



A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

THE INFLUENCE OF STATE-OWNED ON THE PERFORMANCE OF FIRMS IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET

LA INFLUENCIA DE LA PROPIEDAD ESTATAL EN EL RENDIMIENTO DE LAS EMPRESAS EN EL MERCADO DE CAPITALES BRASILEÑO

Recebido em: 09-03-2020
Avaliado em: 13-09-2021
Reformulado em: 04-10-2021
Aceito para publicação em: 11-12-2023
Publicado em: 17-04-2024
Editor Responsável: Samuel Lyncon L. de Lima

Leandro da Costa Santos¹
Márcia Reis Machado²

RESUMO

Esta pesquisa objetivou analisar a influência da propriedade estatal no desempenho das firmas e foi desenvolvida com base nas teorias de Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, que em alinhamento, proporcionaram um panorama mais preciso sobre este tema dinâmico. O exame foi conduzido através de teste de hipótese da relação entre a Propriedade Estatal (PE) e o desempenho das empresas representado pelo Valor Adicionado Líquido. A relação estatística foi realizada através da regressão em painel *Pooled* MQO, e, como complemento empírico, utilizou-se também a Regressão Quantílica. Os resultados das regressões *pooled* MQO e Quantílica convergiram e se complementaram, evidenciando que a Propriedade Estatal (PE) detém relação positiva e significativa com o desempenho das empresas analisadas, contribuindo assim para a melhoria da geração de valor adicionado nestas entidades, até um certo limite. A principal contribuição do estudo foi a de demonstrar empiricamente a influência da propriedade estatal no desempenho das empresas e trazer para dentro do debate teórico o Estado em sua forma empresarial.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade. Empresas Estatais. Teoria dos Direitos de Propriedade. Teoria dos Custos de Transação. Teoria da Agência.

ABSTRACT

The objective of this research was to analyze the influence of State-Owned on the performance of firms. It was based on the theories of Property rights, Transaction Cost, and Agency, which combined provided a more precise view of this dynamic topic. The analysis was carried out through hypothesis testing of the relation between State-Owned and the performance of the

¹Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal da Paraíba (UFPB); Doutorando no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-2655-029X>; E-mail: leandrosantoscont@gmail.com

²Pós-Doutora em Educação Contábil pela Griffith University, Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo (USP); Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba (UFPB); ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-4081-6058>; E-mail: marciareism@hotmail.com

companies as represented by the Net Added Value. We analyzed the statistical relation by Pooled Ordinary Least-Squared regression, and as an empirical complement, we used quantile regression. The Pooled OLS and Quantile results converged and supported each other, evidencing that State property holds a positive and significant relation with the performance of the companies analyzed, thus contributing to the improvement of the Net added value produced by those entities up to a certain point. The study's main contribution was to demonstrate empirically the influence of State-Owned on the performance of companies and to bring State property into the theoretical debate.

Keywords: Ownership Structure. State-Owned. Property Rights Theory. Transaction Costs Theory. Agency Theory.

RESUMEN

Esta investigación tuvo como objetivo analizar la influencia de la propiedad estatal en el rendimiento de las empresas y fue desarrollada basada en las teorías de Derechos de Propiedad, Coste de Transacción y Agencia, que en armonización, proporcionaron un panorama más preciso sobre este tema dinámico. El análisis fue conducido a través de una prueba de hipótesis de la relación entre la Propiedad Estatal (PE) y el rendimiento de las empresas representado por el Valor Agregado Líquido. La relación estadística fue realizada a través de la regresión en panel *Pooled* MQO y, como complemento empírico, se hizo uso también de la Regresión Quantílica. Los resultados de las regresiones *Pooled* MQO y Quantílica convergieron y se complementaron, dando evidencias de que la Propiedad Estatal (PE) tiene una relación positiva y significativa con el rendimiento de las empresas analizadas, contribuyendo, de esa forma, para la mejoría de la generación de valor agregado en estas organizaciones, hasta un cierto límite. La principal contribución de esta investigación fue la de demostrar empíricamente la influencia de la propiedad estatal en el rendimiento de las empresas y traer para un debate teórico el lado empresarial del Estado.

Palabras-clave: Estructura de Propiedad. Empresas Estatales. Teoría de los Derechos de Propiedad. Teoría de los Costes de Transacción. Teoría de la Agencia.

1 INTRODUÇÃO

Sob a lente da Teoria dos Direitos de Propriedade em linha com as teorias da Agência e Custos de Transação, uma empresa pode ser definida como um nexo de contratos incompletos que detém por natureza conflitos de agência, que é eficiente na minimização de custos de transação e no qual os indivíduos exercem seus direitos de propriedade dentro de limites legais, na utilização de bens, direitos e obrigações com o objetivo de maximizar seus resultados através de um bom desempenho.

Destaca-se que no interior organizacional das empresas existe ainda a estrutura de propriedade, a qual toma diversas formas devido aos diferentes perfis formados a partir das dimensões da identidade dos acionistas e da concentração de propriedade. Estrutura de propriedade é a maneira como a propriedade de uma empresa está distribuída entre seus acionistas sob um determinado ambiente legal, respondendo ao desequilíbrio do direito de controle (direito a voto) e o direito do fluxo de caixa (Shleifer & Vishny, 1997; Claessens et al., 2000).

A concentração de propriedade diz respeito ao percentual de ações controladas por determinado(s) acionista(s), enquanto a identidade do acionista define o tipo, que pode ser classificado entre o Estado, as famílias, as instituições financeiras e as entidades não financeiras. É esperado que cada tipo de acionista detenha interesses distintos e que a

concentração da propriedade implique autonomia decisória que influencia todas as demais decisões na esfera organizacional (Campos, 2006).

No âmbito brasileiro, diversas pesquisas concluíram que as empresas de capital aberto são caracterizadas por uma grande concentração de propriedade e reduzido número de acionistas, constatando a propriedade estatal como sendo uma das mais frequentes (La Porta et al., 1999; Campos, 2006; Okimura et al., 2007; Silveira et al., 2008; Garcia & Martins, 2015).

Neste contexto, sobre os diversos perfis (identidade e concentração de propriedade) que moldam a estrutura de propriedade das empresas, Abramov et al. (2017) sustentam que avaliar o papel do Estado como parte proprietária de uma empresa é um dos pontos de partida na escolha de uma política econômica eficiente e que estudos sobre o tamanho ideal do setor público na economia são relevantes para a sociedade.

