra inicial do estudo.

Figura 4 – Etapas para definição da amostra inicial do estudo



Fonte: Elaborado pelo autor.

Partindo da etapa inicial de identificação das empresas listadas na BM&FBOVESPA, a segunda etapa da seleção para coleta de dados excluiu 94 empresas classificadas, na listagem da BM&FBOVESPA, no econômico “Financeiro e outros”. Ressalta-se que a pesquisa tomou por base, nas etapas 3 e 4, os dados disponíveis no Economática®, portanto,

excluindo-se empresas que não tinham ações comercializadas em 31 de dezembro de 2013 e sem valor de Ativo Total disponível na base de dados.

A Tabela 2 apresenta a quantidade de empresas da amostra inicial do estudo, por setor de atuação, conforme o segmento de listagem da BM&FBOVESPA.

Tabela 2 – Amostra da pesquisa

Setor	NM	N2	N1	MA	Trad	MB	BDR	Total
Bens Industriais	10	3	3	1	17	0	0	34
Construção e Transporte	31	2	0	0	13	4	1	51
Consumo Cíclico	23	3	2	0	35	2	1	66
Consumo não Cíclico	23	0	1	2	11	0	1	38
Materiais Básicos	8	1	9	1	16	1	0	36
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	0	0	0	2	0	0	6
Tecnologia da Informação	5	0	0	2	2	1	0	10
Telecomunicações	1	0	1	1	6	0	0	9
Utilidade Pública	9	5	7	2	32	10	0	65
(Não classificado)	0	0	0	0	0	0	1	1
Total	114	14	23	9	134	18	4	316

Notas: NM = Novo Mercado; N2 = Nível 2; N1 = Nível 1; MA = Bovespa Mais; Trad = Tradicional; MB = Balcão Organizado; BDR = BDR's Patrocinados.

Fonte: Elaborado pelo autor.

A amostra não probabilística de 316 empresas foi composta para o alcance do objetivo geral, como também serviu para testar as hipóteses do 4º objetivo da presente pesquisa. O destaque do grupo formado pelas companhias listadas na BM&FBOVESPA, que possuem participação pública do governo federal brasileiro, serviu de seleção para o alcance dos três primeiros objetivos específicos, de abordagem qualitativa, do presente estudo, relacionadas no Apêndice B. Do total de 316 companhias listadas, foram identificadas que 100 companhias possuíam participação acionária de uma ou mais instituições públicas selecionadas na pesquisa por intermédio da leitura da composição societária disponível nas Notas Explicativas.

3.2.2 Coleta de dados e variáveis

Os dados foram coletados nas demonstrações financeiras publicadas pelas companhias e disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA. A data de acesso dos relatórios ocorreu em 30 de abril de 2014. Para a consecução do objetivo geral foi adotada a técnica multivariada de regressão logística, com a utilização da ferramenta estatística IBM *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), versão 20. Tendo em vista que é possível categorizar algumas

variáveis, a aplicação da regressão logística se apresenta como adequada, permitindo a identificação da influência de determinados fatores analisados sobre a probabilidade de ocorrência de um determinado evento (HAIR *et al.*, 2006; DIAS FILHO; CORRAR, 2007).

Para o atendimento do primeiro, segundo e do terceiro objetivos específicos – descrever a participação acionária do governo federal, examinar o desempenho econômico-financeiro das companhias e caracterizar as companhias brasileiras de capital aberto que possuem participação acionária do governo federal, respectivamente – foi realizada a descrição e caracterização dos dados contidos no Formulário de Referência, no Formulário Cadastral e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no portal eletrônico da bolsa de valores BM&BOVESPA e da CVM, relativos ao exercício findo em 31 de dezembro de 2013, além dos indicadores propostos por Assaf Neto e Lima (2011), através de cálculos pelo *software* de planilha eletrônica Microsoft Excel, versão 2010.

Para a execução do quarto objetivo específico, foi realizado o teste de média, diferenciando algumas variáveis coletadas do Economática® e o cálculo relação ao nível de governança, decorrente da classificação no segmento de listagem diferenciado, disponível no sítio da BM&FBOVESPA. Desta forma, foi considerando o agrupamento de 100 empresas que receberam investimento das instituições públicas do governo federal em relação ao grupo de 216 empresas que não possuem relação com este tipo de investidor.

O Quadro 5 resume as fontes de dados da coleta da pesquisa, segundo os objetivos do estudo.

Quadro 5 – Variáveis e fontes de coleta da pesquisa

Objetivo	Variáveis	Fonte
Objetivo geral	Investidores do governo federal (categóricas), Ativo Total, Patrimônio Líquido, Receita Total, Valor de Mercado, ROA, ROE, LPA e Nível de Governança Corporativa	Economática® e sítio da BM&FBOVESPA
1º objetivo específico	Empresas investidas, Setor de atuação, Segmento de listagem das ações negociadas	DFP; Formulário Cadastral; Formulário de Referência e sítio da BM&FBOVESPA
2º objetivo específico	Ativo total, Receita Total e Patrimônio líquido	DFP e Economática®
3º objetivo específico	Sede social, Porte da companhia e Valor de mercado	Formulário Cadastral, Formulário de Referência, sítio da BM&FBOVESPA e Economática®
4º objetivo específico	ROA, ROE e LPA	Economática®

Fonte: Elaborado pelo autor.

Diante da representação descrita no Quadro 5, as variáveis utilizadas são descritas da seguinte maneira:

a) Investidores do governo federal: variáveis categóricas que consideram as empresas investidas pelas entidades do governo federal (BNDES, BNDES Par, CEF, PETROS, PREVI), com base na análise do Formulário de Referência de 2013;

b) Ativo Total (AT): representa a mensuração dos bens e direitos listados pela companhia ao final do exercício de 2013, publicado no balanço patrimonial de 2013, disponível no Economática®;

c) Patrimônio Líquido (PL): representa a mensuração do capital investido pelos sócios e adicionado pelas reservas constituídas e pelos lucros ou prejuízos acumulados ao final do exercício de 2013, publicado no balanço patrimonial de 2013, disponível no Economática®;

d) Receita Total (RT): receita operacional líquida, representada pelo somatório de todas as vendas realizadas pela companhia durante o exercício, deduzidas dos tributos incidentes sobre o faturamento, deduções, abatimentos e cancelamentos de vendas, disponível no Economática®, findo o exercício social de 2013;

e) Setor de atuação: setor econômico da BM&FBOVESPA representa uma métrica para identificação do ramo de atuação da qual a companhia está inserida, ou seja, o contexto operacional e o segmento a qual ela está associada, disponível no sítio da BM&FBOVESPA;

f) Nível de Governança: derivado do segmento de listagem das ações negociadas na BM&FBOVESPA, representando um fator importante na medida em que o nível de governança aumenta em conjunto com o grau de transparência e a qualidade das informações publicadas, definidas em seu máximo valor na classe do Novo Mercado, resultando nos seguintes níveis: NM = 3; N2 = 2; N1 = 1; MA = 1; Trad = 0; BDR = 0; MB = 0;

g) Os indicadores econômicos, operacionais e de valor utilizados na pesquisa (ROA, ROE e LPA, respectivamente) representam as métricas comumente utilizadas em estudos acadêmicos e assim definidas pelos seus respectivos autores como geralmente aceitas pelo mercado de capitais e, sob a ótica do acionista, representam uma mensuração essencial na avaliação do investimento;

h) Porte da companhia: associado com a definição da Lei nº 11.638/07, que qualifica como companhias de grande porte aquelas ao apresentarem total de ativos superior a R\$ 240 milhões ou receita operacional líquida anual superior a R\$ 300 milhões, com base nos dados do Economática®, findo do exercício social de 2013;

i) Sede social: representa uma métrica para identificação da localização e, conseqüentemente, da região geográfica da companhia que também pode influenciar na decisão do investimento;

j) Valor de mercado: representa o preço pago pelas ações comercializadas na Bolsa de Valores, sendo o valor extraído, da base nos dados do Economática[®], tendo como parâmetro o valor no fim do exercício social de 2013.

3.2.3 Análise dos dados

As particularidades de cada objeto de uma pesquisa a ser realizada buscam um resultado capaz de responder a um determinado questionamento, através da análise e da compreensão das possíveis variáveis que afetam direta ou indiretamente ao resultado obtido pelo pesquisador. Conseqüentemente, após a realização da pesquisa faz-se necessário realizar o agrupamento e a análise dos dados coletados para que estes sejam devidamente tratados por meio das ferramentas mais adequadas para o fornecimento de resultados confiáveis e condizentes com a realidade da dissertação sob estudo.

Diante da hipótese geral da pesquisa, de que existe relação entre os recursos investidos pelo governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto e suas características empresariais, financeiras e de governança. São consideradas como características empresariais na presente pesquisa: i) setor de atuação; ii) segmento de listagem das ações negociadas; iii) ativo total; iv) receita operacional líquida; v) patrimônio líquido; vi) indicadores econômicos, operacionais e de valor; vii) sede social; viii) porte da companhia; e ix) valor de mercado.

A necessidade de relacionar variáveis categóricas denota o aspecto quantitativo desta pesquisa, durante o processo de análise dos dados, buscando identificar quais variáveis influenciam diretamente os resultados e, assim, determinar quais destas variáveis devem ser alvo de análise e, a partir de então, definir o melhor método estatístico que será adotado para credenciar os resultados obtidos.

Para Pagano e Gauvreau (2008), a análise multivariada representa o uso dos métodos estatísticos por meio de uma análise conjunta de diversas variáveis que podem influenciar uma determinada situação ou objeto sob estudo. Para a execução destes tipos de técnica, existe a necessidade de utilização de *software* estatístico que possa trabalhar com eficácia todas as variáveis do estudo de maneira que o pesquisador possa, objetivamente, analisar e compreender as variáveis e a influência delas no estudo. Gujarati (2006) defende a aceitação de novas tecnologias ao afirmar que é por meio da expansão da tecnologia dos *softwares* é que o uso da análise multivariada se torna cada vez mais comum nos diversos campos de conhecimento e de atuação empresarial.

Atendendo ao objetivo geral desta pesquisa, o método de análise multivariada da regressão logística utilizado neste estudo tem o objetivo de avaliar quais os fatores que afetam a probabilidade de seleção das companhias brasileiras de capital aberto que recebem investimentos por meio da compra de ações pelas instituições públicas selecionadas. Desta forma, as variáveis independentes podem ser ajustadas através da regressão logística a uma variável de resposta categórica. Segundo Hosmer e Lemeshow (1980), diferentemente de variáveis contínuas, as variáveis categóricas podem assumir alguns valores particulares de resposta, podendo estes ser binários (dicotômicos), cuja resposta possui apenas dois níveis – falha ou sucesso, ou politômicos (que possuem mais de três classes), sendo uma extensão do anterior no qual uma resposta pode assumir múltiplos níveis de saída. Como forma de ilustração destes conceitos suponha que uma variável independente z consegue explicar ou prever o comportamento da variável dependente A , de tal forma que:

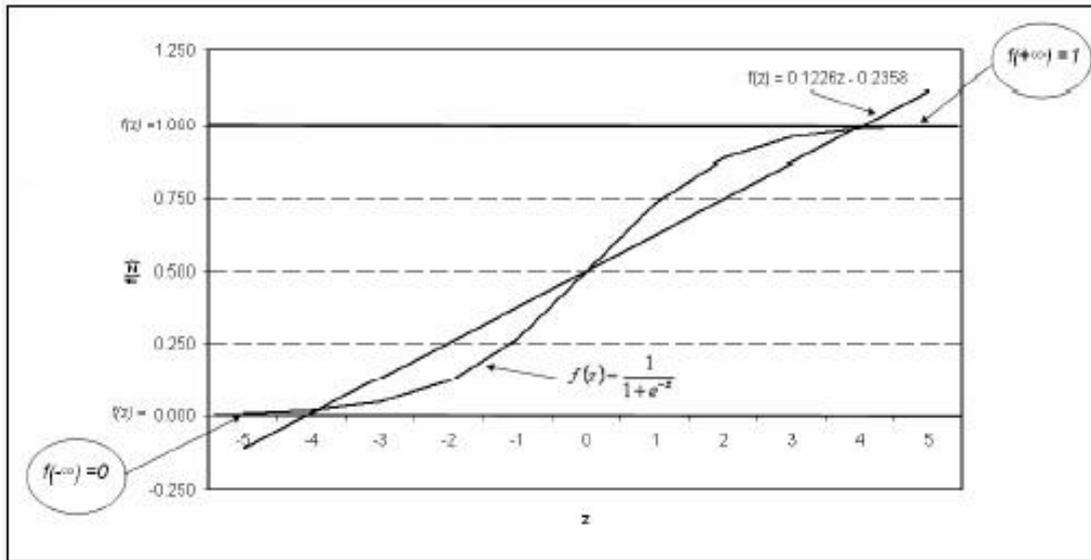
$$\begin{array}{ccc} Z & \text{explica} & A_{0,1} \\ \text{Var. Independente} & \longrightarrow & \text{Var. Dependente} \end{array} \quad (5)$$

Onde z pode ser uma única variável ou um conjunto de variáveis independentes. A regressão logística é o procedimento matemático que pode ser utilizado para descrever a relação de z (z_1, z_2, \dots, z_n) com uma variável dicotômica, como A . Strauss (1992) descreve a função logística $f(z)$ assim como a forma matemática na qual o modelo logístico se baseia.

$$f(z) = \frac{e^z}{1+e^z} \text{ ou } f(z) = \frac{1}{1+e^{-z}} \quad (5)$$

A Figura 5 ilustra como o comportamento do modelo de regressão logística versus um modelo linear. É possível observar que, independentemente do valor de z , a amplitude dos resultados de $f(z)$ está entre 0 e 1, ou seja, $0 \leq f(z) \leq 1$. Comparando-se o modelo linear observa-se que os mesmos escapam dos limites entre 0 e 1. Esta forma de abordagem também é utilizada para descrever probabilidades.

Figura 5 – Comparação entre a curva logística e linear



Fonte: Mendes e Vega (2011).

O procedimento normalmente utilizado faz utilização de n variáveis independentes (ou explicativas) de tal forma que:

$$\begin{array}{l} x_1, x_2, \dots, x_n \quad \text{explica} \quad A_{0,1} \\ \text{Var. Independente} \longrightarrow \text{Var. Dependente} \end{array} \quad (6)$$

Diante do exposto, esta técnica apresenta-se adequada para a modelagem e estará relacionada a uma série de variáveis independentes ou explanatórias, extraídas a partir dos dados financeiros coletados. Neste contexto, o papel da regressão logística é similar ao dos modelos de regressões tradicionais, ou seja, encontrar o melhor modelo que relacione variáveis dependentes e independentes. Desta forma, a variável independente z (equação 3) torna-se um índice (combinação linear) que agrega n variáveis independentes (\mathbf{X}' s):

$$z = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_n X_n \quad (7)$$

Substituindo-se a equação 7 em 5, resulta em:

$$f(z) = \frac{1}{1+e^{-z}} = \frac{1}{1+e^{-(\alpha+\beta_1 X_1+\beta_2 X_2+\dots+\beta_n X_n)}} \mathbf{1} = \frac{1}{1+e^{-(\alpha+\sum_{i=1}^n \beta_i X_i)}} \quad (8)$$

Onde:

- $P(D=1 \mid X_1, X_2, \dots, X_n)$: probabilidade condicional de ocorrer o evento $D=1$ (variável dicotômica $D_{0,1}$), conhecido como modelo logístico, dado o vetor \mathbf{X} .

- X_1, X_2, \dots, X_n ou o vetor \mathbf{X} : variáveis independentes.

- α, β_i : parâmetros desconhecidos a serem estimados por métodos matemáticos.

Destaca-se que o valor de parâmetro α controla $P(X)$ quando X 's são zero, e os valores de β_i ajustam a taxa de modificação de $P(X)$ com relação às variáveis independentes X 's. Dado a relação entre X e $P(X)$ é não linear, β não tem uma interpretação direta neste modelo como em uma regressão linear. Isto implica que a taxa de modificação da curva logística modifica-se com diferentes valores de X_0 .

A utilização de dados agrupados em regressão logística resulta em uma probabilidade entre 0 e 1 em função da utilização da razão de desigualdades no processo de estimação dos coeficientes. Assim, segundo Hair *et al.* (2006), qualquer valor de probabilidade é dado em uma variável métrica que pode ser estimada.

Dias Filho e Corrar (2007) corroboram com esta colocação ao afirmar que a regressão logística se apresenta como mais adequada do que as demais por ter uma escala variável entre zero e um.

Wooldridge (2010) afirma que, diferentemente do método dos mínimos quadrados ordinários em regressão múltipla, que utiliza a minimização dos resíduos para estimação dos resultados, a regressão logística usa a estimação da verossimilhança baseado na distribuição de y dadas as variáveis x . Desta forma, ao invés de minimizar as diferenças quadradas entre os resultados reais e os resultados estimados, a regressão logística maximiza a probabilidade de que um evento ocorra.

Este modelo estatístico possui sua efetividade destacada de acordo com cada estudo desenvolvido assim como também através das características da amostra ou população utilizada. Sob esta ótica, Hair *et al.* (2005) e Gujarati (2006) mostram que a escolha da melhor ferramenta considera também a utilização dos seguintes elementos:

- Identificação das variáveis dependentes e independentes;
- Natureza das variáveis (binária ou dicotômica);
- Significância estatística como também ordem de prática;
- Familiarização com os modelos estatísticos adequados ao estudo.

Como o modelo utilizado é de resposta binária, assume-se a utilização da variável dependente para cada uma das instituições públicas selecionadas, de modo que cada uma pode assumir somente dois valores (zero e um), ou seja, se ela possui (ou não) relação com a companhia que recebe investimentos por meio de uma das instituições selecionadas.

Na presente pesquisa, considerando o teste estatístico da regressão logística, tomaram-se por base as seguintes hipóteses:

H_{1a} – Há fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através das entidades BNDES e BNDESPAR.

H_{1b} – Há fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através da entidade CEF.

H_{1c} – Há fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através da entidade PETROS.

H_{1d} – Há fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através da entidade PREVI.

Destacam-se que, para o teste de hipóteses, os indicadores financeiros ROE, ROA e LPA e o segmento de listagem das ações na BM&FBOVESPA como forma de responder as hipóteses da pesquisa.

Para cada regressão logística realizada de acordo com cada uma das variáveis dependentes utilizadas, tem-se a utilização de quatro regressões logísticas, sendo uma para cada instituição pública selecionada na pesquisa da seguinte maneira:

Variável dependente n° 1:

- $y_{\text{BNDES}} = 1$, se a empresa tiver participação do BNDES ou BNDESPAR;
- $y_{\text{BNDES}} = 0$, se a empresa não tiver participação do BNDES ou BNDESPAR.

Variável dependente n° 2:

- $y_{\text{CEF}} = 1$, se a empresa tiver participação da CEF;
- $y_{\text{CEF}} = 0$, se a empresa não tiver participação da CEF.

Variável dependente n° 3:

- $y_{\text{PETROS}} = 1$, se a empresa tiver participação da PETROS;
- $y_{\text{PETROS}} = 0$, se a empresa não tiver participação da PETROS.

Variável dependente n° 4:

- $y_{\text{PREVI}} = 1$, se a empresa tiver participação da PREVI;
- $y_{\text{PREVI}} = 0$, se a empresa não tiver participação da PREVI.

Como variáveis independentes, foram utilizados os valores do Ativo Total (AT), do Patrimônio Líquido (PL), da Receita Total (RT) e Valor de Mercado, extraídos do Economática[®]. Quanto aos indicadores como *proxy* de rentabilidade, foram calculados o ROA e o ROE, e coletado o valor do LPA, da base de dados do Economática[®]. Também foi utilizada uma variável categórica para o nível de governança corporativa, conforme identificado na descrição das variáveis do estudo.

A variável Nível de Governança foi considerada para representar o grau de governança, tomando seu uso similar ao da recente pesquisa de De Luca *et al.* (2013), que adaptaram a categorização de Souza, Murcia e Marcon (2011). Portanto, nesta pesquisa, esta variável categórica assume valor decrescente para empresas do Novo Mercado (Alto, valor igual a 3), Nível 2 (Bom, valor igual a 2), Nível 1 e Bovespa Mais (Regular, valor igual a 1) na BM&FBOVESPA, e nos demais casos, considerado baixo (valor igual a zero).

Estas características foram assim definidas por representarem os principais componentes estratégicos de mensuração e avaliação financeira das organizações, conforme Assaf Neto e Lima (2011).

A seguir são apresentados alguns estudos que enaltecem estas características empresariais selecionadas para a análise proposta.

Estudos elaborados por Carnáuba (2011) e Brey *et al.* (2014) enfatizam os impactos decorrentes da participação governamental em companhias privadas nacionais como fatores importantes para impulsionar o mercado; segundo essas pesquisas, a adoção de níveis diferenciados de governança corporativa contribui favoravelmente à longevidade e a valorização das empresas, refletindo no preço de suas ações (LAMEIRA; NESS, 2007; SILVEIRA; SAITO, 2009).

Kappler e Love (2002), por sua vez, destacam que a relação positiva entre governança e a valorização de ativos seria ainda mais expressiva em países emergentes, onde o arcabouço institucional seria menos desenvolvido, garantindo um menor nível de proteção aos investidores.

Segundo Hillman e Hitt (1999), o governo representa uma fonte importante de dependência das organizações. Em seu estudo, Lazzarini (2011) revelou que o governo federal representa o maior acionista das empresas privadas brasileiras, chegando a 119 empresas cuja participação estatal ocorre direta ou indiretamente, de um total de 366 companhias listadas na bolsa de valores brasileira naquele ano.