Willemys (2016) destaca que dada a importância das empresas estatais no século XXI, assim como as suas características específicas e vantagens competitivas inerentes, estas empresas não se limitam a influenciar apenas o mercado doméstico, mas também o comércio internacional, devido às cadeias globais de valor. Neste cenário, a relevância das empresas estatais no âmbito econômico é ressaltada por Bruton et al. (2015) ao evidenciarem que este tipo de propriedade empresarial representa um aspecto crucial da economia global, produzindo aproximadamente 10% do PIB mundial. No mesmo direcionamento, Musacchio e Lazzarini (2014) e Zhou et al. (2016) evidenciam que empresas com diferentes tipos de controle estatal representam até 20% (vinte por cento) do valor total do mercado de ações em todo o mundo. Destaca-se que em 2020 a lista *Fortune Global 500* incluía cinco empresas estatais entre as 20 principais empresas (Rygh & Benito, 2021)

Dentre as principais características da propriedade estatal, pode-se destacar os múltiplos objetivos que são inerentes a este tipo de propriedade, a qual detém, além da busca por maximização de lucro, os objetivos de políticas públicas. Estes objetivos de políticas públicas são direcionados à criação de valor público dentro da jurisdição de atuação da empresa estatal, os quais, segundo a OECD (2015) são impostos como requisito de desempenho.

Apesar da importância da empresa controlada parcial ou totalmente pelo Estado, entre a maioria dos pesquisadores e formuladores de políticas no mundo ocidental, tornou-se convenção o fato de que as empresas estatais são menos eficientes do que as empresas privadas (Lazzarini, 2015). Todavia, pesquisas anteriores que analisaram o desempenho das empresas estatais em relação as empresas privadas, se concentraram principalmente na análise do desempenho destas empresas, utilizando como métrica de avaliação indicadores financeiros e econômicos, que não são adequados para as entidades estatais, tendo em vista que não levam em consideração as características intrínsecas da propriedade estatal e seus e múltiplos objetivos (econômicos e sociais) (Peng et al., 2016; Jakob, 2017; Massarutto et al., 2020).

Assim, devido à natureza e a função das empresas estatais e empresas privadas diferirem, comparar o desempenho de ambas as entidades utilizando as mesmas variáveis pode até ser enganoso. Além disso, como a medida de desempenho geralmente está vinculada à lucratividade, objetivo inerente das empresas privadas, os resultados são sistematicamente enviesados contra as empresas controladas total ou parcialmente pelo Estado.

Desse modo, devido a potencial divergência de objetivos entre a propriedade estatal e a propriedade privada, assim como levando em consideração as características inerentes da propriedade estatal e as particularidades do mercado de capitais brasileiro, que conforme relatos empíricos detém um nível elevado de concentração de propriedade, chega-se à seguinte questão de pesquisa: *qual a relação da propriedade estatal no desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro?*

Destaca-se que esta pesquisa apresenta contribuições teóricas e avança em relação às pesquisas anteriores ao abordar a propriedade estatal não como concorrente da propriedade

privada, mas fazendo parte de sua estrutura de propriedade, possibilitando uma visão mais abrangente sobre a sua influência no desempenho corporativo. Portanto, este estudo se reveste de relevância ao trazer aportes importantes sobre as empresas com participação estatal às ciências sociais, ao proporcionar aos acionistas, investidores, credores por empréstimos, clientes, empregados e agências reguladoras informações sobre como o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro é afetado pela atuação do Estado na figura de acionista.

Para a condução da pesquisa, a atuação empresarial do Estado foi fundamentada sob o enfoque das teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, destacando os múltiplos objetivos inerentes à propriedade estatal.

Quanto a existência de múltiplos objetivos, inerentes à propriedade estatal, tem-se que estes podem gerar divergências com a propriedade privada quando estas fazem parte da estrutura de propriedade de uma mesma empresa, o que pode consequentemente gerar um impacto negativo no desempenho econômico da empresa devido a existência de conflitos de agência e maiores custos de transação, uma vez que o desalinhamento de objetivos, provoca um contrato econômico ineficiente, tendo em vista a existência de direitos de propriedade não definidos (que não foram atribuídos as partes contratuais como benefícios) e/ou inseguros (que são os direitos passíveis de serem apropriados pelos outros) (Kim & Mahoney, 2005).

Os achados desta pesquisa, evidenciaram relação positiva entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas. A respeito deste resultado, as Teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, explicam que a obtenção de resultados eficientes se dá em decorrência de melhor alinhamento de objetivos na utilização dos direitos de propriedade, o que reduz os custos de agência e de transação, proporcionando melhoria no desempenho das empresas.

Estes resultados contribuem para a literatura ao fornecer informações sobre a intervenção parcial ou total do Estado na economia, através da participação na estrutura de propriedade das empresas que exploram atividades econômicas em concorrência com outras empresas privadas, o que pode subsidiar o debate sobre privatizações.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estrutura de propriedade

Estrutura de propriedade é a estrutura societária de uma entidade, composta pela quantidade de ações de determinado(s) acionista(s) em relação ao total de ações da empresa. A estrutura de propriedade de uma empresa é estabelecida pela concentração de propriedade e pela identidade dos acionistas. Dessa maneira, tem-se que o perfil do acionista se constitui em um dos fatores que determinam suas preferências e objetivos, o que pode afetar as diretrizes das empresas, gerando assim diferentes níveis de desempenhos para cada tipo de estrutura (Pedersen & Thomsen, 2003; Okimura et al., 2007).

A concentração de propriedade ou concentração acionária, ocorre quando uma quantidade pequena de acionistas detém a maior quantidade das ações com poder de voto de uma empresa, constituindo uma das maneiras mais diretas de se influenciar a gestão dos administradores. (Shleifer & Vishny, 1986; Hahn et al. 2010).

Destaca-se que nesta pesquisa a concentração de propriedade será utilizada como sinônimo para concentração de controle e diz respeito ao fato em que o controle de uma organização tende a ser de um ou poucos indivíduos. Assim, quanto maior é a concentração de controle em uma estrutura de propriedade, menor é a quantidade de indivíduos no controle.

Aliadas ao tema, pesquisas anteriores indicaram que a estrutura de propriedade é um fator central na explicação do comportamento corporativo em geral (Desender et al., 2013; Shleifer & Vishny, 1997). Dessa maneira, destaca-se que cada tipo de acionista detém

determinados traços de personalidade que os identificam, diferenciando entre Famílias, Instituições Financeiras, Empresas não Financeiras e Propriedade Estatal.

Neste contexto, tem-se que quanto maior é a concentração de propriedade e controle, maior é o poder decisório, o qual é dirigido de acordo com a identidade dos acionistas majoritários, que podem deter preferências distintas quanto às metas e estratégias da entidade. Assim, dependendo do perfil destes agentes econômicos, o desempenho da empresa pode ser influenciado, conforme evidenciaram Abramova et al. (2017), Okimura et al. (2007) e Campos (2006).

No que tange à estrutura de propriedade das empresas de capital aberto no âmbito brasileiro, salienta-se a existência de características marcantes como concentração de propriedade e controle. (La Porta et al. 1999; Campos, 2006; Caixe & Krauter, 2013; Garcia & Martins, 2015).

Devido ao alinhamento do objetivo de pesquisa deste estudo, a ênfase dada é na propriedade estatal, a qual será melhor delineada em seções posteriores. Assim, os demais tipos de proprietários serão sintetizados e chamados de propriedade privada e/ou agentes privados.

Quanto às pesquisas sobre a estrutura de propriedade e a relação com o desempenho das empresas, pode-se destacar, sem querer exaurir o tema, a pesquisa realizada por Bhasa (2015), que analisou a estrutura de propriedade e desempenho de empresas estatais listadas em comparação a empresas privadas na Índia concluindo que as empresas estatais têm um desempenho ligeiramente melhor do que suas contrapartes privadas. He et al. (2020) encontramos evidências claras de que a estrutura de propriedade das empresas afeta a estratégia de investimento das estatais chinesas.

Ainda sobre o tema, Ma et al. (2021) analisaram como o aumento da propriedade privada afeta a alavancagem financeira, a qualidade dos ativos e a lucratividade das empresas estatais chinesas. Os resultados evidenciaram que o aumento da propriedade privada pode gerar aumento na qualidade dos ativos e na lucratividade das empresas estatais, enquanto do outro lado, pode gerar diminuição da alavancagem financeira deste tipo de empresa.

Destaca-se que estas pesquisas sobre a influência da estrutura de propriedade e desempenho das empresas analisaram a propriedade estatal como concorrente da propriedade privada, diferente do que objetiva este estudo, tendo em vista que a propriedade estatal é apresentada como participante da estrutura de propriedade empresarial, fazendo parte do rol de proprietários que estruturam uma empresa.

2.2 A forma empresarial do Estado e seu desempenho

A forma empresarial adotada pelo Estado para o desempenho de determinadas atividades econômicas não é ocasional, tendo em vista que ao se estabelecer que o Estado poderá atuar por meio de empresas, fica claro uma decisão consciente de que o figurino empresarial é o mais apropriado para a realização eficiente de certos fins (Schwind, 2016).

Sãos diversos os fatores que impulsionam o Estado a adotar a forma empresarial culminando na criação das empresas estatais, desde o reconhecimento de que este tipo de empreendimento público é o mais eficiente, até as falhas de mercado. Salienta-se que além da busca pela maximização do lucro e do valor para o acionista através do desenvolvimento das atividades econômicas, as empresas estatais possuem outros objetivos não econômicos, como manter o equilíbrio do nível de emprego e o controle sobre recursos naturais importantes (Grout & Stevens, 2003).

No âmbito brasileiro, as empresas estatais, sejam elas controladas total ou parcialmente pelo Estado, necessitam de lei específica para que sejam criadas, conforme destacado no artigo 37 da constituição Federal de 1988, combinado com os artigos 3º e 4º da Lei 13.303/16. Assim, estes dispositivos legais determinam que apenas com a criação de lei específica que institua a

criação das empresas estatais é que estas ganharão personalidade jurídica e conseqüentemente estarão aptas a operar, necessitando estarem vinculadas às diretrizes legais que autorizaram a sua constituição, ou seja, se foram estabelecidos metas e objetivos e destinados recursos às entidades, estas não podem simplesmente operar para fim diverso da sua constituição.

Sobre o tema, salienta-se que é a Lei 13.303/16 que rege o estatuto jurídico das empresas estatais, não fazendo distinção entre empresas estatais que prestam serviços de políticas públicas ou exploram atividades econômicas. A exploração de atividades econômicas, consiste no direcionamento de bens e serviços em determinado mercado, com o objetivo de obtenção de lucro; já os objetivos de política pública são aqueles direcionados ao bem-estar social dentro da jurisdição da própria estatal (Brasil, 2016).

A respeito do desempenho detido pelas empresas controladas parcial ou totalmente pelo Estado, destaca-se que estas são frequentemente reivindicadas como menos lucrativas e menos eficientes quando comparadas com empresas totalmente privadas. Todavia, na literatura empírica sobre o tema os resultados não são conclusivos (Jakob, 2017).

Mueller (2003) compilou os resultados de 71 estudos, nos quais as empresas estatais demonstraram menor eficiência quando comparadas com as empresas privadas em cerca de 56 casos. Neste mesmo cenário, Li et al. (2014) estudaram um conjunto de dados de painel de mais de 200.000 empresas na China, no recorte temporal de 2000 a 2005. Os resultados apontaram para um desempenho inferior das empresas estatais em relação às empresas privadas em todas as categorias investigadas. Amin e Haq (2021) testaram a relação entre propriedade e desempenho das empresas estatais e empresas privadas nos países emergentes: Rússia, Índia e China. Os resultados evidenciaram que entre os países emergentes, as estatais indianas e chinesas são menos lucrativas em comparação com empresas privadas.

Entretanto, Demsetz e Villalonga (2001) estudaram 223 empresas nos EUA e descobriram que não havia correlação significativa entre o desempenho da empresa e a estrutura de propriedade. No mesmo direcionamento, Jakob (2017) investigou 510 empresas de 52 países diferentes e sete setores estratégicos, das quais 399 eram empresas privadas e 111 eram empresas estatais. O resultado desta pesquisa indicou a não existência de correlação significativa entre o tipo de empresa e o desempenho.

Na contramão desses estudos, algumas pesquisas concluíram pelo melhor desempenho das empresas estatais como a de Bhasa (2015) que concluiu que as empresas estatais têm um desempenho ligeiramente melhor do que suas contrapartes privadas e a de Ang e Ding (2006), que compararam o desempenho de 15 empresas ligadas ao governo e 144 corporações privadas em Cingapura de 1990 a 2000 e descobriram que empresas ligadas ao governo não apenas tiveram um melhor desempenho, como também em termos de práticas de governança.

Conforme se observa, a literatura empírica aponta para uma diversidade de resultados a respeito do desempenho das empresas estatais quando comparadas com as empresas privadas. Um ponto importante nas pesquisas sobre o desempenho das empresas estatais em relação às empresas privadas, é o fato de que muitas das pesquisas realizadas não levaram em consideração os fatores peculiares inerentes às empresas estatais, como os seus múltiplos objetivos e ao fato de operarem sob restrições peculiares. Dessa maneira, pesquisadores notaram a importância de considerar os objetivos não comerciais específicos da empresa estatal ao comparar o desempenho desses empreendimentos com os privados (Eckel et al., 1997; Peng et al., 2016).