Adicionalmente, estudos apontam indícios de que as empresas descritas como o modelo de propriedade dispersa (BERLE; MEANS, 1932) estão menos presentes atualmente na realidade brasileira. Estudos acadêmicos realizados sugerem que a formação de vínculos com o governo pode possibilitar: informações privilegiadas (HILLMAN; HITT, 1999); capital a menor custo (SAPIENZA, 2004; DINÇ, 2005; FIRTH *et al.* 2009); interferência na concorrência (SHAFFER, 1995); regulamentação setorial (ECCO, 2010); concentração da estrutura de propriedade brasileira (SIFERT FILHO, 1998); participação do governo como acionista para fins de conectividade política (MAKHIIJA, 2003; ANG; DING, 2006; FIRTH *et al.*, 2009; WU, 2010); e relação negativa entre a propriedade majoritária do governo e o desempenho das empresas (THOMSEN; PEDERSEN, 2000; PEDERSEN; THOMSEN, 2003; LI; YUE; ZHAO, 2009; WU, 2010).

Para atendimento ao quarto objetivo específico, o teste de diferenças entre médias de duas amostras foi utilizado, tendo a finalidade de decidir se as médias da variável consideradas duas populações são iguais (STEVENSON, 2001; FIELD, 2009; BRUNI, 2011, 2012). Como premissa deste teste estatístico, aplica-se o teste de Kolmogorov-Smirnov para verificar a normalidade dos dados, bem como a verificação da homogeneidade da variância (FIELD, 2009). Em caso de confirmação da distribuição dos dados ser normal, utiliza-se o teste t, ou, caso contrário, o teste de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012).

Para o estudo, o teste de diferença entre médias buscou verificar se existe diferença entre determinados indicadores financeiros dos dois grupos de empresas: o grupo 1, formado por empresas que têm investimento de cada tipo de entidade do governo federal, e o grupo 2, empresas que não apresentam esse investimento. Realizou-se a aplicação de doze testes confirmação das hipóteses, referente ao terceiro objetivo específico.

O primeiro grupo de hipóteses refere-se à diferença ou semelhança do Retorno sobre o Ativo (ROA) entre as empresas com ou sem investimento das entidades do governo federal:

H_{2a} – Existe diferença de ROA entre as empresas que apresentam investimento do BNDES ou BNDES Participações, das que não foram investidas por essas entidades.

H_{2b} – Existe diferença de ROA entre as empresas que apresentam investimento da CEF, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{2c} – Existe diferença de ROA entre as empresas que apresentam investimento da PETROS, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{2d} – Existe diferença de ROA entre as empresas que apresentam investimento da PREVI, das que não foram investidas por essa entidade.

O segundo grupo de hipóteses refere-se à diferença ou semelhança do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) entre as empresas com ou sem investimento das entidades do governo federal:

H_{3a} – Existe diferença de ROE entre as empresas que apresentam investimento do BNDES e BNDES Participações, das que não foram investidas por essas entidades.

H_{3b} – Existe diferença de ROE entre as empresas que apresentam investimento da CEF, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{3c} – Existe diferença de ROE entre as empresas que apresentam investimento da PETROS, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{3d} – Existe diferença de ROE entre as empresas que apresentam investimento da PREVI, das que não foram investidas por essa entidade.

E o terceiro grupo de hipóteses refere-se à diferença ou semelhança do Lucro por Ação (LPA) entre as empresas com ou sem investimento das entidades do governo federal:

H_{4a} – Existe diferença de LPA entre as empresas que apresentam investimento do BNDES e BNDES Participações, das que não foram investidas por essas entidades.

H_{4b} – Existe diferença de LPA entre as empresas que apresentam investimento da CEF, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{4c} – Existe diferença de LPA entre as empresas que apresentam investimento da PETROS, das que não foram investidas por essa entidade.

H_{4d} – Existe diferença estatisticamente significativa de LPA entre as empresas entre as empresas que apresentam investimento da PREVI, das que não foram investidas por essa entidade.

A leitura da composição societária das companhias de capital aberto listadas se deu por meio das demonstrações financeiras padronizadas (DFP's) disponíveis no portal da BM&FBOVESPA na data do acesso e identificou a estrutura de propriedade e as entidades públicas detentoras de ações de companhias de capital aberto. Baseado nestes aspectos, para atendimento dos demais objetivos, compondo o grupo 1, em que 100 companhias foram identificadas a partir da leitura dos relatórios financeiros das quatro instituições públicas do governo federal e, concomitantemente, as notas explicativas referentes à composição do capital social no patrimônio líquido de cada uma das companhias identificadas que continham participação acionária governamental ao fim do exercício de 2013, seja por intermédio do BNDES, do BNDES Participações, da Caixa Econômica Federal (CEF) e/ou dos fundos de

pensão PETROS e PREVI e estão detalhadas no Apêndice B. As demais 216 empresas da amostra compuseram o grupo 2, para o referido teste de média.

O valor do ROA foi definido nesta pesquisa como razão entre lucro líquido e Ativo Total, sendo uma das formas alternativas do cálculo deste índice de rentabilidade, como atestam Almeida *et al.* (2010), e tem sido adotado amplamente em pesquisas como *proxy* do desempenho empresarial (KLAPPER; LOVE, 2002; ROBERTS; DOWLING, 2002; ALMEIDA; SANTOS, 2008; GALLON *et al.*, 2009; LOUREIRO; GALLON; DE LUCA, 2011; MIRANDA, 2011; VENTURA *et al.*, 2012). O valor do ROE foi definido em função da razão entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido, definido por Assaf Neto e Lima (2009) e utilizado em pesquisas como as de Lameira (2007), Lameira e Ness (2007) e Silveira *et al.* (2009). Os dados referentes ao Lucro por Ação (LPA), conforme o conceito de Campos e Scherer (2001), e utilizado como *proxy* de desempenho por Fonseca e Ceretta (2012), são decorrentes da base de dados do Economática®.

Portanto, como forma de atendimento aos objetivos da pesquisa, as variáveis utilizadas, assim como seus respectivos tratamentos de dados, estão relacionadas no Quadro 6.

Quadro 6 – Descrição da forma de cumprimento dos objetivos da pesquisa

Objetivo	Descrição	Variáveis	Fonte de coleta	Tratamento de dados
Objetivo Geral (H _{1a} , H _{1b} , H _{1c} , H _{1d})	Analisar os fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto	Investidores do governo federal (categóricas), Ativo Total, Patrimônio Líquido, Receita Total, Valor de Mercado, ROA, ROE, LPA e Nível de Governança	Economática® e sítio da BM&FBOVESPA	Regressão Logística
1º Objetivo específico (sem pressuposto)	Descrever a participação acionária do governo federal	Empresas investidas, Setor de atuação, Segmento de listagem das ações negociadas	DFP; Formulário Cadastral; Formulário de Referência e sítio da BM&FBOVESPA	Análise descritiva
2º Objetivo específico (sem pressuposto)	Examinar o desempenho econômico-financeiro das companhias investidas pelo governo federal	Ativo total, Receita Total e Patrimônio líquido	DFP e Economática®	Análise descritiva
3º Objetivo específico (sem pressuposto)	Caracterizar as companhias de capital aberto que receberam investimento do governo federal;	Sede social, Porte da companhia e Valor de mercado	Formulário Cadastral, Formulário de Referência, sítio da BM&FBOVESPA e Economática®	Análise descritiva

Objetivo	Descrição	Variáveis	Fonte de coleta	Tratamento de dados
4º Objetivo específico (H _{2a} , H _{2b} , H _{2c} , H _{2d} ; H _{3a} , H _{3b} , H _{3c} , H _{3d} ; H _{4a} , H _{4b} , H _{4c} , H _{4d})	Identificar as semelhanças e diferenças nas características empresariais	ROA, ROE e LPA	Economática®	Teste de média paramétrico ou teste de Mann-Whitney

Fonte: Elaborado pelo autor.

Após a apresentação do objetivo geral e da hipótese geral da pesquisa, ressalta-se que os três primeiros objetivos específicos desta pesquisa não possuem pressupostos para análise documental do conteúdo das informações disponíveis para o grupo de empresas com investimento de entidades do governo federal. O quarto objetivo específico analisa a diferença existente em cada variável listada, portanto, totalizando quatro testes paramétricos ou não paramétricos de média, conforme a normalidade dos dados, para cada variável testada, em decorrência das quatro entidades do governo federal, totalizando doze testes de diferença de média. A ferramenta de utilização para tratamento da metodologia quantitativa ocorreu através da utilização *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS)®.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

Esta seção destina-se à apresentação e análise dos resultados auferidos na pesquisa, evidenciando a utilização da metodologia proposta na busca pela obtenção das respostas às hipóteses formuladas e a análise descritiva dos dados. Esta seção encontra-se dividida em seis subseções, buscando responder aos objetivos específicos da pesquisa. Desta forma, a primeira subseção descreve a participação acionária do governo federal por intermédio da identificação das companhias e suas características gerais; a segunda subseção corresponde a análise do desempenho econômico-financeiro das companhias identificadas como alvo de investimentos realizados pelo governo federal brasileiro; a terceira subseção caracteriza aspectos sociais e de mercado; a quarta subseção apresenta as estatísticas simples descritivas das variáveis que foram tratadas nos testes quantitativos; a quinta traz o teste de médias baseado nos indicadores de desempenho selecionados para a pesquisa; e a sexta subseção trata do objetivo geral da pesquisa e do teste de regressão logística para fins de validação das hipóteses assumidas no presente estudo.

4.1 Descrição da participação acionária do governo federal brasileiro

Considerando a coleta dos dados e em função da metodologia proposta para o presente trabalho, a Tabela 3 apresenta a amostra das empresas de acordo com a classificação por contexto operacional definido pela BM&FBOVESPA, que categoriza o tipo de segmento econômico na qual uma determinada companhia de capital aberto pode se inserir.

Tabela 3 – Classificação da amostra por segmento econômico

Segmento da companhia	Número de empresas	%
Energia Elétrica	24	24
Exploração de Rodovias	5	5
Material Rodoviário	5	5
Construção Civil	4	4
Siderurgia	4	4
Água e Saneamento	3	3
Carnes e Derivados	3	3
Exploração e/ou Refino	3	3
Máq. e Equip. Industriais	3	3
Minerais Metálicos	3	3
Papel e Celulose	3	3
Telefonia Fixa	3	3
Motores, Compressores e Outros	2	2
Produtos Diversos	2	2
Programas e Serviços	2	2
Serviços Médicos	2	2

Segmento da companhia	Número de empresas	%
Transporte Ferroviário	2	2
Açúcar e Alcool	1	1
Agricultura	1	1
Alimentos	1	1
Aluguel de carros	1	1
Armas e Munições	1	1
Artefatos de Cobre	1	1
Artefatos de Ferro e Aço	1	1
Bicicletas	1	1
Calçados	1	1
Cervejas e Refrigerantes	1	1
Eletrodomésticos	1	1
Equipamentos Elétricos	1	1
Fios e Tecidos	1	1
Hotelaria	1	1
Laticínios	1	1
Madeira	1	1
Material Aeronáutico e de Defesa	1	1
Medicamentos	1	1
Petroquímicos	1	1
Produtos de Limpeza	1	1
Produtos de Uso Pessoal	1	1
Programas de Fidelização	1	1
Serviços Educacionais	1	1
Tecidos, Vestuário e Calçados	1	1
Telefonia móvel	1	1
Transporte Hidroviário	1	1
Vestuário	1	1
Total	100	100

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por meio dos resultados da Tabela 3, nota-se uma preponderância dos investimentos governamentais nos setores essenciais da economia e que estão relacionados predominantemente ao desenvolvimento industrial. Quando somados, as companhias que integram os cinco maiores setores, representados respectivamente por energia elétrica, exploração de rodovias, material rodoviário, construção civil e siderurgia correspondem a 42% dos demais setores que receberam os investimentos de instituições públicas, sendo o restante dos segmentos listados bastante pulverizado.

O Quadro 7 descreve a quantidade de companhias investidas por cada uma das instituições públicas selecionadas nesta pesquisa.

Quadro 7 – Detalhamento das companhias investidas pelas instituições públicas

COMPANHIA	BNDES ou BNDESPar	FI-FGTS CAIXA	PETROS	PREVI
AES TIETE	Não	Não	Não	Sim
AFLUENTE GERACAO ENERGIA ELETRICA S.A.	Não	Não	Não	Sim
AMERICA LATINA LOGISTICA – ALL	Sim	Sim	Sim	Sim
ALUPAR INVESTIMENTO S.A.	Não	Sim	Não	Não
AMBEV	Sim	Não	Não	Sim

COMPANHIA	BNDES ou BNDESPar	FI-FGTS CAIXA	PETROS	PREVI
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
ARTERIS	Não	Não	Não	Sim
BICICLETAS MONARK S.A.	Não	Não	Não	Sim
BOMBRIEL S.A.	Não	Não	Não	Sim
BRASIL FOODS - BRF S.A.	Sim	Não	Sim	Sim
BRASKEM	Sim	Não	Sim	Sim
CCR - COMPANHIA DE CONCESSAO RODOVIARIA	Não	Sim	Não	Sim
CEEE DISTRIBUICAO RS	Não	Sim	Não	Não
CEMIG DISTRIBUICAO	Sim	Não	Não	Sim
CENTRAIS ELETRICAS SANTA CATARINA	Não	Não	Não	Sim
CESP	Sim	Não	Não	Sim
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Não	Não	Não	Sim
CIA HERING	Não	Não	Não	Sim
CIA SANEAMENTO BASICO ESTADO SP SABESP	Não	Não	Não	Sim
CIA SANEAMENTO MINAS GERAIS COPASA	Sim	Não	Não	Sim
CIA SIDERURGICA NACIONAL - CSN	Sim	Não	Não	Sim
COELBA	Não	Não	Não	Sim
COELCE	Não	Não	Sim	Não
COPEL	Sim	Não	Não	Sim
COSAN	Não	Não	Não	Sim
COSERN	Não	Não	Não	Sim
CPFL ENERGIA	Sim	Não	Não	Sim
CTEEP CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELETRICA PAULISTA	Não	Não	Não	Sim
CYRELA BRAZIL REALTY EMP PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
DALETH PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
DIAGNOSTICOS DA AMERICA - DASA	Não	Não	Sim	Sim
DURATEX	Não	Não	Não	Sim
ECORODOVIAS	Sim	Não	Não	Sim
EDP – ENERGIAS DO BRASIL	Não	Não	Não	Sim
ELETOBRAS PARTICIPACOES - ELETROPAR	Sim	Não	Não	Sim
ELETROPAULO	Não	Não	Não	Sim
EMBRAER	Sim	Não	Não	Sim
ENERGISA	Não	Sim	Não	Não
ENEVA	Sim	Não	Não	Sim
EVEN CONSTRUTORA INCORPORADORA	Não	Não	Não	Sim
FIBRIA CELULOSE	Sim	Não	Não	Sim
FORJAS TAURUS	Não	Não	Não	Sim
FRAS-LE (FRASLE)	Não	Não	Sim	Sim
GAFISA	Não	Não	Não	Sim
GERDAU	Sim	Não	Não	Sim
GTD PARTICIPACOES	Não	Não	Sim	Sim
HRT PARTICIPACOES PETROLEO	Não	Não	Não	Sim
HYPERMARCAS	Não	Não	Não	Sim
INEPAR IND E CONSTRUCOES	Não	Não	Sim	Sim
INVEPAR TELECOMUNICACOES	Não	Não	Sim	Não
IOCHPE MAXION	Sim	Não	Não	Sim
JBS	Sim	Sim	Sim	Sim
JEREISSATI PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
KEPLER WEBER	Não	Não	Não	Sim
KLABIN	Sim	Não	Não	Sim
LIGHT	Sim	Sim	Não	Sim
LITEL PARTICIPACOES	Não	Não	Sim	Sim
LOCALIZA RENT A CAR	Não	Não	Não	Sim
LOG-IN LOGISTICA (LOGIN)	Não	Não	Sim	Não
LOJAS AMERICANAS	Não	Não	Não	Sim

COMPANHIA	BNDES ou BNDESPar	FI-FGTS CAIXA	PETROS	PREVI
LOJAS RENNER	Não	Não	Não	Sim
LUPATECH	Não	Sim	Não	Não
MAGAZINE LUIZA	Não	Não	Não	Sim
MANGELS INDUSTRIAL	Sim	Não	Não	Não
MARCOPOLO	Não	Não	Sim	Sim
MARFRIG GLOBAL FOODS	Sim	Não	Não	Sim
METALFRIO	Sim	Não	Não	Não
METALURGICA GERDAU	Não	Não	Não	Sim
MMX	Não	Não	Não	Sim
MRS LOGISTICA	Não	Sim	Não	Não
MULTIPLUS	Não	Não	Não	Sim
NATURA COSMETICOS	Não	Não	Não	Sim
NEOENERGIA	Não	Sim	Não	Sim
ODONTOPREV	Não	Não	Não	Sim
OGX PETROLEO GAS PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
OI	Sim	Não	Sim	Não
PARANAPANEMA	Sim	Sim	Sim	Sim
PDG REALTY	Sim	Não	Sim	Não
PETROBRAS	Sim	Não	Sim	Sim
RAIA DROGASIL	Não	Não	Não	Sim
RANDON	Não	Não	Não	Sim
RENOVA ENERGIA	Sim	Não	Não	Não
INDUSTRIAS ROMI	Sim	Não	Sim	Não
SAUIPE	Não	Não	Não	Sim
SUZANO PAPEL CELULOSE	Sim	Não	Não	Sim
TEKA TECELAGEM KUEHNRIK	Não	Não	Não	Sim
TELEBRAS	Não	Não	Sim	Não
TELEFONICA BRASIL	Não	Não	Sim	Sim
TIM PARTICIPACOES	Não	Não	Não	Sim
TOTVS	Sim	Não	Sim	Sim
TPI TRIUNFO	Sim	Não	Não	Não
TRACTEBEL ENERGIA	Sim	Não	Não	Sim
TRANSMISSORA ALIANCA DE ENERGIA ELETRICA	Sim	Não	Não	Não
TUPY	Sim	Não	Não	Sim
USIMINAS	Não	Sim	Não	Sim
VALE	Sim	Não	Não	Sim
VANGUARDA AGRO	Não	Não	Sim	Não
VIGOR	Sim	Não	Não	Não
VULCABRAS	Sim	Não	Não	Não
WEG	Sim	Não	Não	Sim

Fonte: Elaborado pelo autor.

Sobre o Quadro 8, destaca-se o fato de que a PREVI detém investimentos em um total de 81 das 100 companhias cujo governo mantém participação acionária; nota-se, portanto, que o maior fundo de pensão brasileiro em total de ativos também detém o título de instituição que possui maior representatividade dentre as quatro selecionadas na pesquisa. Na sequência, o BNDES e sua subsidiária BNDESPAR possuem um total de 40 companhias investidas; após isso, o fundo de pensão PETROS com 21 companhias investidas e, finalmente, o fundo de FGTS administrado pela CEF com um total de 11 companhias. Naturalmente, destaca-se o

fato de que existem intersecções de investimentos na qual mais de uma instituição pode realizar um determinado investimento na companhia, conforme descrito na Tabela 4.

Tabela 4 – Quantidade de instituições governamentais no capital social das companhias

Descrição	Quantidade	%
Somente uma das instituições	58	58%
Duas instituições na mesma companhia	34	34%
Três instituições na mesma companhia	5	5%
Quatro instituições na mesma companhia	3	3%
Total	100	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

No que se refere aos dados apresentados na Tabela 4, ressalta-se o fato relevante de que três companhias, no caso a ALL, JBS e Paranapanema, receberam investimentos das quatro instituições selecionadas nesta pesquisa como detentoras de uma participação no seu capital social. Além delas, Brasil Foods, Braskem, Light, Petrobras e Totvs detinham três instituições públicas como sócios em sua estrutura de capital. Entretanto, nota-se que 92% das companhias selecionadas na pesquisa possuem somente uma ou duas das instituições governamentais selecionadas dentre as suas composições acionárias em 31 de dezembro de 2013.

A Tabela 5 classifica a quantidade de de companhias que receberam investimentos de uma ou mais das instituições governamentais brasileiras por segmento de listagem classificado pela BM&FBOVESPA.

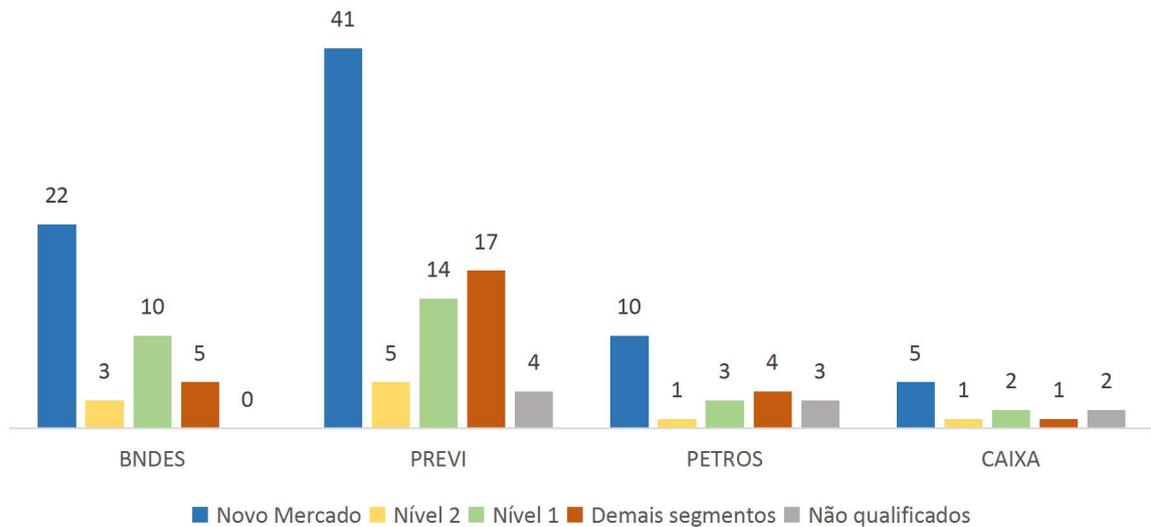
Tabela 5 – Segmentação das companhias investidas por tipo de listagem de ações

Segmentos	Quantidade	%
Novo Mercado	48	48%
Nível 1	17	17%
Nível 2	8	8%
Demais segmentos	27	27%
Total	100	100%

Fonte: Dados da pesquisa.