Em resumo, o que esses relatos empíricos evidenciam é a existência de limitação importante ao se comparar empresas que não têm os mesmos objetivos, pois os resultados acabam enviesados, uma vez que a empresa estatal na sua própria essência é criada com metas não comerciais, que acabam gerando, conforme já discutido, maiores custos pois abrangem as dimensões políticas e sociais. Além disso, como a medida de desempenho geralmente está

vinculada à lucratividade, objetivo inerente das empresas privadas, os resultados são sistematicamente enviesados contra as empresas controladas total ou parcialmente pelo Estado.

Além destes relatos empíricos sobre o assunto, algumas teorias em sinergia conseguem subsidiar de maneira mais clara este tema dinâmico e fornecem um norte para um melhor entendimento do problema proposto, são elas: a Teoria dos Direitos de Propriedade, a Teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência.

2.3 Bases teóricas do estudo

2.3.1 Teoria dos direitos de propriedade

A Teoria dos Direitos de Propriedade enfatiza que a propriedade é um fator importante, e de acordo com sua lente, as empresas nascem em situações em que os atores econômicos não podem assinar contratos completos em que a locação de controle é importante. Assim, com base nesta teoria as empresas podem ser conceituadas como um local onde os proprietários exercem direitos de controle através da utilização de ativos (Peng et al., 2016).

Esta teoria fornece uma nova visão em que diferentes limites de direitos de propriedade surgem em resposta ao problema econômico de alocação de recursos escassos, o que, conseqüentemente, afeta o comportamento e os resultados econômicos das empresas. Portanto, considera-se esta teoria adequada para explicar situações em que resultados econômicos ineficientes persistem. (Kim & Mahoney, 2005)

Um ponto relevante a se destacar é o fato de que esta teoria define o direito de propriedade como o direito que um agente tem na utilização de um bem ou ativo para consumo ou geração de renda, assim como o direito de poder de transferência desse bem ou ativo para um outro agente, o que proporciona o conceito de múltiplas dimensões no uso de um bem ou ativo.

Destaca-se que em qualquer tipo de arranjo institucional em que ao menos duas partes contratantes estejam envolvidas (propriedade compartilhada) há transferência de controle sobre algum atributo de um recurso, de uma parte para a outra. Desse modo, esta transferência de controle, em que ocorre a realocação de direitos entre as partes envolvidas, é a própria definição de uma transação. Assim, os diversos arranjos institucionais são tentativas de alocação de direitos de propriedade entre as partes interessadas, através das transações multidimensionais, possíveis graças às múltiplas dimensões de uso que um bem ou ativo possui (Barzel, 1997).

Dentro deste contexto, a teoria dos Direitos de Propriedade consegue esclarecer a dinâmica existente na estrutura de propriedade de uma empresa, com seus múltiplos proprietários alocando seus direitos segundo seus interesses, destacando que estes direitos nem sempre estarão bem delineados, o que pode influenciar os direitos de terceiros de utilizar os bens ou ativos.

Devido à dinâmica e complexidade do assunto, algumas teorias juntam-se para uma melhor explicação do problema em tela, como a teoria dos Custos de Transação e a Teoria da Agência.

2.3.2 Teoria dos custos de transação

A Teoria de Custos de Transação detém como foco principal a resolução dos determinantes das transações de mercados ou hierarquia. Neste sentido, Williamson (2005) discorre que os limites da firma devem ser constituídos em função da estrutura de governança, uma vez que esta estrutura assegura a sua ótima adaptabilidade.

Sob a ótica desta teoria, as empresas existem, pois sob determinada circunstância, como incertezas ou oportunismo, são mais eficientes do que o mercado na resolução de problemas de custos de transação, que são os custos incorridos para planejar e monitorar as estruturas de governança (Williamson, 1985).

Quanto às empresas estatais, pode-se argumentar que estas também existem para economizar os custos de transação de maneira mais eficiente do que os mercados, principalmente em economias infestadas por graves falhas de mercado (Peng et al. (2016). Logo, a natureza da empresa estatal, lhe permite operar sob custos elevados e ainda assim ser eficiente, ou seja, lhe permite internalizar externalidades negativas, cujo custos não podem ser suportados por outro tipo de entidade.

São três os determinantes dos custos de transação, conforme esclarece Williamson (1975): i) a racionalidade limitada dos indivíduos, da qual se originam os contratos incompletos, tendo em vista a impossibilidade de se prever todas as situações passíveis de acontecimentos; ii) o oportunismo, nascido do fato de os indivíduos perquirirem interesses pessoais e; iii) a especificidade dos ativos, que representa os custos relacionados à impossibilidade de utilização de determinado ativo para outras finalidades ou transações, em que quanto mais específico, maior a probabilidade do ativo em gerar maiores custos de transação.

Ao expandir o conceito de especificidade de ativos às empresas, tem-se que quanto mais específicos são seus objetivos, maiores são os custos de transação ao desviar destes objetivos. Dessa maneira, tem-se que um melhor alinhamento de objetivos econômicos e não econômicos, ou seja, uma maior flexibilização na especificidade das empresas, ocasionaria consequentemente menores custos de transações.

Um ponto a se destacar é a discussão sobre os limites da firma. Sobre esta especificidade, tem-se que as empresas não podem se expandir de maneira indefinida, tendo em vista o conseqüente aumento dos custos de transação, oriundos do aumento da burocracia (Coase, 1937).

Sobre os limites de propriedade, argumenta-se que a propriedade estatal deve ter limites condizentes com as características do ambiente no qual esteja inserida. Assim, empresas estatais operantes em ambientes com graves falhas de mercados ou no controle de recursos essenciais devem deter maiores limites de propriedade, ao contrário das empresas operantes em ambientes competitivos, que devem ter os menores limites de propriedade sob o controle do Estado, o que proporcionaria à entidade, dentro deste ambiente competitivo, perquirir seus objetivos primários, a maximização de lucro, assim como os seus objetivos de políticas públicas.

2.3.3 Teoria da Agência

A Teoria da Agência trata dos problemas de agência que nascem nas empresas devido à separação entre propriedade e controle. Um dos pressupostos desta teoria é o fato de que as partes contratantes (geralmente o principal e o agente) são maximizadores de utilidades e agirão em favor próprio, ou seja, segundo esta lente teórica os atos individuais são impulsionados por interesses pessoais e os indivíduos tendem a agir de forma oportunista para aumentar a sua riqueza, o que gera conflitos de interesses entre as partes contratantes (Jensen & Meckling, 1976).

As empresas são definidas segundo esta teoria como uma ficção legal, que serve como um ponto de ligação para um conjunto de relacionamentos contratuais entre os indivíduos. (Alchian & Demsetz, 1972; Jensen & Meckling, 1976).

Este conjunto de relacionamento contratual abrange diversos níveis de interações, assim além do conflito de interesses entre os acionistas e gestores, também chamado de problema principal-agente, pode-se ainda identificar outros dois tipos de conflitos de agência na estrutura das empresas: a) o conflito entre acionistas (capital próprio) e credores (capital de terceiros), conhecidos como problema principal-credor, o qual nasce devido ao empreendimento de projetos e à decisão de financiá-los; b) o conflito entre acionistas majoritários e minoritários, conhecido como problema principal-principal, o qual ocorre quando o grupo com maior controle, acaba tomando decisões a seu favor, o que dificulta os interesses dos acionistas minoritários (Fama & Jensen, 1983).

Destaca-se que estes conflitos de agência acabam gerando custos para as empresas, e estes custos são chamados de custos de agências, os quais decorrem, dentre outros fatores, da implementação de mecanismos de controle, monitoramento, remuneração ou outra medida que vise à limitação das atividades do agente. Em relação à propriedade estatal, tem-se que os objetivos de políticas públicas tendem a aumentar os custos de agência nas empresas em que o Estado participa na qualidade de acionista (Lazzarini, 2015).

Assim, segundo esta teoria, os agentes contratuais buscarão seus interesses próprios dentro das regras, os quais alocarão recursos visando manter ou mudar os direitos de propriedades em benefício próprio. No caso da propriedade estatal, direcionar esforços na perseguição de seus objetivos em detrimento dos objetivos dos demais agentes.

2.3.4 Integração teórica e hipótese de pesquisa

Alguns dos fundamentos teóricos das Teorias dos Custos de Transação e da Agência também estão presentes na Teoria dos Direitos de Propriedade. Estas três teorias fazem parte do ramo da economia organizacional. Assim, apesar de terem perspectivas distintas, podem ser vistas através de referenciais teóricos relacionados, tendo em vista a sinergia existente (Kim & Mahoney, 2005).

Levando em consideração a sinergia das Teorias do Direito de Propriedade, Custo de Transação e Agência, uma empresa pode ser definida como um nexo de contratos incompletos, no qual os indivíduos exercem seus direitos de propriedade dentro de limites legais, na utilização de bens, direitos e obrigações, eficiente na minimização de custos de transação e que detém por natureza conflitos de agência. Além destas características, para ser uma empresa estatal é necessário ainda que a entidade seja controlada total ou parcialmente pelo Estado, criada através de lei específica que a vincule ao interesse social e que não pode operar para fim diverso de sua constituição.

Sendo assim, a teoria dos direitos de propriedade se une as teorias da agência e custos de transação, e traz elementos na análise de contratos de instituições, evidenciando circunstâncias em que existe a possibilidade potencial de fracasso em alcançar acordos contratuais eficientes, uma vez que os atores contratuais busquem competir entre si dentro das regras, através da alocação de recursos visando mudar os direitos de propriedade em benefício próprio, ao invés de cooperar, o que por sua vez dificulta a adesão a qualquer tipo de acordo, o que acaba gerando externalidades negativas uns para os outros (Kim & Mahoney, 2005).

Neste direcionamento, alguns pesquisadores como Boycko et al. (1996) e Djankov e Murrell (2002) evidenciaram que quando a concentração de propriedade estatal aumenta, a perseguição de objetivos não econômico (objetivos de políticas públicas) também aumenta, ou seja, o desempenho das empresas que detêm controle parcial ou total por parte do Estado provavelmente será impactado negativamente, devido ao desvio do comportamento de maximização do lucro.

Dessa maneira, tendo em vista o que discorrem as teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, e ao fato de que o Estado pode, no exercício de seus direitos de propriedade, afetar criticamente a tomada de decisão em relação ao uso de recursos, direcionando-os para seus objetivos de políticas públicas, o que conseqüentemente pode afetar o desempenho das empresas de maneira negativa, apresenta-se a hipótese norteadora desta pesquisa:

H1: *Quanto menor a propriedade estatal, maior é o desempenho das empresas.*

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Campo amostral

A amostra não probabilística foi composta por 163 empresas listadas na B3 (Brasil Bolsa Balcão). O recorte temporal iniciou-se no ano 2010 e finalizou-se no ano de 2017. A amostra foi composta pelas empresas que preencheram todos os requisitos requeridos quanto à disponibilidade e tratamento dos dados a partir dos seguintes filtros:

- a) ter informações disponíveis referentes às suas demonstrações financeiras na base de dados *Thomson Reuters Eikon*®, assim como ter disponibilizado informações anuais nos relatórios de administração divulgados no site da B3 e/ou no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM;
- b) não ser empresa financeira de capital aberto, tendo em vista que possuem atividades específicas que afetam os principais componentes de formação de riqueza, assim como o fato de que este tipo de empresa se utiliza de modelo específico para demonstrar a riqueza gerada e distribuída, conforme discorrido no CPC 09 (2008). Logo, a sua inclusão pode gerar viés na análise econométrica dos dados,

3.2 Mensuração das variáveis

3.2.1 Estrutura de propriedade

Em estudos sobre a estrutura de propriedade das empresas, existe uma grande variedade de medidas empregadas objetivando auferir a propriedade dos acionistas. Sobre o assunto, Overland et al. (2012) esclarecem que não há na literatura empírica medida considerada unânime entre os pesquisadores quando o assunto é definição de limites de propriedade. Assim, se o objetivo for medir a concentração de propriedade na dimensão de conflito de acionistas proprietários, é preferível que se utilize uma medida que reflita os índices de poder.

Dessa maneira, destaca-se que nesta pesquisa será utilizada a metodologia utilizada por Abramov et al. (2017). Uma das características desta é o fato de que qualquer participação superior a 50% das ações com direito a voto de uma empresa controladora que seja de propriedade do Estado é considerada como 100%.

Para um melhor esclarecimento da metodologia utilizada por Abramov et al. (2017), dois exemplos são discorridos: um primeiro, no qual o Estado detém mais de 50% das ações de determinada empresa e um segundo no qual o Estado detém menos de 50% das ações.

No primeiro caso, tem-se a empresa “Y” que tem 70% de sua propriedade nas mãos do Estado; a empresa “Y” possui 30% da propriedade da empresa “X”. Dessa maneira a propriedade estatal na empresa “X” é de 30%, que é calculada multiplicando a participação de 30% detida pela empresa “Y” na empresa “X” por 1,00, tendo em vista que a participação detida pelo Estado na controladora “X” é considerada como sendo 100% (Propriedade estatal na empresa X = 30% [30% x 1,00]).