As companhias listadas como Novo Mercado, consideradas detentoras da categoria máxima de governança corporativa determinada pela legislação de mercado de capitais brasileira, representam a maior parcela de companhias selecionadas para fins de investimentos governamentais quando comparadas às demais categorias listadas constantes na BM&FBOVESPA, conforme apontado na Figura 6.

Figura 6 – Segmentação das companhias por segmento de listagem na BM&FBOVESPA



Fonte: Dados da pesquisa.

Percebe-se, através da Figura 6, que todas as instituições governamentais realizaram mais investimentos em companhias que estão listadas na categoria ‘Novo Mercado’ do que nos demais segmentos de listagem, representando o nível máximo de transparência e governança corporativa e possuem uma participação relevante dentre as demais companhias que possuem outros níveis de classificação de suas ações.

A próxima subseção trata da caracterização do desempenho econômico-financeiro das companhias investidas pelo governo federal.

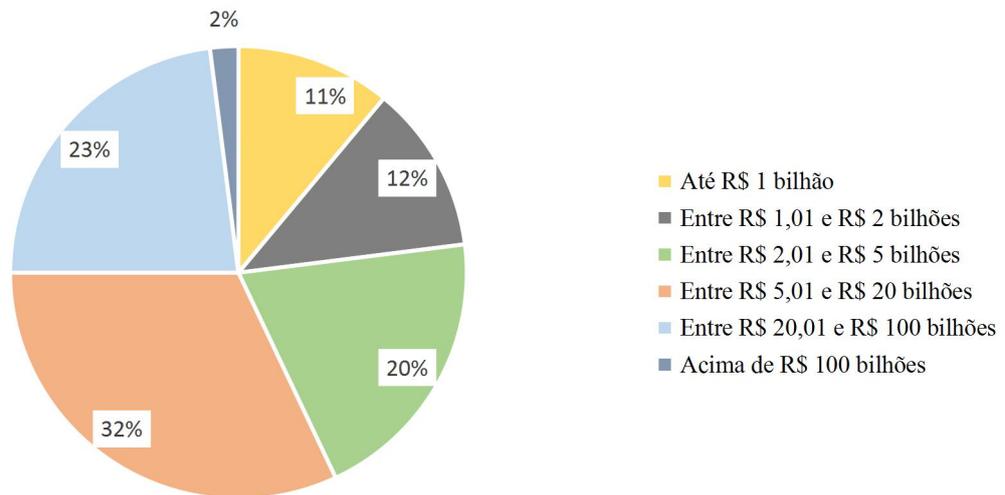
4.2 Dados econômico-financeiros das companhias investidas pelo governo federal

Seguindo os pressupostos da TEP, o desempenho das companhias brasileiras de capital aberto investidas pelo governo federal representa um alvo de interesse da sociedade em geral, visto que os recursos públicos aplicados visam a promoção de benefícios sociais e econômicos em prol do desenvolvimento do estado e da coletividade. Diante do exposto, esta seção busca detalhar e caracterizar a *performance* dessas companhias, por meio da ilustração de seus ativos, das suas vendas, do tamanho de seu patrimônio líquido e do valor de mercado associado a cada uma delas.

Com base nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) disponíveis no sítio da BM&FBOVESPA, os dados econômico-financeiros das companhias selecionadas na pesquisa foram categorizados em grupos e mensurados por meio de figuras que possam facilitar a interpretação de seus dados.

O primeiro dos itens selecionados, os ativos de uma companhia representam a mensuração completa de seus bens e direitos e, em 31 de dezembro de 2013, a distribuição do total de ativos seguem detalhados na Figura 7.

Figura 7 – Distribuição das companhias investidas por faixa de ativos

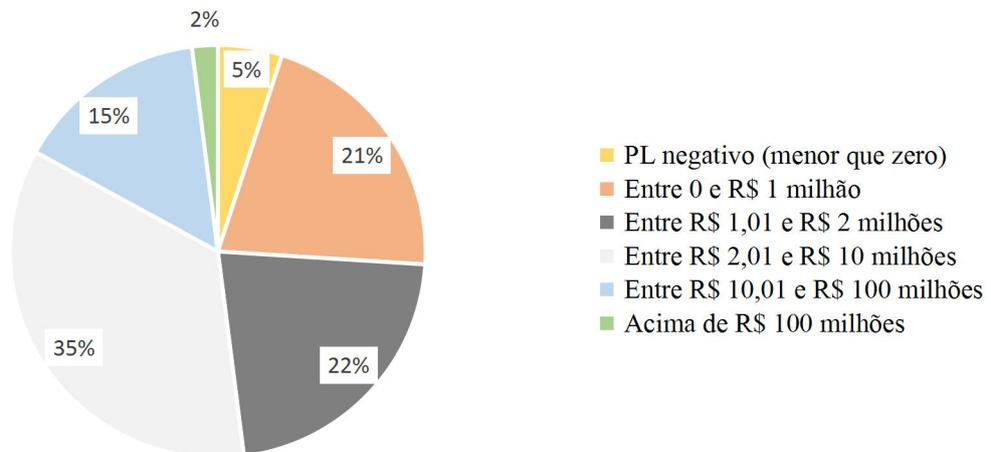


Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 7 ilustra a vasta heterogeneidade entre os tamanhos das companhias tomando por base o total de seus ativos. Somente duas companhias possuem ativos com tamanho superior a R\$ 100 bilhões – no caso, a Petrobras e a Vale com respectivamente, R\$ 753 e R\$ 292 milhões de reais em ativos líquidos. Por outro lado, 11 companhias possuem ativos inferiores a R\$ 1 bilhão.

O patrimônio líquido das companhias investidas pelo governo federal também foi considerado na análise como elemento de caracterização do objetivo específico desta seção, por representar a estrutura de capital acrescido das reservas e dos lucros ou prejuízos acumulados pelas companhias ao longo dos anos. Desta forma, a Figura 8 apresenta uma distribuição, por faixa de tamanho do patrimônio líquido, de cada uma das companhias investidas pelo governo federal.

Figura 8 – Distribuição das companhias investidas por faixa de patrimônio líquido

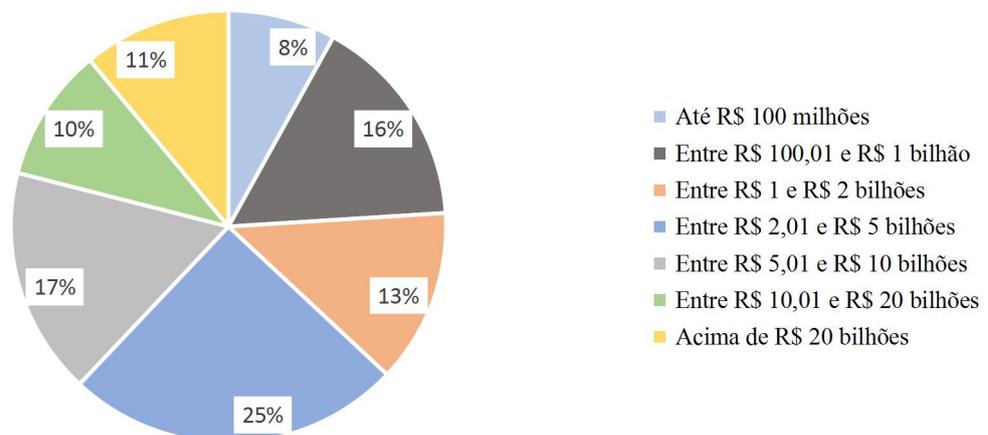


Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 8 demonstra que existe uma heterogeneidade acentuada entre os tamanhos das companhias com base nos seus respectivos saldos de patrimônio líquido em 31 de dezembro de 2013. Ainda assim, nota-se também que 5% das companhias investidas pelo governo federal brasileiro possuem patrimônio líquido negativo e somente duas dessas companhias possuem patrimônio líquido com valor superior a R\$ 100 milhões – são elas a Vale e a Petrobras.

Finalmente, este tópico apresenta também a distribuição das receitas operacionais líquidas anuais de cada uma das empresas por faixa de tamanho, conforme apresentado na Figura 9.

Figura 9 – Distribuição das companhias investidas por faixa de receita de vendas



Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 9 apresenta uma distribuição bastante heterogênea acerca dos diversos grupos listados, onde somente oito empresas possuem receita líquida de vendas de até R\$ 100 milhões por ano; por outro lado, existem 11 companhias investidas com um total de receitas superior a R\$ 20 bilhões anuais – Petrobras, Vale e JBS são as companhias que mais venderam durante o ano de 2013, com respectivamente R\$ 305, 101 e 93 bilhões.

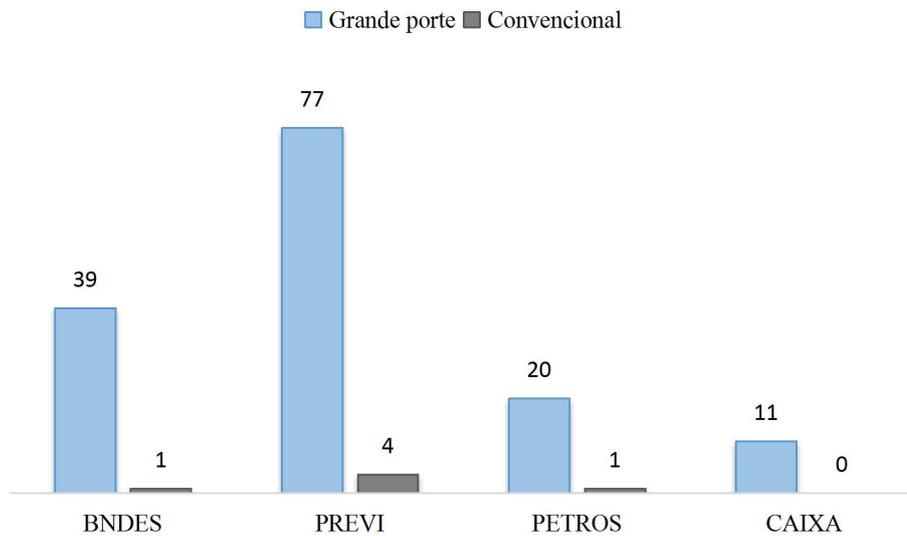
A próxima subseção trata das características gerais das companhias brasileiras de capital aberto que foram investidas pelo governo federal.

4.3 Características gerais das companhias brasileiras investidas pelo governo federal

Esta seção trata das características gerais das companhias brasileiras de capital aberto que possuem participação acionária com alguma instituição pública do governo federal selecionada nesta pesquisa. Para fins de contextualização, considera-se neste estudo que as características gerais adotadas são a localização geográfica, o porte da companhia classificado através da legislação societária e o valor de mercado a ela atribuído.

A Lei nº 11.638/07 apresenta uma classificação para empresas como sendo de grande porte ou convencional com base no total de ativos e/ou na receita líquida de vendas. Desta forma, companhias que possuem ativos cujo total são superiores a R\$ 240 milhões e/ou cuja receita operacional líquida anual seja superior a R\$ 300 milhões por ano são denominadas como sendo de grande porte; caso não atendam a um destes requisitos, são classificadas como convencionais. Diante desta classificação de ativos, somente 4% das companhias não são listadas como sendo de grande porte; ou seja, quase a totalidade das companhias investidas pelo governo federal são consideradas como grande porte. Das 96 empresas que foram qualificadas nesta categoria, todas possuem ativos superiores a R\$ 240 milhões e 79 delas apresentaram receita operacional líquida superior a R\$ 300 milhões durante o exercício de 2013.

A Figura 10 traz a segmentação das companhias de grande porte por investimento realizado por uma das quatro instituições públicas federais.

Figura 10 – Segmentação de companhias investidas por porte de ativos

Fonte: Dados da pesquisa.

No que se refere à segmentação das companhias de grande porte por instituição pública federal, nota-se que em todas elas há uma preponderância das companhias de grande porte em detrimento das companhias de porte convencional.

Além da possibilidade de classificação das companhias de grande porte por intermédio do valor total dos ativos na data de encerramento das demonstrações financeiras como companhias de grande porte, é possível também que elas sejam assim denominadas em caso de apresentarem receita operacional líquida superior a R\$ 300 milhões por ano. Constata-se a existência de 79 companhias classificadas como sendo de grande porte por critério de adoção da receita operacional líquida, sendo inferior ao total de companhias que atendem ao critério do valor total de ativos, mas ressalva-se o fato de que todas elas também são consideradas de grande porte sob a ótica do total de ativos.

Ainda sobre a caracterização das companhias, a Tabela 6 apresenta a distribuição das companhias por sede social, destacando a unidade federativa brasileira na qual cada uma das empresas está sediada.

Tabela 6 – Classificação das companhias investidas por localização geográfica

Unidade federativa	Nº de empresas
São Paulo	51
Rio de Janeiro	19
Rio Grande do Sul	7
Santa Catarina	7
Bahia	5
Minas Gerais	5
Paraná	2

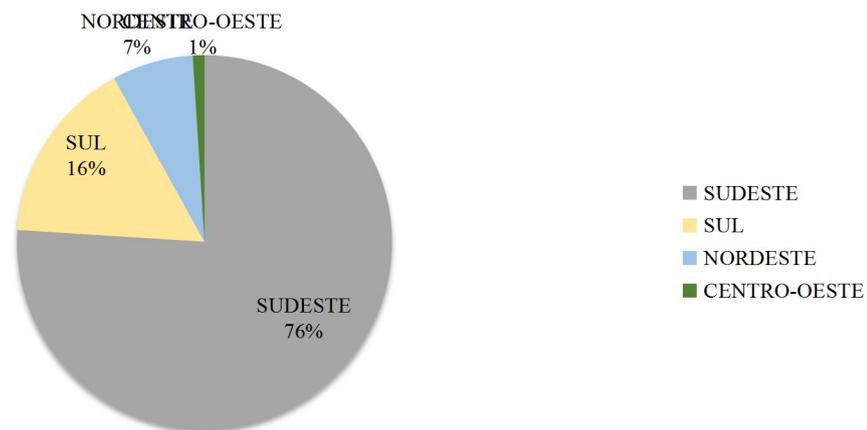
Unidade federativa	Nº de empresas
Brasília	1
Ceará	1
Espírito Santo	1
Rio Grande do Norte	1
Total	100

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 6 explicita a predominância do estado de São Paulo sobre o restante dos estados brasileiros quando observado sob a ótica da sede social das companhias identificadas na pesquisa, correspondendo a mais da metade do total das companhias listadas na pesquisa que receberam investimentos do governo federal.

A Figura 11 ilustra a localização proporcional destas companhias por região geográfica brasileira.

Figura 11 – Percentual de empresas investidas pelo governo por região geográfica

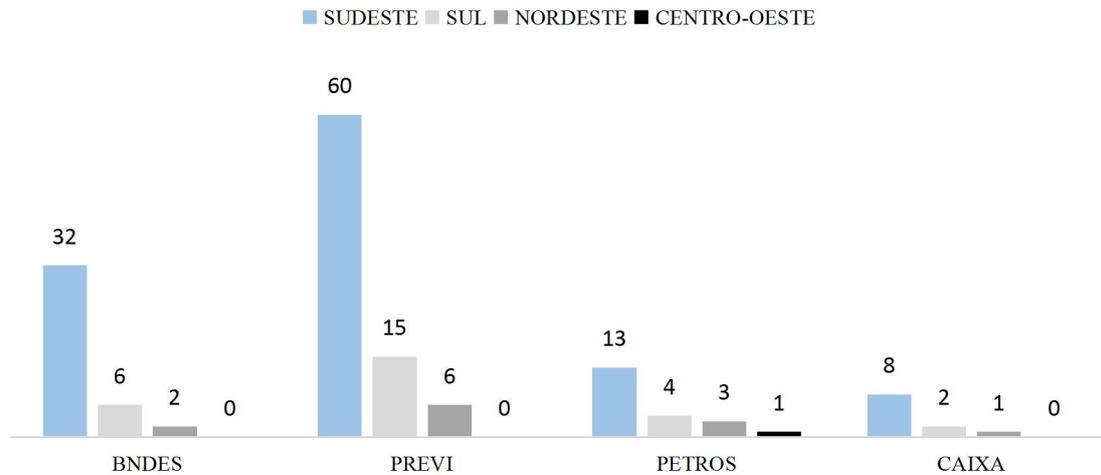


Fonte: Dados da pesquisa.

A região Sudeste, região brasileira que concentra o maior fluxo de recursos financeiros e, conseqüentemente, o maior PIB dentre as demais regiões do país, concentra quase 80% do total de companhias que receberam investimentos governamentais. Quando somada com a região Sul do país, o alcance das empresas chega a 93% do total das companhias investidas. Nota-se, ainda, a inexistência de companhias localizadas na região Norte do país dentre as companhias investidas pelo governo federal.

A Figura 12 apresenta a distribuição geográfica dos investimentos realizados pelas instituições governamentais por instituição.

Figura 12 – Quantidade de companhias investidas por região geográfica



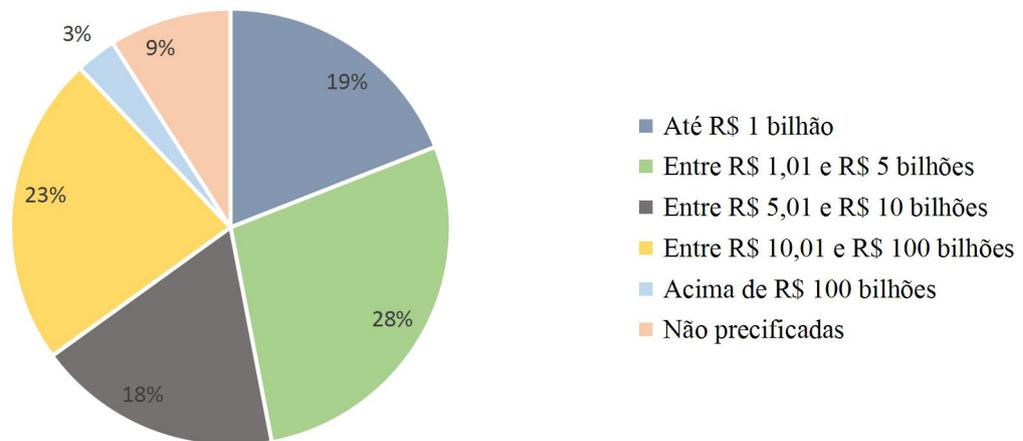
Fonte: Dados da pesquisa.

Nota-se por meio da Figura 12 que, assim como na visualização consolidada dos investimentos independentemente da instituição pública, a região Sudeste continua predominante perante as demais.

O último aspecto relacionado com este objetivo específico relaciona-se com o valor de mercado da companhia, extraído da base de dados do Economática® na data de referência de 31 de dezembro de 2013, ou seja, o valor pago pelas ações dessas companhias na data de encerramento do referido exercício.

No que concerne aos dados econômico-financeiros, o valor de mercado das companhias consta como um indicador de caracterização deste grupo, de modo que a Figura 13 apresenta uma categorização por faixa de valor de mercado de cada uma das companhias investidas pelo governo federal brasileiro através dos dados extraídos do Economática®.

Figura 13 – Valor de mercado das companhias investidas pelo governo federal brasileiro



Fonte: Dados da pesquisa

Novas das companhias investidas pelo governo federal não apresentavam informações na base de dados do Economática® referentes ao valor de mercado ou não estavam disponíveis para a data de 31 de dezembro de 2013. As três companhias cujo valor de mercado é superior a R\$ 100 milhões são, respectivamente, Ambev (R\$ 270 milhões), Petrobras (R\$ 215 milhões) e Vale (R\$ 178 milhões). A companhia com menor valor de mercado da lista é a Mangels Industrial, com preço estimado em R\$ 9 milhões.

A próxima seção destaca as análises estatísticas das variáveis que serão tratadas quantitativamente, para que sejam testadas as hipóteses relacionadas ao quarto objetivo específico e ao objetivo geral desta pesquisa.

4.4 Estatísticas descritivas simples da amostra

Nesta seção, são apresentadas as estatísticas da análise descritiva simples dos dados, com a finalidade de compreender a distribuição das variáveis quantitativas desta pesquisa – Ativo Total (AT), Patrimônio Líquido (PL), Receita Total (RT), Valor de Mercado (VrMerc), Retorno sobre o Ativo (ROA), Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), Lucro por Ação (LPA), Nível de Governança (NGC) –, tratadas pelo *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS)®.

A Tabela 7 apresenta a estatística descritiva dos dados que compõem a variável Ativo Total e o Patrimônio Líquido da amostra da pesquisa.

Tabela 7 – Estatísticas descritivas da variável Ativo Total e Patrimônio Líquido

Estatísticas		AT (em milhares)	PL (em milhares)
N	Válido	316	316
	Ausente	0	0
Média		21.315.015,31	4.637.835,27
Erro de média padrão		11.769.737,31	1.425.152,88
Mediana		2.104.015,00	744.304,50
Moda		5.768.722,00	-9.786.260a
Desvio padrão		209.223.426,90	25.334.071,73
Variação		4,37744E+16	641.815.190.324.838,00
Assimetria		16,60	10,84
Erro de assimetria padrão		0,14	0,14
Kurtosis		285,20	129,79
Erro de Kurtosis padrão		0,27	0,27
Intervalo		3.634.302.809,00	357.726.153,00
Mínimo		191,00	- 9.786.260,00
Máximo		3.634.303.000,00	347.939.893,00
Soma		6.735.544.838,00	1.465.555.946,00

Nota: a. Há várias modas. O menor valor é mostrado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação à variável Ativo Total, pode-se observar que o desvio padrão foi maior que a média, o que corrobora para maior amplitude dos dados, considerando a razão do coeficiente de variação. A amplitude (*range*) da variável foi correspondente ao valor do intervalo entre o valor mínimo e o valor máximo, reforçando a alta variabilidade dos dados. Em relação à simetria dos dados, pode observar valor positivo ou à direita para todo o período, ou seja, os valores se comportaram mais concentrados antes da mediana, e depois se dispersaram. A distribuição demonstrou grau de achatamento considerável, ou seja, platicúrtica, reafirmando grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). Considerando o nível de referência da curtose para normalidade, 3 (BRITO; VASCONCELOS, 2004), pode-se indicar também uma ausência de normalidade da distribuição.