No segundo caso, a empresa “Y” tem 40% de sua propriedade nas mãos do Estado; a empresa “Y” possui 60% da propriedade da empresa “X”. Dessa maneira a propriedade estatal na empresa “X” é de 24%, que é calculada multiplicando a participação de 60% detida pela empresa “Y” na empresa “X” por 0,40 (Propriedade estatal na empresa X = 24% [60% x 0,40]).

O próximo passo para se chegar à propriedade estatal das empresas analisadas é identificar as cadeias de controle separadas na hierarquia que terminam com o Estado, identificando todos os caminhos possíveis entre os dois vértices, ou seja, a empresa em análise e o Estado. Por fim, o produto de todas as cadeias de controle na estrutura de propriedade entre a empresa em análise e o Estado são somadas.

Em resumo, o exame da estrutura de propriedade começa com a empresa em análise e finaliza quando todos os elementos da cadeia de controle são de propriedade de investidores anônimos ou privados, ou do Estado ou quando o nível de hierarquia definido é atingido.

Destaca-se que apenas as ações ordinárias foram consideradas, ou seja, as ações com direito a voto. Para maiores detalhes sobre esta metodologia, ver Abramov et al. (2017).

3.2.2 Valor adicionado como medida de desempenho

A escolha de uma medida de desempenho empresarial é sempre um assunto complexo, tendo em vista que para o seu cálculo, pode-se utilizar diversas medidas qualitativas e quantitativas. Sobre o assunto, Nakhaei et al. (2012) defendem que para a mensuração do desempenho as medidas quantitativas são mais utilizadas, pois fornecem uma melhor perspectiva sobre a atividade das empresas.

Neste estudo o valor adicionado é utilizado como *proxy* para o desempenho das empresas, uma vez que o valor adicionado é o incremento da riqueza gerada pelo uso eficiente dos recursos da empresa antes de sua repartição entre os trabalhadores, financiadores, acionistas e o governo, diferentemente do lucro que representa a parte da riqueza gerada para os proprietários. Neste direcionamento, como o foco da pesquisa é a análise da participação estatal dentro da estrutura de propriedade das empresas, e o Estado em sua forma empresarial detém outros objetivos além da maximização do lucro, o valor adicionado, para fins desta pesquisa, é mais adequado do que o lucro como métrica de desempenho.

Além do posto, cabe destacar que as informações dispostas na Demonstração de Valor Adicionado - DVA, quanto a criação de riqueza e sua consequente repartição com as partes que se esforçaram para sua formação (empregados, governo, sócios e credores) encontram-se em sintonia com a Teoria dos Direitos de Propriedade, principalmente no que tange ao conceito de múltiplos atributos de um bem ou ativo.

Destaca-se que indicadores advindos da DVA podem ser utilizados como parâmetro de desempenho para as empresas e suas concorrentes. Sobre o tema, Haller e Van Staden (2014) salientam que o valor adicionado evidenciado na DVA é um instrumento relevante de evidenciação de desempenho empresarial aos diversos stakeholders de uma entidade. Machado et al. (2014) concluíram que a riqueza criada seria um parâmetro melhor para o resultado da empresa do que o lucro líquido por ação. Santos et al. (2007), ao analisarem as empresas estatais que passaram por processo de privatização, utilizaram a geração de riqueza para medição de desempenho dessas entidades e salientaram que esta medida mostrou ser uma ferramenta de relevante utilidade.

Nesta pesquisa se utilizou o valor adicionado líquido produzido como *proxy* para o desempenho das empresas. Salienta-se que, para neutralizar o efeito de escala, utilizou-se a Receita Bruta auferida pela entidade no período. A utilização da referida medida justifica-se pelo fato do valor adicionado líquido contemplar todos os impostos incidentes sobre vendas e, para manter a coerência, a variável utilizada para neutralizar seu efeito também deve contemplar os impostos incidentes sobre as vendas.

Assim, o indicador de Valor Adicionado será obtido pela divisão entre o Valor Adicionado Líquido e a Receita Bruta da empresa no período, como segue:

$$VALPR = \frac{\text{Valor Adicionado Líquido}}{\text{Receita Bruta}}$$

VALPR: Valor Adicionado Líquido pela Receita Bruta

3.2.3 Variáveis de controle

3.2.3.1 Tamanho das empresas

Será utilizado nesta pesquisa o logaritmo natural do ativo total das firmas como *proxy* para o tamanho das empresas, do qual se espera uma relação positiva com o desempenho. Destaca-se que esta variável tem sido utilizada na literatura empírica como influente do desempenho corporativo, uma vez que empresas maiores tendem a usar de maneira mais eficiente os seus ativos (Boubaker et al., 2016; Marschner et al., 2019; Amin & Haq, 2021).

$$TAM = Ln \text{ Ativo Total}$$

TAM: Tamanho

Ln: Logaritmo Natural

3.2.3.2 Alavancagem

A Alavancagem Financeira é compreendida como a participação do capital de terceiros no financiamento das atividades da empresa. Estudos anteriores documentam que, em média, as empresas com maior alavancagem têm maior risco de inadimplência e, portanto, espera-se que enfrentem um maior custo de capital e menor desempenho corporativo (Jensen & Meckling, 1976; Banerjee & Anupam, 2015).

Desse modo, é esperada uma relação negativa entre a alavancagem financeira e o desempenho das empresas (Nguyen & Nguyen, 2015; Liu et al., 2017; Marschner et al., 2019; Amin & Haq, 2021).

$$ALAV = \frac{\text{Passivo Total Oneroso}}{\text{Ativo Total}}$$

ALAV: Alavancagem

3.2.3.3 Presença de acionistas influentes

O Estado como acionista pode impor diversos objetivos políticos às suas empresas controladas, como nomear aliados políticos e direcionar investimentos de forma a beneficiar seus constituintes. Diversos estudos indicam que a presença de outros acionistas que detenham influência significativa no controle tem um impacto positivo no desempenho das empresas. Assim, a presença de outros acionistas influentes pode ocasionar um melhor monitoramento das atividades da empresa, contribuindo para redução dos conflitos de agência e gerando menores custos. Desse modo, o controle estatal poderá ser pressionado e contestado, fazendo com que os objetivos sociais e políticos sejam suprimidos em detrimento da maximização de riqueza e geração de lucro (La Porta et al., 1999; Boubaker et al., 2016)

Para tanto, será utilizada uma *dummy* que representa a presença de Outros Grandes Acionistas (OGA), sendo 1 quando a entidade possuir pelo menos dois grandes acionistas e 0 caso contrário.