Em relação à variável Patrimônio Líquido, pode-se observar que o desvio padrão também foi maior que a média, de modo a registro alta amplitude dos dados, tomando por base a razão do coeficiente de variação. O intervalo (*range*) da variável reforçou a grande amplitude dos dados. O valor da assimetria da distribuição foi positivo para o período, de forma a apresentar os valores mais concentrados antes da mediana. A distribuição demonstrou grau de achatamento considerável, reafirmando grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). Considerando o nível de referência da curtose para normalidade, dado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável. Os valores negativos do PL limitarão a regressão logística, em virtude da necessidade de transformação em logaritmo das variáveis com valores muito altos.

A Tabela 8 apresenta a estatística descritiva dos dados que compõem as variáveis Receita Total e Valor de Mercado.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas das variáveis Receita Total e Valor de Mercado

Estatísticas		RT (em milhares)	VrMerc (em milhares)
N	Válido	260	315
	Ausente	56	1
Média		4.879.500,96	6.477.968,08
Erro de média padrão		1.115.144,61	1.525.947,06
Mediana		1.004.080,00	1.429.629,50
Moda		0,00	4.203 ^a
Desvio padrão		19.791.853,44	24.605.157,08
Variação		3,91717E+14	6,05414E+14
Assimetria		11,98	8,56
Erro de assimetria padrão		0,14	0,15
Kurtosis		171,80	79,403
Erro de Kurtosis padrão		0,27	0,3009642
Intervalo		304.889.934,00	270.931.275,00
Mínimo		0,00	4.203,00
Máximo		304.889.934,00	270.935.478,00
Soma		1.537.042.801,00	1.684.271.702,00

Nota: a. Há várias modas. O menor valor é mostrado.

Fonte: Dados da pesquisa.

Também de forma similar às variáveis anteriores, a distribuição da variável Receita Total teve registro de alta amplitude. A amplitude (*range*) da variável reforçou a alta variabilidade dos dados. O valor da assimetria da distribuição foi positivo para o período, de forma a apresentar os valores mais concentrados antes da mediana. Quanto ao grau de achatamento, a distribuição demonstrou elevada condição de platicúrtica, reafirmando grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). Considerando o nível de referência da curtose para normalidade, dado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

Sobre a estatística descritiva de valor de mercado, observam-se 56 casos de valores ausentes na amostra inicial, o que limita a análise de regressão logística. Da mesma forma que as variáveis apresentadas, houve uma grande amplitude e variabilidade de dados, com desvio padrão bem maior que a média da amostra e confirmado pelo elevado grau de achatamento (BRUNI, 2012). Considerando o nível de referência da curtose para normalidade, considerando a afirmação de Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

A Tabela 9 apresenta a estatística descritiva da amostra referente aos dados que compõem as variáveis ROA, ROE e LPA.

Tabela 9 – Estatísticas descritivas das variáveis ROA, ROE e LPA

Estatísticas		ROA	ROE	LPA
N	Válido	316	316	316
	Ausente	0	0	0
Média		-0,0670997944	0,0839324124	2,9096735958
Erro de média padrão		0,0321382345	0,1026537833	2,0506431433
Mediana		0,0241517750	0,0819719750	0,3480389350
Moda		-5,67269682 ^a	-13,41294643 ^a	-75,43919876 ^a
Desvio padrão		0,57	1,82	36,45
Variação		0,326385694	3,329944556	1328,823387
Assimetria		-6,910144559	10,545810640	13,567662644
Erro de assimetria padrão		0,137146474	0,137146474	0,137146474
Kurtosis		53,492	193,158	209,204
Erro de Kurtosis padrão		0,2734481	0,2734481	0,2734481
Intervalo		6,215216780	41,769029520	658,743618990
Mínimo		-5,672696820	-13,412946430	-75,439198760
Máximo		0,542519960	28,356083090	583,304420230
Soma		-21,203535030	26,522642310	919,456856260

Nota: Há várias modas. O menor valor é mostrado.

Fonte: Dados da pesquisa.

A distribuição da variável ROA seguiu a tendência de variabilidade alta. A amplitude (*range*) apresentou intervalo envolvendo valores negativos elevados (em módulo) com baixos valores positivos. No entanto, o valor da assimetria da distribuição foi negativo para o período, de forma a apresentar os valores mais concentrados depois da mediana. Quanto ao grau de curtose, a distribuição demonstrou elevada condição de platicúrtica, reafirmando, desta forma, grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). E considerando o nível de referência da curtose em relação à normalidade da distribuição, indicado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

A distribuição da variável ROE seguiu a mesma tendência de variabilidade alta dos dados. A amplitude apresentou intervalo envolvendo valores negativos elevados (em módulo) e valores positivos. O valor da assimetria da distribuição foi considerado positivo para o período, de forma a apresentar os valores mais concentrados antes da mediana. Quanto ao grau de curtose, a distribuição demonstrou elevada condição de platicúrtica, reafirmando, desta forma, grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). E considerando o nível de referência da curtose em relação à normalidade da distribuição, indicado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

A distribuição da variável LPA seguiu a mesma tendência de variabilidade alta dos dados, sendo o desvio padrão maior que a média dos valores registrados. A amplitude apresentou intervalo envolvendo valores negativos elevados (em módulo) e valores positivos mais elevados. O valor da assimetria da distribuição foi considerado positivo para o período,

de forma a apresentar os valores mais concentrados antes da mediana. Quanto ao grau de curtose, a distribuição demonstrou elevada condição de platicúrtica, reafirmando, desta forma, grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). E considerando o nível de referência da curtose em relação à normalidade da distribuição, indicado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

A Tabela 10 apresenta as estatísticas do Nível de Governança Corporativa (NGC).

Tabela 10 – Estatísticas descritivas do NGC

Estatísticas		NGC
N	Válido	316
	Ausente	0
Média		1,2721518987
Erro de média padrão		0,0778061491
Mediana		1,00
Moda		0
Desvio padrão		1,383
Varição		1,913
Assimetria		0,327993575
Erro de assimetria padrão		0,137146474
Kurtosis		-1,766
Erro de Kurtosis padrão		0,2734481
Intervalo		3
Mínimo		0
Máximo		3
Soma		402

Fonte: Dados da pesquisa.

A distribuição do Nível de Governança (NGC) apresentou variabilidade alta dos dados, sendo o desvio padrão maior que a média dos valores registrados. Por se tratar de uma variável categórica com valores pequenos para testes estatísticos, a amplitude foi correspondente ao máximo valor atribuído ao nível de governança, ou seja, o segmento do Novo Mercado, em relação ao menor valor atribuído aos segmentos que não são diferenciados para a governança corporativa. O valor da assimetria da distribuição foi considerado positivo para o período, de forma a apresentar os valores mais concentrados antes da mediana (valor 1, correspondente a Nível 1 e Bovespa Mais), assim, correspondendo às empresas nos segmentos não diferenciados, categorizadas com baixo nível de governança. Quanto ao grau de curtose, a distribuição demonstrou elevada condição de platicúrtica, reafirmando, desta forma, grande variabilidade dos dados (BRUNI, 2012). E, da mesma forma que encontrado nas demais variáveis, considerando o nível de referência da curtose em relação à normalidade da distribuição, indicado por Brito e Vasconcelos (2004), pode-se ter uma indicação de ausência de normalidade da distribuição dessa variável.

Após a apresentação dos dados e da sua análise descritiva, a seguir são discutidos os resultados das técnicas estatísticas utilizadas com o intuito de alcançar o quarto objetivo específico e o objetivo geral, estabelecidos nesta pesquisa.

4.5 Semelhanças e diferenças nas características empresariais

Esta seção atende ao quarto objetivo específico, que trata das semelhanças e diferenças das características empresariais entre os grupos das empresas com e sem participação das entidades do governo federal, conforme metodologia desta pesquisa, onde foram realizados testes de média das três variáveis como *proxy* de desempenho (ROA, ROE, LPA), para cada tipo de investidor (BNDES e BNDESPar, CEF, PETROS, PREVI), portanto, totalizando doze testes de diferença de grupos (H_{2a} , H_{2b} , H_{2c} , H_{2d} ; H_{3a} , H_{3b} , H_{3c} , H_{3d} ; H_{4a} , H_{4b} , H_{4c} , H_{4d}). Foram também analisados os pressupostos para o teste paramétrico t, relacionados com a normalidade nos dois grupos e a homogeneidade da variância (FIELD, 2009), considerando cada variável testada. Em caso de ausência de normalidade, foi realizado o teste de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012), através do *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS)[®].

4.5.1 Participação acionária do BNDES

Considerando a estratificação da amostra com base na comparação de grupos de investimento do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e BNDES Participações), foi testada a normalidade das variáveis para o teste de média entre os grupos, conforme a Tabela 11.

Tabela 11 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor BNDES

BNDES		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Grupo 1	ROA	0,131	40	0,082	0,957	40	0,136
	ROE	0,326	40	0,000	0,574	40	0,000
	LPA	0,113	40	0,200*	0,973	40	0,436
Grupo 2	ROA	0,376	276	0,000	0,303	276	0,000
	ROE	0,371	276	0,000	0,180	276	0,000
	LPA	0,432	276	0,000	0,146	276	0,000

Notas: *. Este é um limite inferior da significância verdadeira. a. *Lilliefors Significance Correction*.

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Smirnov, com correção de Lilliefors aponta ausência de normalidade para todas as variáveis no grupo das 276 empresas sem participação societária BNDES (BNDES ou BNDES Participações), o que é suficiente para rejeitar o teste estatístico

paramétrico. Entre as 40 empresas com participação do BNDES, foi observada apenas a normalidade no nível de significância de 5% para a variável ROA, o que não valida o uso do teste t. Desta forma, pode-se considerar que a premissa de normalidade nos dois grupos com e sem participação deste investidor do governo federal não foi alcançada, conjuntamente, para todas as variáveis consideradas e, portanto, utiliza-se o teste não paramétrico de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012).

Desta forma, a Tabela 12 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Retorno sobre Ativo (ROA), em relação à participação societária ou não do BNDES, para análise da hipótese H_{2a} desta pesquisa.

Tabela 12 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor BNDES

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	40	144,88	5.795,00	4.975,00	5.795,00	-1,009	0,313
Grupo 2	276	160,47	44.291,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: BNDES

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o grupo formado por empresas que não possuem participação de entidades da esfera federal (grupo 2) possuem maior média de ROA, dado seu posto médio (*mean rank*) de 160,47 contra 144,88. A estatística Z resultou em $-1,009$, com nível crítico de 0,313, não se podendo rejeitar a hipótese nula deste teste não paramétrico, que trata da igualdade. Assim, rejeita-se a hipótese H_{2a} desta pesquisa, por não haver diferença estatisticamente significativa de ROA entre as empresas que apresentaram investimento do BNDES ou BNDES Participações e as que não foram investidas por essas entidades do governo federal, o que corrobora para semelhanças de rentabilidade sobre este índice entre os dois grupos considerados.

A Tabela 13 apresenta o resultado do teste não paramétrico de média, considerando a variável ROE, em relação à participação societária ou não do BNDES, para análise da hipótese desta pesquisa H_{3a} .

Tabela 13 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor BNDES

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	40	136,98	5.479,00	4.659,000	5.479,000	-1,594	0,111
Grupo 2	276	161,62	44.607,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: BNDES

Fonte: Dados da pesquisa.

No resultado do teste de Mann-Whitney, apresentou-se um valor de posto médio maior para o grupo 2, representado pelas empresas sem participação acionária do BNDES ou BNDES Participações. Entretanto, o nível crítico (*p-value*) com valor 0,111, maior que o nível de significância de 5%, corrobora para a não rejeição da hipótese nula do teste, que trata da igualdade das médias. Assim, aceita-se o fato das médias populacionais do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) não serem diferentes entre empresas que possuem participação acionária BNDES, classificada na pesquisa, das empresas sem este tipo de investidor, rejeitando-se, desta forma, a hipótese H_{3a} da pesquisa.

A Tabela 14 apresenta o resultado do teste não paramétrico de média, considerando a variável LPA, em relação à participação societária ou não do BNDES, para análise da hipótese H_{4a} desta pesquisa.

Tabela 14 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor BNDES

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	40	157,38	6.295,00	5475,000	6295,000	-0,083	0,934
Grupo 2	276	158,66	43.791,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: BNDES

Fonte: Dados da pesquisa.

Como observado nas variáveis anteriores para o BNDES, embora as empresas do grupo 2, sem participação acionária BNDES, ter apresentado um posto médio maior no teste em relação as que possuem, o *p-value* resultou em valor maior que o nível de significância, o que não se pode rejeitar a hipótese nula, que trata da igualdade das médias populacionais. Assim, há semelhanças entre as médias populacionais do Lucro por Ação entre os grupos de empresas com e sem participação do BNDES, rejeitando-se a hipótese H_{4a} desta pesquisa.

Conclui-se, portanto, que em relação à participação acionária do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e BNDES Participações (BNDES) e considerando as variáveis de desempenho adotadas nesta pesquisa, não há diferença entre os indicadores de rentabilidade das empresas que possuem investimentos pelo BNDES das que não possuem.

4.5.2 Participação acionária da CEF

Considerando a estratificação da amostra com base na comparação de grupos de investimento da Caixa Econômica Federal (CEF), foi testada a normalidade das variáveis para o teste de média, conforme a Tabela 15.

Tabela 15 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor CEF

CEF		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Estatística	Df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Grupo 1	ROA	0,176	11	0,200*	0,944	11	0,572
	ROE	0,278	11	0,017	0,844	11	0,036
	LPA	0,227	11	0,118	0,824	11	0,019
Grupo 2	ROA	0,378	305	0,000	0,291	305	0,000
	ROE	0,369	305	0,000	0,178	305	0,000
	LPA	0,432	305	0,000	0,138	305	0,000

Notas: *. Este é um limite inferior da significância verdadeira. a. Lilliefors Significance Correction.

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Kolmogorov-Smirnov, com correção de Lilliefors aponta ausência de normalidade para todas as variáveis no grupo das 305 empresas sem participação societária da CEF, o que é suficiente para rejeitar o teste paramétrico de média. É possível considerar que há normalidade observada no teste de Shapiro-Wilk para as 11 empresas com participação societária da CEF, com relação às três variáveis de desempenho empresarial, sendo que para a variável do Retorno sobre o Ativo (ROA), no nível de significância de 5%, enquanto que para as variáveis do Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e Lucro por Ação (LPA), em 1%. Assim, a premissa de normalidade conjuntamente nos grupos não foi alcançada, devendo-se, portanto, utilizar o teste não paramétrico de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012).

A Tabela 16 apresenta o resultado do teste não paramétrico de média, considerando a variável ROA, em relação à participação societária ou não da CEF, para análise da hipótese H_{2b} desta pesquisa.

Tabela 16 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor CEF

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	11	159,55	1.755,00	1.666,000	48.331,000	-0,039	0,969
Grupo 2	305	158,46	48.331,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: CEF

Fonte: Dados da pesquisa.

O resultado do teste não paramétrico apontou que o grupo 1, representado pelas empresas com participação societária da CEF, obtiveram um posto médio (*mean rank*) maior que empresas do grupo 2. No entanto, o nível crítico aponta para não rejeição da hipótese nula do teste, que trata da igualdade das médias das populações, o que, por consequência, rejeitar a hipótese H_{2b} desta pesquisa e considerar que há semelhanças entre rentabilidade do ativo entre as empresas dos dois grupos, na perspectiva de participação acionária da CEF.

A Tabela 17 apresenta o resultado do teste não paramétrico de média, considerando a variável ROE, em relação à participação societária ou não da CEF, para análise da hipótese H_{3b} desta pesquisa.

Tabela 17 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor CEF

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	11	151,18	1.663,00	1.597,000	1.663,000	-0,270	0,787
Grupo 2	305	158,76	48.423,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: CEF

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Mann-Whitney registrou que as 305 empresas sem participação acionária da CEF obtiveram um posto médio maior que as 11 empresas com participação. Entretanto, o valor do nível crítico (*p-value*) de 0,787 aponta para a não rejeição da hipótese nula do teste, que trata sobre a igualdade das médias das populações advindas dos grupos da amostra. Portanto, em relação a hipóteses formuladas nesta pesquisa, rejeita-se a hipótese H_{3b} e aceita-se que há semelhança de rentabilidade do patrimônio líquido entre os grupos considerados na perspectiva acionária da CEF.

A Tabela 18 apresenta o resultado do teste não paramétrico de média de Mann-Whitney, considerando a variável LPA, em relação à participação societária ou não da CEF, para análise da hipótese H_{4b} desta pesquisa.

Tabela 18 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor CEF

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	11	153,55	1.689,00	1.623,000	1.689,000	-0,183	0,855
Grupo 2	305	158,68	48.397,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: CEF

Fonte: Dados da pesquisa.

Seguindo a mesma tendência para a maioria dos testes de Mann-Whitney na perspectiva de participação acionária da CEF, foi também observado que o grupo 2 das empresas sem participação obteve maior posto médio. Entretanto, o nível crítico de 0,855 favorece a não rejeição da hipótese nula de igualdade das médias populacionais para a variável LPA. Assim, deve-se considerar semelhança do indicador de mercado do lucro por ação entre as populações de empresas com ou sem participação acionária da Caixa Econômica Federal, rejeitando-se a hipótese H_{4b} formulada nesta pesquisa.

Conclui-se, portanto, que em relação à participação acionária da Caixa Econômica Federal (CEF) e considerando as variáveis de desempenho adotadas nesta pesquisa, não há diferença entre os indicadores de rentabilidade das empresas que possuem investimentos pela CEF das que não possuem.

4.5.3 Participação acionária da PETROS

Considerando a estratificação da amostra com base na comparação de grupos de investimento da Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS), foi testada a normalidade das variáveis para o teste de média, conforme a Tabela 19.

Tabela 19 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor PETROS

PETROS		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Grupo 1	ROA	0,253	21	0,001	0,871	21	0,010
	ROE	0,396	21	0,000	0,600	21	0,000
	LPA	0,204	21	0,022	0,954	21	0,411
Grupo 2	ROA	0,383	295	0,000	0,292	295	0,000
	ROE	0,372	295	0,000	0,174	295	0,000
	LPA	0,432	295	0,000	0,140	295	0,000

Notas: *. Este é um limite inferior da significância verdadeira. a. Lilliefors Significance Correction.
Fonte: Dados da pesquisa.

Semelhante às análises dos resultados dos testes de normalidade já observados, o de Kolmogorov-Smirnov com a correção de Lilliefors apontou ausência de normalidade para todas as variáveis no grupo das 295 empresas sem participação acionária da PETROS, sendo condição suficiente para a não utilização do teste paramétrico de média. Em relação ao grupo de 21 empresas, observando o teste de Shapiro-Wilk, foi observado ausência de normalidade para a variável ROE e considerada normalidade para o ROA no nível de significância de 1% e, para o LPA, em 5%. Desta forma, a premissa de normalidade nos dois grupos para realização do teste t não foi observado, corroborando para a utilização do teste não paramétrico de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012).

Desta forma, a Tabela 20 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Retorno sobre Ativo (ROA), em relação à participação societária ou não da PETROS, para análise da hipótese H_{2c} desta pesquisa.

Tabela 20 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor PETROS

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	21	141,48	2.971,00	2.740,000	2.971,000	-0,884	0,377
Grupo 2	295	159,71	47.115,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PETROS
 Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que o grupo formado por 295 empresas que não possuem participação da PETROS possui maior média de ROA, dado seu posto médio (*mean rank*) de 159,71 contra 141,48. A estatística Z resultou em $-0,884$, com nível crítico de $0,377$, não se podendo rejeitar a hipótese nula deste teste não paramétrico, que trata da igualdade. Assim, em relação às hipóteses formuladas para esta pesquisa, rejeita-se a H_{2c} , por não haver diferença estatisticamente significativa de ROA entre as empresas que apresentaram participação acionária da PETROS, das que não foram investidas por essa entidade do governo federal, o que corrobora para semelhanças de rentabilidade sobre este índice entre os dois grupos considerados.

A Tabela 21 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE), em relação à participação societária ou não da PETROS, para análise da hipótese H_{3c} desta pesquisa.

Tabela 21 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor PETROS

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	21	131,33	2.758,00	2.527,000	2.758,000	-1,410	0,158
Grupo 2	295	160,43	47.328,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PETROS
 Fonte: Dados da pesquisa.

O teste auferido constata que o grupo 2 da amostra possui maior posto médio em relação ao grupo 1, representado pelas empresas com participação acionária da PETROS, entretanto, com o *p-value* de $0,158$, não se pode rejeitar a hipótese nula do teste não paramétrico, que trata da inferência da igualdade para as médias populacionais. Assim, em relação às hipóteses formuladas do presente estudo, rejeita-se a H_{3c} , por não haver diferença estatisticamente significativa de ROE entre as empresas que apresentaram participação acionária dessa entidade do governo federal, das empresas que não tiveram esse investimento societário. Dito isso, pode-se afirmar que há semelhanças deste índice de rentabilidade entre os dois grupos considerados, na perspectiva de participação da PETROS.

A Tabela 22 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Lucro por Ação (LPA), em relação à participação societária ou não da PETROS, para análise da hipótese H_{4c} desta pesquisa.

Tabela 22 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor PETROS

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	21	143,90	3.022,00	2.791,000	3.022,000	-0,758	0,449
Grupo 2	295	159,54	47.064,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PETROS

Fonte: Dados da pesquisa.

Seguindo a mesma tendência das diferenças de médias observadas para a questão do agrupamento das empresas com ou sem participação acionária da PETROS, o grupo 2 apresentou maior posto médio da variável Lucro por Ação (LPA), entretanto, não significativa, considerando o *p-value* de 0,449, que não rejeita a hipótese de igualdade do teste de Mann-Whitney. Assim, considerando a hipótese da metodologia desta pesquisa, a H_{4c} é rejeitada, observando que há semelhança do indicador de mercado considerado entre as empresas agrupadas com e sem participação acionária da PETROS.

Conclui-se, portanto, que em relação à participação acionária da Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) e considerando as variáveis de desempenho adotadas nesta pesquisa, não há diferença entre os indicadores de rentabilidade das empresas que possuem investimentos pela PETROS das que não possuem.

4.5.4 Participação acionária da PREVI

Considerando a estratificação da amostra com base na comparação de grupos de investimento da Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), foi testada a normalidade das variáveis para o teste de média, conforme a Tabela 23.

Tabela 23 – Teste de normalidade na perspectiva de investidor PREVI

PREVI		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Estatística	Df	Sig.	Estatística	df	Sig.
Grupo 1	ROA	0,392	81	0,000	0,280	81	0,000
	ROE	0,274	81	0,000	0,676	81	0,000
	LPA	0,366	81	0,000	0,279	81	0,000
Grupo 2	ROA	0,382	235	0,000	0,294	235	0,000
	ROE	0,378	235	0,000	0,181	235	0,000
	LPA	0,436	235	0,000	0,144	235	0,000

Notas: *. Este é um limite inferior da significância verdadeira. a. Lilliefors Significance Correction.

Fonte: Dados da pesquisa.

Diferentemente do registrado nos grupos anteriores, em que houve parte de normalidade dos dados parcialmente, na perspectiva da PREVI não foi observado normalidade em nenhum dos grupos de empresas com ou sem participação societária desta entidade do governo federal. Desta forma, e seguindo a mesma tendência da premissa para o

teste paramétrico, a ausência de normalidade leva a utilização do teste não paramétrico de Mann-Whitney (FIELD, 2009; BRUNI, 2012), para testar as diferenças dos indicadores entre os grupos de empresas nesta pesquisa com e sem participação acionária da PREVI.

Desta forma, a Tabela 24 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Retorno sobre Ativo (ROA), em relação à participação societária ou não da PREVI, para análise da hipótese H_{2d} desta pesquisa.

Tabela 24 – Teste de Mann-Whitney para ROA na perspectiva do investidor PREVI

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	81	176,57	14.302,00	8.054,000	35.784,000	-2,064	0,039
Grupo 2	235	152,27	35.784,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PREVI

Fonte: Dados da pesquisa.

Em relação aos demais tipos de participação acionária, o teste de Mann-Whitney apontou que o grupo de 81 empresas, com o investidor PREVI, apresentaram um posto médio maior que as empresas sem esse investidor e com o *p-value* de 0,039, desta forma, rejeitando a hipótese nula do teste que trata da igualdade das médias populacionais, no nível de significância de 5% e nível de confiança em 95%. Assim, em relação à participação acionária da PREVI, considerando o índice de rentabilidade sobre o ativo (ROA), aceita-se a hipótese H_{2d} da pesquisa, com significância estatística no nível de 5%. Neste sentido, as empresas com participação acionária da PREVI apresentaram significativamente maior rentabilidade sobre o ativo do que as empresas sem a participação desse investidor do governo federal.

A Tabela 25 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Retorno sobre Ativo (ROA), em relação à participação societária ou não da PREVI, para análise da hipótese H_{3d} desta pesquisa.

Tabela 25 – Teste de Mann-Whitney para ROE na perspectiva do investidor PREVI

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	81	175,35	14.203,00	8.153,000	35.883,000	-1,924	0,054
Grupo 2	235	152,69	35.883,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PREVI

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando como *proxy* de rentabilidade o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), o teste de Mann-Whitney apontou que o grupo das 81 empresas com o investidor PREVI, apresentaram um posto médio maior que as empresas sem esse investidor e com o *p-value* de 0,054, desta forma, não se podendo aceitar a hipótese nula deste teste paramétrico,

que trata da igualdade das médias populacionais para o ROE, considerando o nível de significância de 0,10. Assim, em relação à participação acionária da PREVI, considerando o índice ROE, é aceita a hipótese H_{3d} , formulada nesta pesquisa, com significância estatística no nível de 10% e nível de confiança em 90%. Neste sentido, as empresas com participação acionária da PREVI apresentaram significativamente maior rentabilidade sobre o patrimônio líquido do que as empresas sem a participação desse investidor do governo federal.

A Tabela 26 apresenta os resultados do teste de Mann-Whitney, considerando a diferenciação de médias de Lucro por Ação (LPA), em relação à participação societária ou não da PREVI, para análise da hipótese H_{4d} desta pesquisa.

Tabela 26 – Teste de Mann-Whitney para LPA na perspectiva do investidor PREVI

Grupo	N	Mean Rank	Sum of Ranks	Mann-Whitney U	Wilcoxon W	Z	Sig. Assint. (2 caudas)
Grupo 1	81	181,95	14.738,00	7.618,000	35.348,000	-2,679	0,007
Grupo 2	235	150,42	35.348,00	-	-	-	-
Total	316						

Nota: variável de agrupamento: PREVI

Fonte: Dados da pesquisa.

Considerando o teste não paramétrico para mensuração da média populacional do Lucro por Ação, tomado por base a perspectiva da participação acionária da PREVI nas empresas listadas da BM&FBOVESPA, pode-se constatar que as empresas do grupo 1 obtiveram maior posto médio do que as empresas do grupo 2. E considerando o nível crítico no valor de 0,007, rejeita-se a hipótese nula do teste sobre a igualdade das médias populacionais. Assim, considerando a metodologia desta pesquisa, é aceita a hipótese H_{4d} no nível de significância de 1% e, conseqüente, nível de confiança de 99%. Pode-se avaliar, então, que as empresas com participação da PREVI obtiveram maior rentabilidade dos lucros por ação do que as empresas sem participação deste investidor do governo federal.

Conclui-se de modo diferente das demais participações acionárias, que em relação ao investimento pela Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI) e considerando as variáveis de desempenho adotadas nesta pesquisa, há diferença estatisticamente significativa e maior entre os indicadores de rentabilidade das empresas que possuem investimentos pela CEF das que não possuem.

Considerando todos os testes realizados, a Tabela 27 resume os resultados dos testes de diferença de média e a confirmação ou não das hipóteses da pesquisa no atendimento ao quarto objetivo específico.

Tabela 27 – Resumo dos testes para atendimento do quarto objetivo específico

Hipótese	Variável	Parâmetro de agrupamento	Teste de média	<i>p-value</i>	Decisão
H _{2a}	ROA	BNDES	Mann-Whitney	0,313	Rejeitar H _{2a} , pois há semelhança.
H _{2b}		CEF	Mann-Whitney	0,969	Rejeitar H _{2b} , pois há semelhança.
H _{2c}		PETROS	Mann-Whitney	0,377	Rejeitar H _{2c} , pois há semelhança.
H_{2d}		PREVI	Mann-Whitney	0,039	Aceitar H_{2d}, pois há diferença de média em $\alpha = 5\%$
H _{3a}	ROE	BNDES	Mann-Whitney	0,111	Rejeitar H _{3a} , pois há semelhança.
H _{3b}		CEF	Mann-Whitney	0,787	Rejeitar H _{3b} , pois há semelhança.
H _{3c}		PETROS	Mann-Whitney	0,158	Rejeitar H _{3c} , pois há semelhança.
H_{3d}		PREVI	Mann-Whitney	0,054	Aceitar H_{3d}, pois há diferença de média em $\alpha = 10\%$
H _{4a}	LPA	BNDES	Mann-Whitney	0,934	Rejeitar H _{4a} , pois há semelhança.
H _{4b}		CEF	Mann-Whitney	0,855	Rejeitar H _{4b} , pois há semelhança.
H _{4c}		PETROS	Mann-Whitney	0,449	Rejeitar H _{4c} , pois há semelhança.
H_{4d}		PREVI	Mann-Whitney	0,007	Aceitar H_{4d}, pois há diferença de média em $\alpha = 1\%$

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 27 retoma a ordem das hipóteses apresentadas na metodologia, com base nas variáveis como *proxy* de desempenho, para comparar o parâmetro de agrupamento da participação acionária entre as entidades investidoras do governo federal. Considerando que a premissa de normalidade não foi encontrada entre os grupos de participação acionária, foi utilizado em todos os testes de verificação de média populacional o de Mann-Whitney. Pode-se observar que apenas os investimentos da PREVI ocorreram em empresas com rentabilidade significativa e maior do que as empresas sem sua participação acionária.

Os resultados desta seção corroboram com o estudo de Lazzarini (2011), uma vez que as hipóteses do 4º objetivo específico foram aceitas para a instituição PREVI, que prevê a existência de fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária em companhias privadas de capital aberto e, segundo Lazzarini (2011), a PREVI representa um ator fundamental no mercado de capitais brasileiro ao participar ativamente da composição acionária de companhias de grande porte. Um dos pressupostos da TEP está associado com as regras de transparência e de uniformidade de critério acerca da escolha dos recursos públicos, de modo que a alta concentração do mercado de capitais e a relevância da participação governamental exigem regras mais explícitas quanto ao fator decisório do investimento.

A próxima subseção busca atender ao objetivo geral desta pesquisa, através de análise dos fatores determinantes da participação acionária das entidades do governo federal nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, através da análise multivariada da regressão logística.

4.6 Fatores determinantes da participação acionária do governo federal

Nesta seção, a Regressão Logística foi usada para testar as hipóteses H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , H_{1d} da pesquisa, no atendimento ao seu objetivo geral, que trata dos fatores determinantes da participação acionária das entidades do governo federal nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. A regressão logística busca explicar ou prever valores de uma variável em função de valores conhecidos de outras variáveis, tendo como particularidade principal de ter a variável dependente ser dicotômica (DIAS FILHO; CORRAR, 2007).

No presente estudo, foram aplicadas quatro regressões logísticas, uma para cada variável dependente binária que considerou a participação acionária das entidades do governo federal: BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e BNDES Participações), CEF (Caixa Econômica Federal), PETROS (Fundação Petrobras de Seguridade Social) e PREVI (Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil).

As variáveis independentes do Ativo Total (AT), Patrimônio Líquido (PL), Receita Total (RT) e Valor de Mercado, da base de dados do Economática[®], em função de seus valores altos em relação as demais variáveis, foram transformados em logaritmo natural, respectivamente, para as variáveis LnAT, LnPL, LnRT e LnVrMerc. A variável Nível de Governança Corporativa (NGC), de natureza categórica, foi traduzida seus valores, conforme informado na metodologia, do nível mais alto de governança, igual a 3, correspondente ao segmento do Novo Mercado, para o mais baixo, igual a zero, correspondente aos segmentos não diferenciados. Os valores do ROA e ROE foram calculados conforme descritos na metodologia, enquanto que o Lucro por Ação (LPA) foi extraído da base Economática[®].

As subseções a seguir tratam de cada um das análises de regressão logística, executada no *software* estatístico *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS)[®], considerando a participação acionária das entidades do governo federal.

Os dados iniciais, apresentados na Tabela 28, apresentam um resumo dos casos considerados para a regressão logística, tomados os registros das variáveis formuladas na metodologia desta pesquisa.

Tabela 28 – Resumo do processamento de casos

Casos não ponderados		N	Porcentagem
Casos selecionados	Incluído na análise	229	72,5
	Casos ausentes	87	27,5

Casos não ponderados		N	Porcentagem
	Total	316	100,0
Casos não selecionados		0	,0
Total		316	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que apenas 229 casos foram utilizados na regressão logística para cada tipo de participação, em virtude de ausência de registros em determinadas variáveis, da amostra inicial, como foi o caso da variável LnVrMerc, observado nas estatísticas descritivas (Tabela 8), e de valores negativos do Patrimônio Líquido, como informado nas estatísticas descritivas na Tabela 7, utilizadas no teste. Portanto, 72,5% das empresas da amostra inicial serão utilizadas para a realização da regressão logística, enquanto que 27,5% formam os casos ausentes, isto é, excluídos para as análises dos fatores determinantes da participação acionária das entidades do governo federal.

4.6.1 Participação acionária do BNDES

Considerando a participação acionária do BNDES (incluindo Banco BNDES e BNDES Participações), foi testada a regressão logística, com a finalidade de buscar um modelo estatístico que pudesse prever significativamente a probabilidade de investimento feito pelo BNDES nas companhias que apresentassem determinadas características, em função das variáveis de Ativo Total (LnAT), Patrimônio Líquido (LnPL), Receita Total (LnRT), Valor de Mercado (LnVrMerc), ROA, ROE, Lucro por Ação (LPA) e Nível de Governança Corporativa (NGC), de modo a confirmar ou não a hipótese H_{1a} da presente pesquisa, que trata da existência de fatores que determinam a probabilidade da participação acionária do BNDES ou BNDESPAR.

A etapa inicial da regressão logística é apresentada na Tabela 29, informando a porcentagem de acerto do modelo sem a inclusão das variáveis independentes.

Tabela 29 – Bloco 0 da regressão logística para a participação do BNDES

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 0	Grupo 2	191	0	100
	Grupo 1	38	0	0
	Porcentagem global			83,4

Notas: A constante está incluída no modelo. O valor de corte é 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

O grupo 1 é formado pelas empresas com participação acionária do BNDES ou BNDESPar, enquanto que o grupo 2 corresponde as companhias sem esse tipo de investidor

do governo federal. Observa-se que, no bloco inicial (*step* 0) da regressão logística, sem a inclusão das variáveis preditoras, o modelo inicial prevê 83,4% de acerto da classificação das 229 empresas incluídas no teste, tomando por base apenas as empresas do grupo 2, que compõem maior parcela da amostra. Este valor serve de comparação com o valor registrado para o modelo de regressão, após inclusão das variáveis independentes.

Na etapa 2, através do método *Enter* (Inserir), pode-se analisar a capacidade preditiva do modelo, através do teste de coeficientes do modelo *omnibus* (*model chi-square*), equivalente a estatística F no modelo de regressão linear (DIAS FILHO; CORRAR, 2007), que registrou o valor de 66,259, com 10 graus de liberdade e *p-value* do teste em 0,000, rejeitando-se a hipótese nula do teste, de que todos os parâmetros estimados são nulos. Portanto, pode-se afirmar que alguns destes parâmetros contribuem para melhorar a qualidade do modelo nas previsões.

Ainda numa análise do desempenho geral do modelo estatístico, a regressão logística registra os valores do Cox & Snell e Nagelkerke, considerados testes de pseudo-R² (DIAS FILHO; CORRAR, 2007). Os resultados para a regressão foram, respectivamente, 0,251 e 0,424. Estes indicadores expressam a proporção das variações ocorridas no log da razão de chance que é explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes. Assim, o Cox & Snell está indicando que cerca de 25,1% das variações ocorridas no log da razão de chance são explicadas pelo conjunto das variáveis independentes. Por sua vez, o Nagelkerke, sendo uma versão do Cox & Snell adaptada para fornecer resultados entre 0 e 1, confirma que o modelo é capaz de explicar apenas 42,4% das variações registradas na variável dependente.

O teste de Hosmer e Lemeshow, com o objetivo de testar a hipótese de que não há diferenças significativas entre os resultados preditos pelo modelo e os observados, dividindo-se os casos em dez grupos aproximadamente iguais e comparando-se os valores observados com os esperados, registrou uma estatística de 4,532 com nível de significância de 0,806. Desta forma, indica-se que os valores preditos não são significativamente diferentes dos esperados, favorecendo a estimação do modelo de probabilidade da participação acionária do BNDES ou BNDESPAR.

A classificação final, com a inclusão das variáveis preditoras no modelo, é apresentada na Tabela 30.

Tabela 30 – Bloco 1 da regressão logística para a participação do BNDES

Observado	Previsto		
	Grupo 2	Grupo 1	% correta

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 1	Grupo 2	183	8	95,8
	Grupo 1	23	15	39,5
	Porcentagem global			86,5

Nota: o valor é de 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 30 uma melhora na classificação do grupo 1, de 15 empresas, embora ainda não seja a maioria, representando apenas 39,5% de acerto da inferência sobre as 38 empresas com participação acionária do BNDES ou BNDESPar. Há uma redução no acerto das empresas do grupo 2, sem a participação acionária desse tipo de investidor, classificando oito empresas de forma incorreta, registrando um nível de acerto de 95,8%. A porcentagem global é pouco melhorada com o modelo, passando de 83,4%, registrado na Tabela 29, para 86,5%.

As variáveis da equação de regressão logística para a previsão de participação acionária do BNDES ou BNDES Par é apresentada na Tabela 31.

Tabela 31 – Variáveis do modelo de regressão logística para investidor BNDES

Variáveis	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. para EXP(B)	
							Inferior	Superior
LnAT	1,516	0,677	5,024	1	0,025	4,556	1,210	17,156
LnPL	-0,506	0,503	1,012	1	0,314	0,603	0,225	1,616
LnRT	-0,265	0,306	0,747	1	0,388	0,767	0,421	1,399
LnVrMerc	0,336	0,344	0,951	1	0,330	1,399	0,712	2,746
ROA	-0,878	6,634	0,018	1	0,895	0,416	0,000	184425,912
ROE	-1,358	0,994	1,866	1	0,172	0,257	0,037	1,805
LPA	0,182	0,140	1,694	1	0,193	1,200	0,912	1,579
NGC			7,843	3	0,049			
NGC(1)	-2,052	0,740	7,694	1	0,006	0,128	0,030	0,548
NGC(2)	-0,207	0,687	0,091	1	0,763	0,813	0,212	3,122
NGC(3)	-0,259	0,773	0,112	1	0,738	0,772	0,170	3,513
Constante	-18,632	3,391	30,191	1	0,000	0,000		

Nota: a. Variáveis inseridas na etapa 1: LnAT, LnPL, LnRT, LnVrMerc, ROA, ROE, LPA, NGC.

Fonte: Dados da pesquisa.

Embora o modelo como um todo tenha apresentado fraca melhora na explicação das variáveis preditoras sobre a participação acionária do BNDES (BNDES ou BNDESPAR), ainda assim, o modelo apresentou significância quanto à existência de variáveis preditoras para a probabilidade de participação desta entidade do governo federal.

A Tabela 31 apresenta as variáveis LnAT e NGC(1) com significância estatística em 5%, através da estatística Wald, rejeitando-se sua hipótese nula de que o coeficiente da variável preditora é nulo, de modo a corroborar para previsão de participação acionária. O intervalo de confiança também confirma que os coeficientes são significativamente diferentes

de zero, tomando-se por base que o valor do $\text{Exp}(B)$ encontra-se entre os valores inferior e superior para 95% do nível de confiança.

Do exposto quanto ao BNDES, pode-se observar que uma variação positiva do Ativo Total (LnAT) aumenta a probabilidade da participação acionária desta entidade do governo federal, enquanto que uma variação positiva do $\text{NGC}(1)$ representa uma diminuição da probabilidade de sua participação acionária. Ainda, confirma-se a hipótese H_{1a} desta pesquisa, que tratou que existem fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através das entidades BNDES e BNDESPAR.

4.6.2 Participação acionária da CEF

Nesta subseção, foi testada a regressão logística com a finalidade de buscar um modelo estatístico que pudesse prever significativamente a probabilidade de investimento feito pela CEF nas companhias que apresentassem determinadas características, em função das variáveis de Ativo Total (LnAT), Patrimônio Líquido (LnPL), Receita Total (LnRT), Valor de Mercado (LnVrMerc), ROA, ROE, Lucro por Ação (LPA) e Nível de Governança Corporativa (NGC), de modo a testar a hipótese H_{1b} da presente pesquisa, que trata da existência de fatores que determinam a probabilidade da participação acionária da CEF.

A etapa inicial da regressão logística é apresentada na Tabela 32, informando a porcentagem de acerto do modelo sem a inclusão das variáveis independentes.

Tabela 32 – Bloco 0 da regressão logística para a participação da CEF

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 0	Grupo 2	221	0	100,0
	Grupo 1	8	0	0,0
	Porcentagem global			96,5

Notas: A constante está incluída no modelo. O valor de corte é 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

O grupo 1 é formado pelas empresas com participação acionária da CEF, enquanto que o grupo 2 corresponde as sem esse tipo de investidor do governo federal. Observa-se que, no bloco inicial (etapa 0) da regressão logística, sem a inclusão das variáveis preditoras, o modelo inicial já prevê 96,5% das 229 empresas incluídas no teste, tomando por base apenas as 221 empresas do grupo 2, que compõem maior parcela da amostra. Este valor serve de

comparação com o valor registrado para o modelo de regressão, após inclusão das variáveis independentes para previsão do investimento pela CEF.

Na etapa 2, através do método *Enter*, pode-se analisar a capacidade preditiva do modelo, através do teste de coeficientes do modelo *omnibus (model chi-square)*, equivalente a estatística F no modelo de regressão linear (DIAS FILHO; CORRAR, 2007), registrando-se o valor de 12,509, com 10 graus de liberdade e *p-value* do teste em 0,252, de modo a não se rejeitar a hipótese nula do teste, de que todos os parâmetros estimados são nulos. Desta forma, pode-se afirmar que as variáveis preditoras selecionadas nesta pesquisa não contribuem o modelo nas previsões da participação acionária da CEF. Neste mesmo sentido a tabela gerada pelo SPSS para classificação do modelo na etapa 1 também manteve a mesma porcentagem global de 96,5%, confirmando que o modelo formado a partir das variáveis selecionadas não contribui para a predição.

Do exposto, com base nas variáveis preditoras desta pesquisa, rejeita-se a hipótese H_{1b} , não se podendo afirmar que há fatores estatisticamente significativos para predição da participação acionária da CEF nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

4.6.3 Participação acionária da PETROS

A regressão logística foi testada também com a finalidade de buscar um modelo estatístico que pudesse prever a probabilidade de investimento feito pela PETROS nas companhias que apresentassem determinadas características, em função das variáveis de Ativo Total (LnAT), Patrimônio Líquido (LnPL), Receita Total (LnRT), Valor de Mercado (LnVrMerc), ROA, ROE, Lucro por Ação (LPA) e Nível de Governança Corporativa (NGC), de modo a testar a hipótese H_{1c} da pesquisa, que trata da existência de fatores que determinam a probabilidade da participação acionária dessa entidade do governo federal.

A etapa inicial da regressão logística é apresentada na Tabela 33, informando a porcentagem de acerto do modelo sem a inclusão das variáveis independentes.