Destaca-se que um grande acionista é uma entidade legal que detém influência significativa na empresa (OECD, 2015). Assim, no presente estudo, será considerado para fins metodológicos como influência significativa o acionista que detiver o percentual de participação no capital votante de uma empresa mínimo de 20% (vinte por cento) conforme discorre CPC 18-R2 (2012). salienta-se que para o cálculo desta variável, apenas as ações ordinárias detidas pelos acionistas foram consideradas.

3.3 Procedimentos econométricos

3.3.1 Análise do desempenho da propriedade estatal nas empresas

De acordo com os objetivos propostos, a influência da propriedade estatal no desempenho das firmas será analisada de acordo com a equação 1:

$$VALPR_{i,t} = \beta_0 - \beta_1 PE_{it} + \beta_2 OGA_{it} - \beta_3 ALAV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

VALPR = Valor adicionado líquido pela Receita Bruta da empresa i , no período t ;

β_0 = Constante;

PE = Propriedade Estatal, variável representada pela percentagem de ações ordinárias detidas pelo Estado na estrutura de propriedade das empresas i no período t ;

OGA = Variável *dummy* que representa a presença de Outros Grandes Acionistas da empresa i no período t , sendo 1 quando a entidade possuir pelo menos 2 grandes acionistas e 0 caso contrário;

TAM = Tamanho da entidade, representado pelo logaritmo natural do Ativo Total da empresa i no tempo t ;

ALAV = Alavancagem da entidade, calculado pela divisão do total de passivos onerosos sobre o ativo total da empresa i no período t .

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Estatística descritiva das variáveis

Composição da amostra feita por setor econômico e por tipo de propriedade, com base na classificação da base de dados *Thomson Reuters Eikon*®, a qual se encontra alinhada com a classificação da B3 (Brasil, Bolsa e Balcão).

Na análise da amostra, os dados demonstram que as empresas que detêm participação estatal estão presentes em todos os nove setores econômicos, ou seja, não se limitam a atuar em setores monopolistas ou de utilidade pública. Destaca-se que esses achados vão ao encontro e complementam os evidenciados por Bruton et al. (2015), Musacchio et al. (2015), Jiang et al. (2015).

Tabela 1

Média das variáveis por setor econômico e por tipo de propriedade

Setor Econômico	Propriedade Estatal			Propriedade Privada		
	VALPR %	ALAV %	TAM ln(x)	VALPR %	ALAV %	TAM ln(x)
Bens industriais	37,00	35,00	20,35	41,00	29,00	20,68
Consumo cíclico	36,00	20,00	19,87	36,00	113,00	20,29
Consumo não cíclico	23,00	8,00	20,62	31,00	25,00	20,27
Materiais básicos	25,00	24,00	20,65	27,00	28,00	21
Petróleo, gás e biocombustíveis	37,00	34,00	26,46			
Saúde	45,00	24,00	22,66	34,00	26,00	20,37
Tecnologia da informação	61,00	1,50	19,28	18,00	44,00	22,11
Telecomunicações	51,00	10,00	24,95	46,00	29,00	23,11
Utilidade pública	48,00	26,00	22,13			

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Dentre as empresas com propriedade Estatal, o setor econômico que teve o melhor desempenho, ou seja, que gerou o maior percentual de valor adicionado líquido produzido pela receita bruta, foi o de Tecnologia da Informação (61%), seguido do setor de Telecomunicações

A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

(51%). Do lado das empresas privadas, o setor econômico com maior desempenho foi o de Telecomunicações (46%) seguido do setor de Bens Industriais (41%).

Quanto à utilização de capitais de terceiros para o financiamento das atividades, destaca-se que nas empresas com propriedade estatal os setores com maior percentual médio são Petróleo, Gás e Biocombustíveis (34%) e Bens industriais (31%). No âmbito das empresas sem propriedade estatal, destaca-se os setores econômicos de Consumo Cíclico (113%) seguido de tecnologia da Informação (48%). Estes dados revelam que as empresas privadas, em média se utilizam mais de capitais de terceiros para financiar as suas atividades.

Com vistas a se obter um melhor panorama das variáveis estudadas, a amostra foi segregada em quartis por nível de desempenho, conforme evidenciado na Tabela 2.

Tabela 2

Média das variáveis em quartil por nível de desempenho

VARIÁVEIS	QUARTIS (%)			
	1º (0,00--26,25)	2º (26,25--37,54)	3º (37,54--47,64)	4º (47,64--98,17)
PE*	35,19	41,06	57,11	56,71
ALAV	26,47	51,4	74,56	27,86
TAM	21,27	20,05	20,81	21,52

Notas: * a média da variável Propriedade Estatal (PE) foi obtida levando em consideração apenas as empresas em que o Estado faz parte da sua Estrutura de Propriedade. Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho foi aplicado logaritmo natural.

Os dados revelam que as empresas com menor desempenho, ou seja, as que fazem parte do primeiro quartil, têm uma propriedade estatal média de 35,19%, enquanto as empresas com maior desempenho, constantes no quarto quartil, possuem propriedade estatal média de 56,71%. Estes dados complementam a literatura empírica e revelam que apesar de perquirir objetivos de políticas públicas, as empresas com propriedade estatal conseguem gerar valor adicionado e assim um bom desempenho.

Quanto à Alavancagem, tem-se que as empresas que compõem o terceiro quartil são as mais alavancadas (74,56%). Quanto ao Tamanho das empresas, destaca-se uma homogeneidade entre as empresas devido à baixa oscilação de seus valores nos diferentes níveis médios de desempenho.

Tabela 3

Estatística descritiva gerais das Variáveis Dependente e Independente.

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VALPR	1304	0,37	0,17	-0,39	0,98
PE	1304	0,19	0,31	0	99,99
OGA	1304	0,84	0,37	0	1
ALAV	1304	0,45	2,86	0	65,16
TAM	1304	21,26	2,24	13,56	27,53

Notas: Todas as variáveis são apresentadas em formato de Painel balanceado. Para a variável Tamanho aplicado a logaritmo natural

A Tabela 3 mostra as estatísticas gerais de todas as variáveis analisadas na pesquisa. O VALPR foi a *proxy* utilizada para medir o desempenho das empresas, e seus dados evidenciam um valor mínimo de -0,39 e máximo de 0,98, sugerindo que as empresas componentes da amostra têm desempenho bastante distintos.

Destaca-se que os dados em sua maioria não apresentam dispersão acentuada, conforme demonstram os desvios padrões das variáveis, com exceção para as variáveis Alavancagem (ALAV) e Tamanho (TAM), as quais apresentam desvios padrão cerca de seis vezes superior e nove vezes inferior que suas médias, respectivamente.