Tabela 33 – Bloco 0 da regressão logística para a participação da PETROS

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 0	Grupo 2	212	0	100,0
	Grupo 1	17	0	0,0
	Porcentagem global			92,6

Notas: A constante está incluída no modelo. O valor de corte é 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

O grupo 1 é formado pelas empresas com participação acionária da PETROS, enquanto que o grupo 2 corresponde a ausência desse tipo de investidor do governo federal nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, participantes da amostra para o teste de regressão logística. Observa-se que, no bloco inicial (etapa 0) da regressão logística, sem a inclusão das variáveis preditoras, o modelo inicial prevê 92,6% das 229 empresas incluídas no teste, tomando por base apenas as 212 empresas do grupo 2, que corresponde a maior parcela da amostra. Este valor serve de comparação com o valor registrado para o modelo de regressão, após inclusão das variáveis independentes para previsão do investimento dessa entidade do governo federal.

Na etapa 2, através do método *Enter*, pode-se analisar a capacidade preditiva do modelo gerado de regressão logística, através do teste de coeficientes do modelo *omnibus* (*model chi-square*), equivalente a estatística F no modelo de regressão linear (DIAS FILHO; CORRAR, 2007), registrando-se o valor de 12,911, com 10 graus de liberdade e *p-value* do teste em 0,229, de modo a não se rejeitar a hipótese nula do teste, de que todos os parâmetros estimados são nulos. Desta forma, pode-se afirmar que as variáveis preditoras selecionadas nesta pesquisa não contribuem o modelo nas previsões da participação acionária da PETROS. Neste mesmo sentido a tabela gerada pelo SPSS para classificação do modelo na etapa 1 também manteve a mesma porcentagem global de 92,6% registrado na Tabela 33, confirmando que o modelo formado a partir das variáveis selecionadas não contribui para a predição.

Do exposto, com base nas variáveis preditoras desta pesquisa, rejeita-se a hipótese H_{1c} , não se podendo afirmar que há fatores estatisticamente significativos para predição da participação acionária da Fundação Petrobras de Seguridade Social (PETROS) nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

4.6.4 Participação acionária da PREVI

Nesta subseção, foi testada a regressão logística, com a finalidade de buscar um modelo estatístico que pudesse prever significativamente a probabilidade de investimento feito pela PREVI nas companhias que apresentassem determinadas características, em função das variáveis de Ativo Total (LnAT), Patrimônio Líquido (LnPL), Receita Total (LnRT), Valor de Mercado (LnVrMerc), ROA, ROE, Lucro por Ação (LPA) e Nível de Governança Corporativa (NGC), de modo a testar a hipótese H_{1d} desta pesquisa, que trata da existência de

fatores que determinam a probabilidade da participação acionária da PREVI, como entidade do governo federal.

A etapa inicial da regressão logística é apresentada na Tabela 34, informando a porcentagem de acerto do modelo sem a inclusão das variáveis independentes.

Tabela 34 – Bloco 0 da regressão logística para a participação do BNDES

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 0	Grupo 2	159	0	100,0
	Grupo 1	70	0	0,0
	Porcentagem global			69,4

Notas: A constante está incluída no modelo. O valor de corte é 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

O grupo 1 é formado pelas empresas com participação acionária da PREVI, enquanto que o grupo 2 correspondem as que não possuem esse tipo de investidor do governo federal. Observa-se que, no bloco inicial (*step 0*) da regressão logística, sem a inclusão das variáveis preditoras, o modelo inicial prevê 69,4% de acerto da classificação das 229 empresas incluídas no teste, tomando por base apenas as 159 empresas do grupo 2, que compõem maior parcela da amostra do teste. Este valor serve de comparação com o valor registrado para o modelo de regressão, após inclusão das variáveis independentes.

Na etapa 2, através do método *Enter* (Inserir), pode-se analisar a capacidade preditiva do modelo, através do teste de coeficientes do modelo *omnibus* (*model chi-square*), equivalente a estatística F no modelo de regressão linear (DIAS FILHO; CORRAR, 2007), que registrou o valor de 108,811, com 10 graus de liberdade e *p-value* do teste em 0,000, rejeitando-se a hipótese nula do teste, que considera que todos os parâmetros estimados são nulos. Deste modo, pode-se afirmar que alguns destes parâmetros não são nulos e contribuem para melhor qualidade do modelo nas previsões da participação acionária da PREVI.

Também numa análise do desempenho geral do modelo estatístico, a regressão logística considerou os valores do Cox & Snell e Nagelkerke, conhecidos como testes pseudo- R^2 (DIAS FILHO; CORRAR, 2007). Os resultados para a regressão foram, respectivamente, 0,378 e 0,534. Estes indicadores expressão a proporção das variações ocorridas no log da razão de chance que é explicada pelas variações ocorridas nas variáveis independentes. Assim, o Cox & Snell está indicando que aproximadamente 37,8% das variações ocorridas no log da razão de chance são explicadas pelo conjunto das variáveis independentes. Por sua vez, o índice de Nagelkerke, sendo uma versão do Cox & Snell adaptada para fornecer resultados

entre 0 e 1, confirma que o modelo é capaz de explicar 53,4% das variações registradas na variável dependente dicotômica para participação acionária da PREVI.

O teste de Hosmer e Lemeshow, com o objetivo de testar a hipótese de que não há diferenças significativas entre os resultados preditos pelo modelo e os observados, dividindo-se os casos em dez grupos aproximadamente iguais e comparando-se os valores observados com os esperados, registrou uma estatística de 10,345 com nível de significância de 0,242. Desta forma, aceita-se a hipótese nula do teste e conclui-se que os valores preditos não são significativamente diferentes dos esperados, favorecendo a estimação do modelo de probabilidade da participação acionária da PREVI nas empresas listadas na BM&FBOVESPA participantes da amostra.

A classificação final, com a inclusão das variáveis preditoras no modelo para participação acionária da PREVI, é apresentada na Tabela 35.

Tabela 35 – Bloco 1 da regressão logística para a participação do BNDES

Observado		Previsto		
		Grupo 2	Grupo 1	% correta
Etapa 1	Grupo 2	146	13	91,8
	Grupo 1	22	48	68,6
	Porcentagem global			84,7

Nota: o valor de χ^2 é de 0,500.

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se uma melhora na classificação considerável do grupo 1, de 48 empresas, representando apenas 68,6% de acerto da inferência sobre as 70 empresas com participação acionária da PREVI. Há uma redução no acerto das empresas do grupo 2, sem a participação acionária desse tipo de investidor, classificando 13 empresas de forma incorreta, registrando um nível de acerto de 91,8%. A porcentagem global é melhorada consideravelmente com o modelo, passando de 69,4%, registrado na Tabela 34, para 84,7%, na Tabela 35, com a inclusão das variáveis preditoras.

As variáveis da equação de regressão logística para a previsão de participação acionária da PREVI é apresentada na Tabela 36.

Tabela 36 – Variáveis do modelo de regressão logística para investidor PREVI

Variáveis	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. para EXP(B)	
							Inferior	Superior
LnAT	0,363	0,562	0,419	1	0,518	1,438	0,478	4,325
LnPL	-0,288	0,452	0,405	1	0,524	0,750	0,309	1,819
LnRT	0,225	0,291	0,595	1	0,441	1,252	0,707	2,215
LnVrMerc	0,938	0,317	8,729	1	0,003	2,555	1,371	4,759
ROA	-11,132	5,619	3,925	1	0,048	0,000	0,000	0,888
ROE	1,796	1,095	2,687	1	0,101	6,024	0,704	51,561
LPA	0,073	0,083	0,776	1	0,378	1,076	0,914	1,267
NGC			8,472	3	0,037			
NGC(1)	-1,267	0,514	6,083	1	0,014	0,282	0,103	0,771
NGC(2)	0,836	0,728	1,317	1	0,251	2,307	0,553	9,618
NGC(3)	-0,085	0,667	0,016	1	0,898	0,918	0,249	3,392
Constante	-18,930	3,092	37,472	1	0,000	0,000		

Nota: a. Variáveis inseridas na etapa 1: LnAT, LnPL, LnRT, LnVrMerc, ROA, ROE, LPA, NGC.
Fonte: Dados da pesquisa.

O modelo como um todo apresentou melhora considerável na explicação das variáveis preditoras para a probabilidade de participação acionária da PREVI. Quanto à significância dos coeficientes das variáveis preditoras, o modelo apresentou as variáveis LnVrMerc, ROA e NGC(1) com significância estatística em 5%, através da estatística Wald, rejeitando-se sua hipótese nula de que os coeficientes destas variáveis preditoras sejam nulos, de modo a corroborar para previsão de participação acionária do fundo de previdência.

O intervalo de confiança também confirma que os coeficientes são significativamente diferentes de zero, tomando-se por base que o valor do Exp(B) encontra-se entre os valores inferior e superior para 95% do nível de confiança. Assim, quanto à PREVI, pode-se observar que uma variação positiva do Valor de Mercado (LnVrMerc) aumenta a probabilidade da participação acionária desta entidade do governo federal, enquanto que variação positiva das variáveis ROA e NGC(1) representa diminuição da probabilidade de sua participação acionária. Ainda, confirma-se a hipótese H_{1d} da pesquisa, que tratou que existem fatores financeiros ou de governança que determinam a probabilidade da participação acionária das entidades do governo federal, através do investimento da PREVI.

Considerando as hipóteses testadas, a Tabela 37 apresenta um resumo dos testes de regressão logística, no atendimento ao objetivo geral da pesquisa.

Tabela 37 – Resumo das regressões logísticas do estudo

Regressão Logística	Hipótese H _{1a}	Hipótese H _{1b}	Hipótese H _{1c}	Hipótese H _{1d}
Investidor	BNDES	CEF	PETROS	PREVI
Bloco 0 – % acerto	83,4%	96,5%	92,6%	69,4%
<i>p-value</i> do Model Chi-Square	0,000	0,252	0,229	0,000
Cox & Snell	0,251	-	-	0,378
Nagelkerke	0,424	-	-	0,534
<i>p-value</i> de Hosmer e Lemeshow	0,806	-	-	0,242
Bloco 1 – % acerto	86,5%	96,5%	92,6%	84,7%
Variáveis significantes	LnAt; NGC(1)	-	-	LnVrMerc; ROA e NGC(1)
Significância de Wald	5%	-	-	5%
Intervalo de confiança	Sim	-	-	Sim
Decisão	Aceitar	Rejeitar	Rejeitar	Aceitar

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se que as hipóteses H_{1a} e H_{1d} foram confirmadas, considerando, respectivamente, a participação acionária do BNDES ou BNDESPar e PREVI. O modelo de participação acionária da PREVI favorece maior ganho no percentual de acerto e confere significância em maior quantidade de variáveis preditoras, através do teste de Wald. Por outro lado, não se pode afirmar, com base nas variáveis selecionadas, fatores determinantes para formação de participação acionária da CEF e PETROS nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Considerando a amostra não probabilística do estudo, não se pode inferir sobre a população das empresas listadas na bolsa brasileira, entretanto, a amostra desta pesquisa leva a conclusões sobre uma gama de empresas, dentre as mais destacadas no cenário econômico brasileiro, com exceção das empresas financeiras que não participaram do estudo.

Estes resultados corroboram com os estudos de Windolf (2002) afirma que entidades estrangeiras e grupos nacionais de menor porte tendem a atuar como atores marginais do sistema econômico nacional. Ainda segundo o autor, as privatizações de empresas públicas e a venda de empresas de capital doméstico para grupos maiores elevaram a conectividade dos agentes público e privados no Brasil. Lazzarini (2011), por sua vez, corrobora com a tese de que a intrínseca relação econômica do governo federal brasileiro com determinados grupos econômicos nacionais aumenta o nível de concentração da estrutura de capital brasileira e aumenta o nível de operações sem fundamentação técnica explícita. Estudos realizados por De Paula *et al.* (2002) sinalizam que a realização de consórcios nos leilões de privatização realizados durante a década de 1990 e no início dos anos 2000 criaram associações entre grupos nacionais e investidores estrangeiros, além da utilização de recursos financiados pelo governo federal via BNDES ou BNDESPar. Mello e Freitas (2002) sinalizam que, sem a participação do financiamento público, seria difícil consolidar investimentos em determinados

setores da economia brasileira. Desta forma, os conflitos da TEP se acentuam na proporção da concentração do mercado de capitais nacional, na alta participação governamental no setor privado e no baixo movimento de alteração da estrutura de propriedade.

Destaca-se o fato de que diversos estudos anteriores procuraram enfatizar o papel dos relacionamentos empresariais na organização da economia brasileira. DaMatta (1997, p. 105) destaca a importância da “relação como elemento estrutural no caso brasileiro”. Paralelamente, Faoro (1957, p. 823) relata a “confusão entre o setor público e o privado”. Leopoldi (2000) também ilustra evidências históricas sobre como as relações corporativas influenciam o desenho das políticas públicas nacionais.

CONCLUSÃO

O Brasil, assim como muitas economias do planeta, sofreu um processo de reestruturação de propriedade nos últimos anos, decorrente da abertura dos fluxos de comércio mundial e da privatização de empresas públicas, despertando assim o interesse de grupos econômicos nacionais e estrangeiros na atuação e ampliação da participação no mercado local. Inicialmente, tende-se a imaginar que eventos desta natureza causam um esfacelamento das conexões domésticas já existentes. Entretanto, a presença do governo federal brasileiro como um investidor relevante no mercado de valores mobiliários da BM&FBOVESPA reforça o conceito de concentração de propriedade por parte dos fundos de pensão e do próprio governo federal por meio de suas instituições, não alterando, desta forma, significativamente a estrutura de propriedade nacional.

Esta pesquisa, fundamentada na TEP, que se baseia na proposta de utilização de critérios bem definidos no tocante ao processo decisório da utilização dos recursos públicos, teve como objetivo analisar os fatores determinantes da participação acionária do governo federal nas companhias brasileiras de capital aberto e o desempenho das companhias investidas. Pode-se afirmar, portanto, que a seleção dos investimentos em companhias privadas realizada pelo governo federal brasileiro possui um direcionamento estatístico, com base nas variáveis financeiras e de governança selecionadas na pesquisa.

Iniciada a análise da hipótese da pesquisa, foi possível verificar uma relação positiva para H_{1a} e H_{1d} , representadas respectivamente pelo BNDES e PREVI, identificando variáveis significantes que explicam os fatores determinantes da participação acionária do governo federal brasileiro para estas instituições. No caso do BNDES, as variáveis identificadas estão associadas com o porte dos ativos da companhia e com o segmento de listagem das ações das companhias privadas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA; no caso da PREVI, as variáveis identificadas foram o valor de mercado, o retorno sobre o investimento e o segmento de listagem das ações das companhias privadas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA. Por outro lado, não foram identificadas variáveis significantes para as instituições CEF e PETROS, representadas respectivamente por H_{1b} e H_{1c} .

Adicionalmente, verificou-se também as semelhanças e diferenças nas características empresariais das empresas investidas por cada uma das instituições selecionadas na pesquisa em relação aos indicadores financeiros das demais companhias privadas de capital aberto

listadas na BM&FBOVESPA, de modo que foi observada a similaridade entre os dois grupos somente para os investimentos realizados pela PREVI.

Finalmente, a caracterização das companhias investidas pelo governo federal brasileiro apresenta uma predominância de empresas com sede social na região Sudeste do país e com maior concentração nos segmentos de infraestrutura e energia elétrica.

Sob a perspectiva do mercado de capitais brasileiro, os resultados da pesquisa revelam a importância da transparência no processo de tomada de decisão por parte das instituições públicas e a falta de clareza na adoção dos critérios de desempenho e nas características gerais das companhias que são alvos de investimento do governo federal brasileiro. São três possíveis explicações para esta ausência de transparência: a) a histórica desorganização do setor público brasileiro, impedindo a constituição de regras mais claras sobre a destinação dos recursos administrados pelo Estado; b) a falta de um processo de governança corporativa mais eficaz no mercado de capitais nacional e; c) a alta concentração da estrutura de propriedade no Brasil decorrente de um processo recente de abertura do mercado econômico, caracterizado por uma série de privatizações onde o estado brasileiro concedeu instrumentos de financiamento destas aquisições principalmente por intermédio de operações realizadas via BNDES e BNDESPar.

Em linhas gerais, verificou-se, portanto, a existência de uma relação positiva para metade dos investimentos das instituições selecionadas na pesquisa relacionados com o porte e o desempenho apresentado pelas companhias não financeiras selecionadas na amostra. Diante do exposto até aqui, destaca-se a necessidade de uma maior transparência e de aspectos de governança por parte das instituições públicas no processo decisório sobre a escolha das companhias que recebem investimentos do governo federal brasileiro.

Acredita-se que os resultados da pesquisa demonstram a necessidade de ampliar o processo decisório ligado aos investimentos públicos e o relacionamento do setor público com as companhias privadas que recebem investimentos do governo federal brasileiro.

Como limitações do estudo, tem-se o período de análise e a métrica utilizada para determinação das variáveis. Dessa forma, para a evidência dos resultados em pesquisas futuras, sugere-se o aumento do período de análise assim como a utilização de métricas distintas para a utilização das variáveis econômico-financeiras e da caracterização geral das companhias. Recomenda-se, ainda, a realização de análise de aspectos políticos que podem corroborar com os pressupostos da TEP acerca da determinação dos investimentos

governamentais. Além disso, a pesquisa possui ainda como limitação o fato de que não foi verificado o nível de participação do governo em valores financeiros absolutos, ou seja, o nível do capital investido e o cálculo do retorno esperado por este investimento, aspectos que podem ser explorados em futuros estudos sob a temática.

REFERÊNCIAS

- ALBUQUERQUE, A. A. **A capacidade do EVA® para predição de lucros futuros: um estudo empírico nas empresas de capital aberto do Brasil.** São Paulo, 2007, 115 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Ribeirão Preto: Universidade de São Paulo, 2007.
- ALDRICH, H. **Organizations and environments.** Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1979.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. dos. Relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Informação Contábil**, v. 2, n. 4, p. 17-37, 2008.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. dos; FERREIRA, L. F. V. de M.; TORRES, F. J. V. Governança corporativa e desempenho: um estudo das empresas brasileiras não listadas na Bovespa. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA-USP, 2010.
- AMARAL FILHO, A. C. C.; SALOTTI, B. M. Indicadores econômicos e sociais: comparação entre empresas estatais e privadas do setor elétrico. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2010.
- AMORIM NETO, O; BORSANI, H. Presidents and cabinets: the political determinants of fiscal behavior in Latin America. **Studies in Comparative International Development**, v. 39, n. 1, p. 3-27, 2004.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ANDRADE, L. P. de; SALAZAR, G. T.; CALEGÁRIO, C. L. L.; SILVA, S. S. Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 4, art. 130, p. 4-31, 2009.
- ANG, J. S.; DING, D. K. Government ownership and the performance of government-linked companies: the case of Singapore. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, p. 64-88, 2006.
- ANTHONY, R.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial.** São Paulo: Atlas, 2001.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor.** São Paulo: Atlas, 2008.
- _____; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira.** São Paulo: Atlas, 2009.
- _____; _____. **Curso de administração financeira 2.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BARNEY, J. Strategic factor markets: expectations, luck, and business strategy. **Management Science**, v. 32, n. 10, p. 1231-1241, 1986.
- BASSO, L. F. C; ALVES, W.; NAKAMURA, W. T. Medidas de valor adicionado: um estudo do impacto das dificuldades encontradas para a estimativa do custo total de capital na opção

pela utilização deste tipo de medida em empresas operando no Brasil. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2.. 2002, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: SBFIN, 2002.

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

BERNABEL, R. T. **Teoria da escolha pública: uma introdução crítica**. 2009. Dissertação (Mestrado em Ciência Política) – Departamento de Ciência Política da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

BERNESTEIN, P. L.; DAMODARAN, A. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

BM&FBOVESPA S.A. – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **O que são segmentos de listagem**. Website. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx>>. Acesso em: 20 ago. 2014.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/A_Empresa/>. Acesso em: 30 dez. 2014.

BORGES, A. Democracia vs. Eficiência: a teoria da escolha pública. **Lua Nova**, n. 53, 2001.

BOUBAKRI, N.; COSSET, J.; SAFFAR, W. Political connections of newly privatized firms. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 654-673, 2008.

BRASIL. **Lei nº 1.083**, de 22 de agosto de 1.860. Contendo providências sobre os bancos de emissão, meio circulante e diversas companhias e sociedade. Rio de Janeiro, RJ, 1.860.

_____. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1.976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, DF, 1.976.

_____. **Lei nº 8.031**, de 12 de abril de 1.990. Dispõe sobre a instituição do Programa Nacional de Desestatização. Brasília, DF, 1.990.

_____. **Lei nº 8.390**, de 30 de dezembro de 1.991. Dispõe sobre a revisão geral da remuneração dos servidores públicos federais. Brasília, DF, 1.991.

_____. **Lei nº 10.303**, de 31 de dezembro de 2.001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1.976, que dispõe sobre as sociedades por ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de setembro de 1.976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF, 2.001.

_____. **Lei nº 11.079**, de 30 de dezembro de 2.004. Institui normas gerais para licitação e contratação de parceria público-privada no âmbito da administração pública. Brasília, DF, 2.004.

_____. **Lei nº 11.491**, de 20 de junho de 2.007. Institui o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FI-FGTS, altera a Lei nº 8.036, de 11 de maio de 1990 e dá outras providências.

_____. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2.007. Altera e revoga dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1.976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1.976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Brasília, DF, 2.007.

- BREY, N. K.; CAMILO, S. P. O.; MARCON, R.; BANDEIRA DE MELO, R. Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. **RAM – Revista de Administração da Mackenzie**, v. 15, n. 1, p. 98-124, 2014.
- BRITO, E. P. Z.; BRITO, L. A. L.; MORGANTI, F. Inovação e o desempenho empresarial: lucro ou crescimento? **Revista de Administração de Empresas Eletrônica**, v. 8, n. 1, Art. 6, jan./jun. 2009.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. de. A heterogeneidade do desempenho, suas causas e o conceito de vantagem competitiva: proposta de uma métrica. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, Edição Especial, p. 107-129, 2004.
- BRUNI, Adriano Leal. **Estatística aplicada à gestão empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BRUNI, Adriano Leal. **SPSS: guia prático para pesquisadores**. São Paulo: Atlas, 2012.
- BUCHANAN, J. M. The limits of liberty: between Anarchy and Leviathan. **The University of Chicago Press**, 1975.
- _____. Demands, instabilities, manipulations, careers: the lived experience of driving change. **Human Relations**, v. 56, n. 6, p. 663-684, 2003.
- CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, maio/ago. 2013.
- CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: sinergias operacionais, gerenciais e rentabilidade. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, p. 69-99, jan./mar. 2010.
- CAMPOS, G. M.; SCHERER, L. M. Lucro por Ação. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 12, n. 26, p. 81-94, maio/ago. 2001
- CAMPOS, T. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **RAUSP – Revista de Administração da USP**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.
- CARNAÚBA, A. A. C. Governança corporativa e participação societária de bancos, BNDES e fundos de pensão como fatores de resistência às crises financeiras. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 6, n. 1, jan./jun. 2011.
- CARNEIRO JÚNIOR, J. B. A.; MARQUES, J. A. V. C.; KUBRUSLY, L. S.; WATANABE, S. H. E. Uma investigação do relacionamento entre indicadores econômicos e financeiros e a criação de valor: um estudo aplicado ao setor elétrico brasileiro no período 2000-2004. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <www.congressosp.fipecafi.org.br/artigos72007/221.pdf>. Acesso em: 20 out. 2014.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos em empresas brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- _____. **Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

_____; ZORMAN, F. F. A. Influência do BNDES na governança das empresas brasileiras listadas. In: ENANPAD – ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 36.. 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2012.

CARVALHO, F. de M.; KAYO, E. K.; MARTIN, D. M. L. Tangibilidade e intangibilidade na determinação do desempenho persistente de firmas brasileiras. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, art. 6, p. 871-889, set./out. 2010.

CHAVES, E. P. S.; PIMENTA JÚNIOR, T.; VELLANI, C. L. Ausência da correlação positiva entre retorno da ação e desempenho econômico EVA® das empresas IBrX-50 da Bovespa. In: SEMEAD – SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 11.. 2008, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2008, p. 1-11. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/11semead/resultado/trabalhosPDF/324.pdf>>. Acesso em 20 out.2014.

COELHO, N. N. A; CAMARGOS, M. A. Fundos de pensão no Brasil: Uma análise dos fatores determinantes para sua expansão na perspectiva dos seus gestores. **Revista Organizações & Sociedade**, v. 19, n. 61, p. 277-294 abr./jul. 2012.

COELHO, C. U. F.; LINS, L. S. **Teoria da contabilidade**: abordagem contextual, histórica e conceitual. São Paulo: Atlas, 2010.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA NETO, Y. C. **Bancos oficiais no Brasil**: origem e aspectos do seu desenvolvimento. In: Banco Central do Brasil. Brasília, DF, 2004. Disponível em: <http://www.bacen.gov.br/htms/public/BancosEstaduais/livros_bancos_oficiais.pdf>. Acesso em: 04 out. 2014.

COUTO, P. B. **Ativos intangíveis e o desempenho econômico das empresas do novo mercado**. 2009. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Ciências Econômicas. Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG, Belo Horizonte, 2009.

CRUZ, A. A. B. R. Teoria da Escolha Pública – uma visão de seus elementos sobre a ótica de Gordon Tullock em sua obra “Government Failure”. Disponível em: <<http://www.revistadir.mcampos.br/producaocientifica/artigos/antonioaugustocruzteoriadaescolahapublica.pdf>>. **Revista Virtual da Faculdade de Direito Milton Campos**, vol. 10, 2012.

DALMÁCIO, F. Z.; REZENDE, A. J.; SLOMSKY, V. Análise setorial das medidas de performance utilizadas nos contratos de remuneração dos gestores. **Revista Universo Contábil**, v. 5, n. 3, p. 6-23, jul./set. 2009.

DAMATTA, R. **A casa e a rua**: espaço, cidadania, mulher e morte no Brasil. Rio de Janeiro: Rocco, 1997.

DE LUCA, M. M. M.; ASSUNÇÃO, R.R.; VASCONCELOS, A. C.; REBOUÇAS, S. M. D. P. Complexidade organizacional e governança corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 13., 2013, São Paulo, **Anais...** São Paulo: USP, 2013.

DE PAULA, G. M.; FERRAZ, J. C.; IOOTY, M. Economic liberalization and changes in corporate control in Latin America **The developing economies**, v. 40, n. 4, p. 467-496, 2002.

DELGADO, I. G. **Previdência social e mercado no Brasil**: a presença empresarial na trajetória da política social brasileira. São Paulo: LTr, 2001, 317 p.

DIAS FILHO, J.; CORRAR, L. Regressão logística. In: CORRAR, L.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. **Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2007.

DIEL, F. J.; DIEL, E. H.; SCHULZ, S. J.; CHIARELLO, T. C. Análise da eficiência econômico-financeira das empresas pertencentes ao agronegócio brasileiro. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, vol. 12, n. 2, mai/ago. 2014.

DINÇ, S. Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. **Journal of Financial Economics**, v. 77, p. 453-479, 2005.

ECCO, I. L. **Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil**: conexões políticas e o seu desempenho. 2010. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2010.

FACCIO, M. Politically connected firms. **The American Economic Review**, v. 96, n. 1, p. 369-386, 2006.

FACÓ, J. F. B.; DUARTE, A. L. C. M.; CSILLAG, J. M. O efeito da TQM e da inovação no crescimento das empresas de manufatura do estado de São Paulo. **Revista de Administração e Inovação**, v. 6, n. 2, p. 44-57, 2009.

FAORO, R. **Donos do poder**: formação do patronato político brasileiro. Rio de Janeiro: Globo, 1957.

FERREIRA, J. J. M.; MARQUES, A. S. E.; BARBOSA, M. J. Relação entre inovação, capacidade inovadora e desempenho: o caso das empresas da região da beira interior. **Revista de Administração e Inovação**, v. 4, n. 3, p. 117-132, 2007.

FIELD, Andy. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. Tradução: Lorí Viali. 2. ed. Dados eletrônicos. Porto Alegre: Bookman, 2009.

FIRTH, M.; LIN, C.; LIU, P.; WONG, S. M. L. Inside the black box: bank credit allocation in China's private sector. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, p. 1144-1155, 2009.

FISMAN, R. Estimating the value of political connections. **American Economic Review**, v. 91, p. 1095-1102, 2001.

FONSECA, J. L.; CERETTA, P. S. A gestão da liquidez e o seu reflexo no retorno sobre o capital próprio e no lucro por ação das empresas pertencentes à BMF&BOVESPA. **Revista Alcance**, v. 19, n. 2, p. 202-221, 2012.

FUCS, J.; CORONATO, M. A mão oculta do estado. **Época**, n. 682, 2011.

GACITÚA-MARIÓ, E.; WOOLCOCK, M. (Org.). **Exclusão social e mobilidade no Brasil**. Brasília: Ipea, Banco Mundial, 2005. 306 p.

GALLON, A. V.; REINA, D. R. M.; ENSSLIN, S. R. O impacto da inovação no desempenho econômico-financeiro das MPEIs catarinenses beneficiadas pelo programa juro zero (FINEP). **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 4, n. 8, p. 112-138, jan./abr. 2010.

GALLON, A. V.; SILVA, T. da; TOLEDO FILHO, J. R. de; HEIN, N. Análise do ROA sobre as diferentes formas de apresentação do lucro nas empresas do Nível 1 de governança

- corporativa da Bovespa. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 6, n. 1, art. 5, p. 49-58, 2009.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1999.
- GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. **Journal of Financial Economics**, v. 57, n. 2, p. 275-305, 2000.
- GITMAN, L. J. **Princípios da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson, 2004.
- GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-326, out./dez. 2004.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIR, J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L.; BLACK, W. C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAIR, J.; BLACK, W.; BABIN, B.; ANDERSON, R.; TATHAM, R. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDÁ, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009.
- HILLMAN, A. J.; HITT, M. Corporate political strategy formulation: a model of approach, participation and strategy decisions. **Academy of Management Review**, v. 20, p. 193-214, 1999.
- HOBBS, T. Leviathan [1651]. **Great Books of the Western World**, Chicago, v. 23, 1952.
- HOJI, M. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- HOSMER, D. W.; LEMESHOW, S. A goodness-of-fit test for the multiple logistic regression model. **Communications in Statistics**, A10, p. 1043-1069, 1980.
- IUDICIBUS, S. *et al.* **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2010.
- KAPPLER, L. LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **World Bank Policy Research Working Paper**, n. 2818, Apr. 2002.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991.
- LAMEIRA, V. de J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras: uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras**. 2007. Tese de doutorado. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2007.
- LAMEIRA, V. de J.; NESS, W. L. ADRS, differentiated levels of corporate governance at the São Paulo Stock Exchange and the performance of the publicly traded Brazilian companies. **International Journal of Business Studies**, v. 15, n. 2, p. 67-82, 2007.
- LAZZARINI, S. G. **Capitalismo de laços: os donos do Brasil e suas conexões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

- _____; MUSACCHIO, A. Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. **Harvard Business School Working Paper**, n. 11-73, Dec. 2010. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/11-073.pdf>>. Acesso em: 15 jan. 2014.
- LEOPOLDI, M. A. P. **Política e interesses na industrialização brasileira**: as associações industriais, a política econômica e o Estado. São Paulo: Paz e Terra, 2000.
- LEVY, M. B. **História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro**. Rio de Janeiro: Ibmec, 1977.
- LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China. **Journal of Comparative Economics**, n. 37, p. 471-490, 2009.
- LOUREIRO, D. Q.; GALLON, A. V.; DE LUCA, M. M. M. Subvenções e assistências governamentais (SAG): evidenciação e rentabilidade das maiores empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 5, n. 13, art. 3, p. 34-54, 2011.
- LOWI, Theodor. American business, public policy, case studies and political theory. **World Politics**, v. 16, p. 677-715, 1964.
- _____. Four systems of policy, politics, and choice. **Public Administration Review**, v. 32, p. 298-310, 1972.
- LYNN, L. E. **Designing public policy**: a casebook on the role of policy analysis. Santa Monica: Goodyear, 1980.
- MACKAAY, E. History of law and economics in Encyclopedia of Law and Economics. **The History and Methodolog of Law and Economics**, n. 65-119, 1999. Disponível em: <<http://encyclo.findlaw.com/0200book.pdf>>. Acesso em: 10 out 2014.
- MAKHIJA, M. V. The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. **Strategic Management Journal**, v. 25, n. 3, p. 243-267, 2003.
- MARION, J. C. **Contabilidade empresarial**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MARTINS, T. L. **Guerra fiscal e teoria da escolha pública**: uma análise sobre a competição interjurisdicional. 2012. Dissertação (Graduação em Ciências Econômicas) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2012.
- MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem gerencial. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MELLO, A.; FREITAS, M. Um lobby multinacional. **Correio Braziliense**, 16 maio 2002.
- MENDES, C. A. B.; VEGA, F. A. C. Técnicas de regressão logística aplicada à análise ambiental. **Revista Geografia**, v. 20, n. 1, p. 5-30, jan./abr. 2011.
- MIRANDA, K. F. **Capacidade inovativa como provedora de melhoria no desempenho de empresas brasileiras potencialmente inovadoras**. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração e Controladoria) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, Fortaleza, 2011.
- MIRANDA, K. F.; GALLON, A. V.; SILVA-FILHO, J. C. L. Ativos intangíveis e grau de inovação como determinantes da maximização do valor das empresas brasileiras de grupos setoriais inovativos. In: CONGRESO LATINO-IBEROAMERICANO DE GESTIÓN TECNOLÓGICA – ALTEC, 14., 2011, Lima/Peru, **Anais...** Lima: PUCP, 2011. CD-ROM.

_____; _____. NOGUEIRA, L. C. B. Ativos intangíveis e grau de inovação: fatores influentes no desempenho econômico empresarial? In: SIMPÓSIO DE ADMINISTRAÇÃO DA PRODUÇÃO – SIMPOI, 14., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FGV-EASP, 2011.

MUELLER, D. C. **Public choice II**: a revised edition of public choice. Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

NG, A.; YUCE, A.; CHEN, E. Determinants of state equity ownership, and its effects on value/performance: China's privatized firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 17, n. 4, p. 413-443, 2009.

NIESSEN, A.; RUENZI, S. Political connectedness and firm performance: evidence from Germany. **German Economic Review**, v. 11, n. 4, p. 441-464, 2010.

NORTH, D. C. **Structure and change in economic history**. New York: WWNorton & Company, 1981.

OLSON, M. Government and productivity stagflation and the political economy of the decline in productivity. **American Economic Review**, v. 59, n. 2, p. 479-487, May, 1969.

PAGANO, M.; GAUVREAU, K. **Princípios de bioestatística**. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

PEDERSEN, T.; THOMSEN, S. Ownership structure and value of the largest European firms: the importance of owner identity. **Journal of Management and Governance**, n. 7, p. 27-55, 2003.

PEREIRA, P. T. A teoria da escolha pública (public choice): uma abordagem neoliberal? **Análise Social**, v. 32, n. 141, p. 419-442, 1997.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 2, n. 2, p. 69-96, abr./jun. 2006a.

PEROBELLI, F. F. C.; CERQUEIRA, J. E. A.; CASTRO, G. S.; PAZOS, R. B. Relação EVA® - estrutura de capital: uma análise em painel em empresas brasileiras do setor de siderurgia e metalurgia. In: ENANPAD – ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31.. 2007, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. p. 1-16. 1 CD-ROM.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. **The external control of organizations**: a resource-dependence perspective. California: Stanford, 2003.

PIVETA, F. **Análise da relação entre o EVA®, indicadores de desempenho e o preço da ação**: um estudo de caso. 2006. 110 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2006.

PIVOVARSKY, A. Ownership concentration and performance in Ukraine's privatized enterprises. **IMF Staff Papers**, v. 50, n. 1, p. 10-42, 2003.

PORTER, M. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. 3. ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

RABELO, F. M. Fundos de pensão, mercado de capitais e corporate governance: lições para os mercados emergentes. **Revista de Administração de Empresas**, v. 38, n. 1, p. 38-51, jan./mar. 1998.

- RIBEIRO, R. **Valuación de empresas: fundamentos en mercados emergentes**. 1. ed. Uruguay: KPMG, 2008.
- RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- ROBERTS, Peter W.; DOWLING, Grahame R. Corporate reputation and sustained superior financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 23, p. 1077-1093, Sep. 2002.
- RODRIGUES, A. Mais uma caixa-preta do governo, o FI-FGTS. **Revista Exame**. Website. Publicado em: 06 fev. 2014. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/revista-exame/edicoes/1058/noticias/mais-uma-caixa-preta>>. Acesso em: 30 abr. 2014.
- RODRIGUES, A. L.; MALO, M. C. Estruturas de governança e empreendedorismo coletivo: o caso dos doutores da alegria. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 10, n. 3, p. 29-50, 2006.
- RUIZ, J. A. **Metodologia científica: guia para eficiência nos estudos**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- SANT'ANNA, J. M.; DALMONECH, L. F. A teoria da escolha pública e o custo social da decisão entre o gasto público e a renúncia de receita. In: FÓRUM BRASILEIRO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIA POLÍTICA, 3.. 2013, Curitiba. **Anais...** Curitiba: UFPR, 2013.
- SANTOS, D. F. L. **A influência da inovação no desempenho das firmas no Brasil**. 2009. 314 f. Tese de Doutorado em Administração de Empresas – Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2009.
- SANTOS, M. R.; CODA, R.; SHIBAO, F. Clima organizacional gera desempenho financeiro nas empresas? In: SEMINÁRIO EM ADMINISTRAÇÃO – SEMEAD, 12., 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2009.
- SAPIENZA, P. The effects of government ownership on bank lending. **Journal of Financial Economics**, n. 72, p. 357-384, 2004.
- SELZNICK, P. **Liderança na Administração: uma interpretação sociológica**. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971.
- SHAFFER, B. Firm level responses to government regulation: theory and researches approaches. **Journal of Management**, n. 21, p. 495-514, 1995.
- SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidência empíricas no Brasil nos anos 90. **Revista do BNDES**, n. 9, p. 1-22, 1998.
- SILVA, S. S.; FERREIRA, P. A. Estratégias de gestão financeira para a criação e destruição de valor. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 6.. 2006, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2006.
- SILVA, A. L. C. S.; ZORMAN, F. F. A. Influência do BNDES na governança das empresas brasileiras listadas. **XXXVI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, set. 2012.
- SILVEIRA, A. D. M da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.
- _____; LEAL, R. P. C.; BARROS, L. A. B. de C.; CARVALHAL-DA-SILVA, André Luiz. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **RAUSP –**

Revista de Administração de Empresas da Universidade de São Paulo, v. 44, n. 3, p. 173-189, jul./set. 2009.

_____; SAITO, R. Corporate governance in Brazil: landmarks, codes of best practices, and main challenges. **The ICFAI University Journal of Corporate Governance**, v. 8, n. 2, p. 20-39, 2009.

SILVEIRA, F.; VIEIRA, M. M. F.; CASTRO, D. C. A presença do estado no setor financeiro brasileiro: o caso da Caixa Econômica Federal. **Revista Gestão.org**, v. 11, n. 1, p. 132-159, jan./abr. 2013.

SOARES, M. A. **Análise de indicadores para avaliação de desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde brasileiras**: uma aplicação da análise fatorial. 2006. Dissertação de Mestrado – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

SOBREIRA, R.; MARTINS, N. M. Os acordos da Basileia e bancos de desenvolvimento no Brasil: uma avaliação do BNDES e do BNB. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 2, p. 349-76, mar./abr. 2011.

SOUZA, C. Política públicas: uma revisão de literatura. **Sociologias**, ano 8, n. 16, p. 20-45, jul./dez. 2006.

SOUZA, F. C.; MURCIA, F. D.; MARCON, R. Bonding hypothesis: análise da relação entre disclosure, governança corporativa e internacionalização de companhias abertas no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 14, n. 2, p. 62-81, 2011.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à Administração**. Tradução: Alfredo Alves de Farias. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 2001.

STRAUSS, D. The many faces of logistic regression. **The American Statistician**, v. 46, n. 4, p. 321-326, nov. 1992.

TAVARES, P.; LIZA, R. Por que as empresas tendem ao EVA zero? **Revista Capital Aberto**, ano 3, n. 88, p. 18-19, dez. 2010.

TEH, C. C.; KAYO, E. K.; KIMURA, H. Marcas, patentes e criação de valor. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 1, p. 86-106, 2008.

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. Ownership structure and economics performance in the largest European companies. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 6, p. 689-705, 2000.

VARSANO, R. **A guerra fiscal do ICMS**: quem ganha e quem perde. Rio de Janeiro: IPEA, 1997.

VELOSO, G. G.; MALIK, A. M. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. **Revista de Administração de Empresas Eletrônica**, v. 9, n. 1, Art. 2, jan./jun. 2010.

VENTURA, Ana Flávia Albuquerque; SANTOS, Valterlin da Silva; VENTURA JÚNIOR, Raul; FIRMINO, Rafaelle Gomes. A relação entre os níveis de governança corporativa e índices de rentabilidade econômica. **Reuna**, v. 17, n. 3, p. 73-84, 2012.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WINDOLF, P. Corporate networks in Europe and the United States. **New York: Oxford University Press**, 2002.

WOOLDRIDGE, J. **Introdução à Econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

WU, H. Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. **Journal of Business Research**, (in press), 2010.

YOSHIKUNI, A. C.; MACHADO-DA-SILVA, F. N.; ALBERTIN, A. L.; MEIRELLES, F. S. Estratégia como mediadora da relação entre uso de S.I. e desempenho empresarial. **Revista Brasileira de Estratégia**, Curitiba, v. 7, n. 2, p. 223-241, maio/ago. 2014.

YOUNG, S. D.; O'BYRNE, S. F. **EVA e gestão baseada em valor: guia prático para implementação**. Porto Alegre: Bookman, 2003.

ZYLBERSTAJN, H.; AFONSO, L. E.; SOUZA, A. P. Reforma da previdência social e custo de transição: simulando um sistema universal para o Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, Especial atuária, p. 56-74, dez. 2006.

APÊNDICE A – Amostra inicial da pesquisa

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
521 Particip	521 PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
524 Particip	524 PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
Abril Educa	ABRIL EDUCAÇÃO S.A.	Consumo Cíclico
Aco Altona	ELECTRO ACO ALTONA S.A.	Bens Industriais
AES Elpa	AES ELPA S.A.	Utilidade Pública
AES Sul	AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
AES Tiete	AES TIETE S.A.	Utilidade Pública
Afluente	AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Utilidade Pública
Afluente T	AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	Utilidade Pública
AGconcessoes	ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	Utilidade Pública
Aliperti	SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.	Materiais Básicos
All Amer Lat	ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	Construção e Transporte
All Norte	ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A.	Construção e Transporte
Alpargatas	ALPARGATAS S.A.	Consumo Cíclico
Altus S/A	ALTUS SISTEMA DE AUTOMAÇÃO S.A.	Bens Industriais
Alupar	ALUPAR INVESTIMENTO S/A	Utilidade Pública
Ambev S/A	AMBEV S.A.	Consumo não Cíclico
Ampla Energ	AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.	Utilidade Pública
Anhanguera	ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	Consumo Cíclico
Anima	GAEC EDUCAÇÃO S.A.	Consumo Cíclico
Arezzo Co	AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	Consumo Cíclico
Arteris	ARTERIS S.A.	Construção e Transporte
Autometal	AUTOMETAL S.A.	Bens Industriais
Azevedo	AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.	Construção e Transporte
B2W Digital	B2W - COMPANHIA DIGITAL	Consumo Cíclico
EBE	BANDEIRANTE ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Basantander	BCO SANTANDER S.A.	(Não classificado)
Bardella	BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS	Bens Industriais
Baumer	BAUMER S.A.	Bens Industriais
Bematech	BEMATECH S.A.	Tecnologia da Informação
Betapart	BETAPART PARTICIPACOES S.A.	Consumo Cíclico
BHG	BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	Consumo Cíclico
Bic Monark	BICICLETAS MONARK S.A.	Consumo Cíclico
Biommm	BIOMM S.A.	Consumo não Cíclico
Biosev	BIOSEV S.A.	Consumo não Cíclico
Bombril	BOMBRIL S.A.	Consumo não Cíclico
Bonaire Part	BONAIRE PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
BR Brokers	BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	Construção e Transporte
BR Pharma	BRASIL PHARMA S.A.	Consumo não Cíclico
Braskem	BRASKEM S.A.	Materiais Básicos
Brasmotor	BRASMOTOR S.A.	Consumo Cíclico
BRF SA	BRF S.A.	Consumo não Cíclico
Brookfield	BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.	Construção e Transporte
Buettner	BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Consumo Cíclico
Cabambiental	CIA ÁGUAS DO BRASIL - CAB AMBIENTAL	Utilidade Pública

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
Cacique	CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL	Consumo não Cíclico
Cambuci	CAMBUCCI S.A.	Consumo Cíclico
Casan	CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN	Utilidade Pública
CCR SA	CCR S.A.	Construção e Transporte
Ccx Carvao	CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	Materiais Básicos
Ceb	CIA ENERGETICA DE BRASILIA	Utilidade Pública
Cedro	CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	Consumo Cíclico
Ceee-D	CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	Utilidade Pública
Ceee-Gt	CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	Utilidade Pública
Ceg	CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG	Utilidade Pública
Celesc	CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	Utilidade Pública
Celgpar	CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	Utilidade Pública
Celpa	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	Utilidade Pública
Celpe	CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE	Utilidade Pública
Celul Irani	CELULOSE IRANI S.A.	Materiais Básicos
Cemar	CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	Utilidade Pública
Cemat	CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT	Utilidade Pública
Cemig	CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	Utilidade Pública
Cesp	CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	Utilidade Pública
Chiarelli	CERAMICA CHIARELLI S.A.	Construção e Transporte
Cia Hering	CIA HERING	Consumo Cíclico
Cobrasma	COBRASMA S.A.	Bens Industriais
Coelba	CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	Utilidade Pública
Coelce	CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	Utilidade Pública
Comgas	CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS	Utilidade Pública
Conc Rio Ter	CONC RIO-TERESOPOLIS S.A.	Construção e Transporte
Const A Lind	CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.	Construção e Transporte
Contax	CONTAX PARTICIPACOES S.A.	Bens Industriais
Copasa	CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	Utilidade Pública
Copel	CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	Utilidade Pública
Cosan	COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Consumo não Cíclico
Cosan Log	COSAN LOGISTICA S.A.	Construção e Transporte
Cosan Ltd	COSAN LIMITED	Consumo não Cíclico
Cosern	CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	Utilidade Pública
Coteminas	CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS	Consumo Cíclico
CPFL Energia	CPFL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
CPFL Geracao	CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
CPFL Piratin	CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ	Utilidade Pública
CPFL Renovav	CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Utilidade Pública
Cr2	CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	Construção e Transporte
Cremer	CREMER S.A.	Consumo não Cíclico
Csu Cardsyst	CSU CARDSYSTEM S.A.	Bens Industriais
Cvc Brasil	CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	Consumo Cíclico
Cyrela Realt	CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	Construção e Transporte
Dalet Part	DALETH PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
Dasa	DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	Consumo não Cíclico
Desenvix	DESENVIX ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	Utilidade Pública
D H B	DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	Bens Industriais
Dimed	DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS	Consumo não Cíclico
Direcional	DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte
Doc Imbituba	CIA DOCAS DE IMBITUBA	Construção e Transporte

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
Dohler	DOHLER S.A.	Consumo Cíclico
Dtcom-Direct	DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.	Bens Industriais
Dufry Ag	DUFRY A.G.	Consumo Cíclico
Duratex	DURATEX S.A.	Materiais Básicos
Ecorodovias	ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	Construção e Transporte
Elekeiroz	ELEKEIROZ S.A.	Materiais Básicos
Elektro	ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	Utilidade Pública
Eletrobras	CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	Utilidade Pública
Eletropar	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	Utilidade Pública
Eletropaulo	ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	Utilidade Pública
Emae	EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Embraer	EMBRAER S.A.	Bens Industriais
Embratel Par	EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
Encorpar	EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR	Consumo Cíclico
Energias BR	EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Utilidade Pública
Energisa	ENERGISA S.A.	Utilidade Pública
Enersul	EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL	Utilidade Pública
Eneva	ENEVA S.A	Utilidade Pública
Equatorial	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Escelsa	ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA	Utilidade Pública
Estacio Part	ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	Consumo Cíclico
Estrela	MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.	Consumo Cíclico
Eternit	ETERNIT S.A.	Construção e Transporte
Eucatex	EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Materiais Básicos
Even	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	Construção e Transporte
Evora	ÉVORA S.A.	Materiais Básicos
Excelsior	EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.	Consumo não Cíclico
Eztec	EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	Construção e Transporte
Fer Heringer	FERTILIZANTES HERINGER S.A.	Materiais Básicos
Ferbasa	CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA	Materiais Básicos
Fibam	FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL	Materiais Básicos
Fibria	FIBRIA CELULOSE S.A.	Materiais Básicos
Fleury	FLEURY S.A.	Consumo não Cíclico
Forja Taurus	FORJAS TAURUS S.A.	Bens Industriais
Fras-Le	FRAS-LE S.A.	Bens Industriais
Gafisa	GAFISA S.A.	Construção e Transporte
Gama Part	GAMA PARTICIPACOES S.A.	Tecnologia da Informação
Ger Paranap	DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	Utilidade Pública
Gerdau	GERDAU S.A.	Materiais Básicos
Gerdau Met	METALURGICA GERDAU S.A.	Materiais Básicos
Gol	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	Construção e Transporte
GPC Part	GPC PARTICIPACOES S.A.	Materiais Básicos
Grazziotin	GRAZZIOTIN S.A.	Consumo Cíclico
Grendene	GRENDENE S.A.	Consumo Cíclico
Gtd Part	GTD PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
Guararapes	GUARARAPES CONFECÇOES S.A.	Consumo Cíclico
Haga S/A	HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	Construção e Transporte
Helbor	HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	Construção e Transporte
Hercules	HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES	Consumo Cíclico
Hoteis Othon	HOTEIS OTHON S.A.	Consumo Cíclico
Hrt Petroleo	HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBovespa
Hypermarcas	HYPERMARCAS S.A.	Consumo não Cíclico
Ideiasnet	IDEIASNET S.A.	Tecnologia da Informação
IGB S/A	IGB ELETRÔNICA S/A	Consumo Cíclico
Iguacu Cafe	CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL	Consumo não Cíclico
Imc Holdings	INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.	Consumo Cíclico
Ind Cataguas	CIA INDUSTRIAL CATAGUASES	Consumo Cíclico
Inds Romi	INDUSTRIAS ROMI S.A.	Bens Industriais
Inepar	INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES	Bens Industriais
Inepar Tel	INEPAR TELECOMUNICACOES S.A.	Telecomunicações
Invepar	INVESTIMENTOS E PARTICIP. EM INFRA S.A. - INVEPAR	Construção e Transporte
Iochnp-Maxion	IOCHPE MAXION S.A.	Bens Industriais
Itautec	ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC	Tecnologia da Informação
JBS	JBS S.A.	Consumo não Cíclico
Jereissati	JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
JHSF Part	JHSF PARTICIPACOES S.A.	Construção e Transporte
Joao Fortes	JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte
Josapar	JOSAPAR-JOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP	Consumo não Cíclico
JSL	JSL S.A.	Construção e Transporte
Karsten	KARSTEN S.A.	Consumo Cíclico
Kepler Weber	KEPLER WEBER S.A.	Bens Industriais
Klabin S/A	KLABIN S.A.	Materiais Básicos
Kroton	KROTON EDUCACIONAL S.A.	Consumo Cíclico
La Fonte Tel	JEREISSATI TELECOM S.A.	Telecomunicações
Le Lis Blanc	RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	Consumo Cíclico
LF Tel	LF TEL S.A.	Telecomunicações
Lfparticip	JP PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
Light S/A	LIGHT S.A.	Utilidade Pública
Linx	LINX S.A.	Tecnologia da Informação
Litel	LITEL PARTICIPACOES S.A.	Materiais Básicos
Lix da Cunha	CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.	Construção e Transporte
Localiza	LOCALIZA RENT A CAR S.A.	Consumo Cíclico
Locamerica	CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	Consumo Cíclico
Log-In	LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	Construção e Transporte
Lojas Americ	LOJAS AMERICANAS S.A.	Consumo Cíclico
Lojas Hering	LOJAS HERING S.A.	Consumo Cíclico
Lojas Marisa	MARISA LOJAS S.A.	Consumo Cíclico
Lojas Renner	LOJAS RENNER S.A.	Consumo Cíclico
Lopes Brasil	LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	Construção e Transporte
Lupatech	LUPATECH S.A.	Bens Industriais
M G Poliest	M G POLIESTER S.A.	Materiais Básicos
M.Diasbranco	M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	Consumo não Cíclico
Magaz Luiza	MAGAZINE LUIZA S.A.	Consumo Cíclico
Magnesita SA	MAGNESITA REFRACTORIOS S.A.	Materiais Básicos
Mangels Indl	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	Materiais Básicos
Maori	MAORI S.A.	Consumo Cíclico
Marcopolo	MARCOPOLO S.A.	Bens Industriais
Marfrig	MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	Consumo não Cíclico
Melhor SP	CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO	Materiais Básicos
Mendes Jr	MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte
Metal Iguacu	METALGRAFICA IGUACU S.A.	Materiais Básicos
Metal Leve	MAHLE-METAL LEVE S.A.	Bens Industriais

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
Metalfrio	METALFRIO SOLUTIONS S.A.	Bens Industriais
Metisa	METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.	Bens Industriais
Millennium	CRISTAL PIGMENTOS DO BRASIL S.A.	Materiais Básicos
Mills	MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte
Minasmaquina	MINASMAQUINAS S.A.	Bens Industriais
Minerva	MINERVA S.A.	Consumo não Cíclico
Minupar	MINUPAR PARTICIPACOES S.A.	Consumo não Cíclico
MMX Miner	MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	Materiais Básicos
Mrs Logist	MRS LOGISTICA S.A.	Construção e Transporte
MRV	MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	Construção e Transporte
Multiplus	MULTIPLUS S.A.	Consumo Cíclico
Mundial	MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO	Consumo Cíclico
Nadir Figuei	NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.	Consumo Cíclico
Natura	NATURA COSMETICOS S.A.	Consumo não Cíclico
Neoenergia	NEOENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Net	NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	Consumo Cíclico
Nordon Met	NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.	Bens Industriais
Nortequimica	NORTEC QUÍMICA S.A.	Consumo não Cíclico
Nutriplant	NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	Materiais Básicos
Oderich	CONSERVAS ODERICH S.A.	Consumo não Cíclico
Odontoprev	ODONTOPREV S.A.	Consumo não Cíclico
OGX Petroleo	ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Oi	OI S.A.	Telecomunicações
OSX Brasil	OSX BRASIL S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
P.Acucar-Cbd	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	Consumo não Cíclico
Panatlantica	PANATLANTICA S.A.	Materiais Básicos
Paranapanema	PARANAPANEMA S.A.	Materiais Básicos
Paul F Luz	CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	Utilidade Pública
PDG Realt	PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTICIPACOES	Construção e Transporte
Pet Manguinh	REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Petrobras	PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Pettenati	PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL	Consumo Cíclico
Plascar Part	PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.	Bens Industriais
Portobello	PORTOBELLO S.A.	Construção e Transporte
Positivo Inf	POSITIVO INFORMATICA S.A.	Tecnologia da Informação
Profarma	PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	Consumo não Cíclico
Proman	PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN	Utilidade Pública
Providencia	CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	Materiais Básicos
Prumo	PRUMO LOGÍSTICA S.A.	Construção e Transporte
Qgep Part	QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Qualicorp	QUALICORP S.A.	Consumo não Cíclico
Quality Soft	QUALITY SOFTWARE S.A.	Tecnologia da Informação
RaiaDrogasil	RAIA DROGASIL S.A.	Consumo não Cíclico

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
Randon Part	RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	Bens Industriais
Recrusul	RECRUSUL S.A.	Bens Industriais
Rede Energia	REDE ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Redentor	REDENTOR ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Renar	RENAR MACAS S.A.	Consumo não Cíclico
Renova	RENOVA ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Rio Gde Ener	RIO GRANDE ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Riosulense	METALURGICA RIOSULENSE S.A.	Bens Industriais
Rodobensimob	RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	Construção e Transporte
Rossi Resid	ROSSI RESIDENCIAL S.A.	Construção e Transporte
Sabesp	CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	Utilidade Pública
Sanepar	CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR	Utilidade Pública
Sansuy	SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS	Materiais Básicos
Santanense	CIA TECIDOS SANTANENSE	Consumo Cíclico
Santos Bras	NUMERAL 80 PARTICIPAÇÕES S.A.	Construção e Transporte
Santos Brp	SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	Construção e Transporte
Sao Martinho	SAO MARTINHO S.A.	Consumo não Cíclico
Saraiva Livr	SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	Consumo Cíclico
Sauipe	SAUIPE S.A.	Consumo Cíclico
Schlosser	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	Consumo Cíclico
Schulz	SCHULZ S.A.	Bens Industriais
Senior Sol	SENIOR SOLUTION S.A.	Tecnologia da Informação
Ser Educa	SER EDUCACIONAL S.A.	Consumo Cíclico
Sid Nacional	CIA SIDERURGICA NACIONAL	Materiais Básicos
SLC Agricola	SLC AGRICOLA S.A.	Consumo não Cíclico
Smiles	SMILES S.A.	Consumo Cíclico
Sondotecnica	SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.	Construção e Transporte
Souza Cruz	SOUZA CRUZ S.A.	Consumo não Cíclico
Springer	SPRINGER S.A.	Consumo Cíclico
Springs	SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	Consumo Cíclico
SPTuris	SAO PAULO TURISMO S.A.	Consumo Cíclico
Sultepa	CONSTRUTORA SULTEPA S.A.	Construção e Transporte
Suzano Hold	SUZANO HOLDING S.A.	Materiais Básicos
Suzano Papel	SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	Materiais Básicos
Taesa	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	Utilidade Pública
Tec Blumenau	TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.	Consumo Cíclico
Tecel S Jose	FIACAO TEC SAO JOSE S.A.	Consumo Cíclico
Technos	TECHNOS S.A.	Consumo Cíclico
Tecnisa	TECNISA S.A.	Construção e Transporte
Tecnosolo	TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.	Construção e Transporte
Tectoy	TEC TOY S.A.	Consumo Cíclico
Tegma	TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	Construção e Transporte
Teka	TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.	Consumo Cíclico

Nome Pregão	Razão Social	Setor Econômico BMFBOVESPA
Tekno	TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO	Materiais Básicos
Telebras	TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS	Tecnologia da Informação
Telef Brasil	TELEFÔNICA BRASIL S.A	Telecomunicações
Tempo Part	TEMPO PARTICIPACOES S.A.	Consumo não Cíclico
Tereos	TEREOS INTERNACIONAL S.A.	Consumo não Cíclico
Tex Renaux	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	Consumo Cíclico
Tim Part S/A	TIM PARTICIPACOES S.A.	Telecomunicações
Time For Fun	T4F ENTRETENIMENTO S.A.	Consumo Cíclico
Totvs	TOTVS S.A.	Tecnologia da Informação
Tractebel	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	Utilidade Pública
Tran Paulist	CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	Utilidade Pública
Trevisa	TREVISA INVESTIMENTOS S.A.	Construção e Transporte
Trisul	TRISUL S.A.	Construção e Transporte
Triunfo Part	TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	Construção e Transporte
Tupy	TUPY S.A.	Bens Industriais
Unicasa	UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	Consumo Cíclico
Unipar	UNIPAR CARBOCLORO S.A.	Materiais Básicos
Uptick	UPTICK PARTICIPACOES S.A.	Utilidade Pública
Usiminas	USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS	Materiais Básicos
V-Agro	VANGUARDA AGRO S.A.	Consumo não Cíclico
Vale	VALE S.A.	Materiais Básicos
Valid	VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.	Bens Industriais
Viavarejo	VIA VAREJO S.A.	Consumo Cíclico
Vigor Food	VIGOR ALIMENTOS S.A.	Consumo não Cíclico
Viver	VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	Construção e Transporte
Vulcabras	VULCABRAS/AZALEIA S.A.	Consumo Cíclico
Weg	WEG S.A.	Bens Industriais
Wembley	WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA	Consumo Cíclico
Wetzel S/A	WETZEL S.A.	Bens Industriais
Whirlpool	WHIRLPOOL S.A.	Consumo Cíclico
Wilson Sons	WILSON SONS LTD.	Construção e Transporte
Wlm Ind Com	WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.	Bens Industriais

Fonte: Dados da pesquisa.

APÊNDICE B – Grupo 1 da amostra: Companhias investidas pelo governo federal brasileiro em 2013

Nome no Pregão	BNDES	PETROS	PREVI	CEF	Setor_BM&FBovespa
AES Tiete	0	0	1	0	Utilidade Pública
Afluente	0	0	1	0	Utilidade Pública
All Amer Lat	1	1	1	1	Construção e Transporte
Alupar	0	0	0	1	Utilidade Pública
Ambev S/A	1	0	1	0	Consumo não Cíclico
Anhanguera	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Arteris	0	0	1	0	Construção e Transporte
Bic Monark	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Bombril	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
BRF SA	1	1	1	0	Consumo não Cíclico
Braskem	1	1	1	0	Materiais Básicos
CCR SA	0	0	1	1	Construção e Transporte
Ceee-D	0	0	0	1	Utilidade Pública
Cemig	1	0	1	0	Utilidade Pública
Celesc	0	0	1	0	Utilidade Pública
Cesp	1	0	1	0	Utilidade Pública
P.Acucar-Cbd	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
Cia Hering	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Sabesp	0	0	1	0	Utilidade Pública
Copasa	1	0	1	0	Utilidade Pública
Sid Nacional	1	0	1	0	Materiais Básicos
Coelba	0	0	1	0	Utilidade Pública
Coelce	0	1	0	0	Utilidade Pública
Copel	1	0	1	0	Utilidade Pública
Cosan	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
Cosern	0	0	1	0	Utilidade Pública
CPFL Energia	1	0	1	0	Utilidade Pública
Tran Paulist	0	0	1	0	Utilidade Pública
Cyrela Realt	0	0	1	0	Construção e Transporte
Daleth Part	0	0	1	0	Utilidade Pública
Dasa	0	1	1	0	Consumo não Cíclico
Duratex	0	0	1	0	Materiais Básicos
Ecorodovias	1	0	1	0	Construção e Transporte
Energias BR	0	0	1	0	Utilidade Pública
Eletropar	1	0	1	0	Utilidade Pública
Eletropaulo	0	0	1	0	Utilidade Pública
Embraer	1	0	1	0	Bens Industriais
Energisa	0	0	0	1	Utilidade Pública
Eneva	1	0	1	0	Utilidade Pública
Even	0	0	1	0	Construção e Transporte
Fibria	1	0	1	0	Materiais Básicos
Forja Taurus	0	0	1	0	Bens Industriais
Fras-Le	0	1	1	0	Bens Industriais
Gafisa	0	0	1	0	Construção e Transporte
Gerdau	1	0	1	0	Materiais Básicos
Gtd Part	0	1	1	0	Utilidade Pública
Hrt Petroleo	0	0	1	0	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Hypermarcas	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
Inepar	1	1	0	0	Bens Industriais

Nome no Pregão	BNDES	PETROS	PREVI	CEF	Setor_BM&FBovespa
Invepar	0	1	0	0	Construção e Transporte
Iochp-Maxion	1	0	1	0	Bens Industriais
JBS	1	1	1	1	Consumo não Cíclico
Jereissati	0	0	1	0	Telecomunicações
Kepler Weber	0	0	1	0	Bens Industriais
Klabin S/A	1	0	1	0	Materiais Básicos
Light S/A	1	0	1	1	Utilidade Pública
Litel	0	1	1	0	Materiais Básicos
Localiza	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Log-In	0	1	0	0	Construção e Transporte
Lojas Americ	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Lojas Renner	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Lupatech	0	1	0	0	Bens Industriais
Magaz Luiza	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Mangels Indl	1	0	0	0	Materiais Básicos
Marcopolo	0	1	1	0	Bens Industriais
Marfrig	1	0	1	0	Consumo não Cíclico
Metalfrio	1	0	0	0	Bens Industriais
Gerdau Met	0	0	1	0	Materiais Básicos
MMX Miner	0	0	1	0	Materiais Básicos
Mrs Logist	0	0	0	1	Construção e Transporte
Multiplus	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Natura	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
Neoenergia	0	0	1	1	Utilidade Pública
Odontoprev	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
OGX Petroleo	0	0	1	0	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Oi	1	0	1	0	Telecomunicações
Paranapanema	1	1	1	1	Materiais Básicos
PDG Realt	1	0	1	0	Construção e Transporte
Petrobras	1	1	1	0	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
RaiaDrogasil	0	0	1	0	Consumo não Cíclico
Randon Part	0	0	1	0	Bens Industriais
Renova	1	0	0	0	Utilidade Pública
Inds Romi	1	1	0	0	Bens Industriais
Sauipe	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Suzano Papel	1	0	1	0	Materiais Básicos
Teka	0	0	1	0	Consumo Cíclico
Telebras	0	1	0	0	Tecnologia da Informação
Telef Brasil	0	1	1	0	Telecomunicações
Tim Part S/A	0	0	1	0	Telecomunicações
Totvs	1	1	1	0	Tecnologia da Informação
Triunfo Part	1	0	0	0	Construção e Transporte
Tractebel	1	0	1	0	Utilidade Pública
Taesa	1	0	0	0	Utilidade Pública
Tupy	1	0	1	0	Bens Industriais
Usiminas	0	0	1	1	Materiais Básicos
Vale	1	0	1	0	Materiais Básicos
V-Agro	0	1	0	0	Consumo não Cíclico
Vigor Food	1	0	0	0	Consumo não Cíclico
Vulcabras	1	0	0	0	Consumo Cíclico
Weg	1	0	1	0	Bens Industriais

Fonte: Dados da pesquisa.