4.2 Análise dos resultados do modelo regressivo – teste da hipótese

A hipótese norteadora da pesquisa foi testada a partir da estimação do modelo empírico definido na equação (1). Salienta-se que foi realizada antes de sua estimação, a correlação de *Pearson* (r), detendo como objetivo a verificação de possível correlação elevada entre as variáveis independentes, fato que poderia trazer viés para os parâmetros do modelo. Os resultados não evidenciam correlação elevada entre as variáveis independentes do estudo.

Assim, apresenta-se na sequência: i) resultados advindos da utilização de Regressão com modelagem *pooled* em Painel robusto e; ii) resultados da Regressão Quantílica, utilizada como complemento informacional à regressão do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), tendo em vista que conforme evidenciam Duarte et al. (2017), a Regressão Quantílica apresenta maior eficiência e menores chances de apresentar erros de estimação, assim como apresenta maior robustez no tratamento dos *outliers*, pois este tipo de regressão se utiliza da mediana e não da média para estimar seus parâmetros.

Dessa maneira, com o objetivo de se analisar qual tipo de regressão é mais a apropriada para a estimação do modelo empírico, dentre os modelos *Pooled* MQO, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, foi realizado primeiramente o teste de *Chow*, em que os resultados (0,187) apontaram o modelo *pooled* como opção mais apropriada. Buscando uma maior robustez na modelagem estatística, foi realizado ainda o teste de *Breusch-Pagan* no sentido de apoiar a escolha do modelo *pooled*, realizada no teste de anterior. Os resultados do teste de *Breusch-Pagan* (0,532) indicaram e corroboraram com a escolha da modelagem por *pooled* MQO, dessa maneira cada empresa será considerada como uma unidade de análise em cada ano.

Tabela 4
Estimação do Modelo – Regressão *Pooled* MQO

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística t	p-valor
PE	0,09878	0,01592	6,20	0,000
OGA	0,01688	0,01043	1,62	0,106
ALAV	0,00164	0,00035	4,65	0,000
TAM	0,00281	0,00217	1,30	0,193
Constante	0,28917	0,04657	6,21	0,000
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,0394	Teste f (estatística)	14,59	
R ² ajustado	0,1704	Teste f (p-valor)	0,00	
Jarque-Bera (estatística)	6,5	Teste de White (Estatística)	31,40	
Jarque-Bera (p-valor)**	83,49	Teste de White (p-value)	0,036	
Wooldridge***	0,002	Teste de Chow	0,187	
Número de Observações	1283	Teste de Breusch-Pagan	0,532	

* A nível de significância de 5% rejeita-se a hipótese nula de variâncias homocedásticas.

** Pressuposto da normalidade dos resíduos atendido.

*** A nível de significância de 5% rejeita-se a hipótese de autocorrelação nos resíduos.

O modelo foi estimado, utilizando a matriz de variância e covariância robusta para correção da heterocedasticidade e a autocorrelação nos resíduos.

Os testes FIV (*variance inflation factor*) apontaram a presença tolerável de colinearidade, tendo em vista a obtenção de FIV de 1,04, 1,06, 1,02, 1,04 para as variáveis TAM, PE, ALAV e OGA respectivamente.

Os resultados da Regressão em Painel *Pooled* MQO, apresentados na Tabela 4, evidenciam a existência de relação positiva e significativa entre a Propriedade Estatal (PE) e o desempenho das empresas representado pelo Valor Adicionado Líquido pela Receita Bruta (VALPR). Este resultado leva a rejeição da Hipótese 1, a qual afirmava que quanto menor a propriedade estatal, maior seria o desempenho das empresas. De maneira geral, estes resultados convergem para o que aponta a literatura sobre estrutura de propriedade e sua relação com o

desempenho das empresas (Pedersen & Thomsen, 2003; Okimura et al., 2007; Rönkkö et al., 2018).

Ainda sobre o assunto, destaca-se que estes resultados convergem para as evidências encontradas na pesquisa realizada por Bhasa (2015), que analisou a estrutura de propriedade e desempenho das empresas estatais em comparação com as empresas privadas, evidenciando um melhor desempenho da propriedade estatal.

Na contramão destas evidências, os resultados divergem dos obtidos por Abramov et al. (2017) que analisaram a relação da propriedade estatal e das características de eficiência das empresas e dos resultados obtidos por Amin e Haq (2021) que analisaram a relação entre propriedade e desempenho de empresas em países emergentes (Rússia, Índia e China), tendo em vista que ambas as pesquisas evidenciaram efeito negativo da propriedade estatal no desempenho das empresas.

Quanto às variáveis de controle (TAM, ALAVA e OGA), destaca-se que apenas a Alavancagem (ALAV) apresentou relação estatística e significativa, não se comportando conforme o previsto, uma vez que a relação apresentada foi positiva, o que demonstra que as empresas analisadas conseguiram gerar resultados superiores ao custo das dívidas adquiridas, gerando assim um maior valor adicionado e conseqüentemente um maior desempenho. Estes resultados divergem dos obtido por Amin e Haq (2021), que encontraram relação negativa entre a alavancagem e o desempenho das empresas.

Cabe destacar que, conforme os resultados evidenciaram, as empresas estatais não residem mais apenas em um setor dominante, mas se encontram presentes em diversos setores competitivos. Sobre o assunto Barnet Greve e Park (1994) e Goldeng et al. (2008) corroboram que a inserção em ambiente competitivo leva a um melhor alinhamento entre os agentes contratantes, devido conseqüentemente aos fatores aprendizagem e imitação.

Com o objetivo de melhor analisar a relação entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro, os dados foram examinados com a utilização de Regressão Quantílica. Assim, os *quantis* foram segregados em cinco extratos, conforme apresentado na Tabela 5.

Tabela 5
Estimação do Modelo – Regressão Quantílica

Variáveis	Q (10)	Q (30)	Q (50)	Q (70)	Q (90)
Constante	-0,03113 (0,09206)	0,36021*** (0,05679)	0,32251*** (0,05474)	0,32881*** (0,03818)	0,43129*** (0,10197)
PE	0,13789** (0,05481)	0,14742*** (0,01085)	0,13365*** (0,01153)	0,08230*** (0,01784)	0,02700 (0,03048)
OGA	0,04224** (0,01917)	0,02649*** (0,00839)	0,01896* (0,01099)	0,00973 (0,00691)	0,04759 (0,02621)
ALAV	0,00541*** (0,00141)	0,00222*** (0,00036)	0,00147*** (0,00061)	0,00046 (0,00054)	-0,00163* (0,00092)
TA	0,00739 (0,00385)	-0,00491 (0,00268)	0,00117 (0,00269)	0,00459** (0,00183)	0,00721 (0,00513)
Pseudo R ²	0,0272	0,0513	0,0414	0,0291	0,0140

Nota: *, ** e *** indicam significância de 10%, 5% e 1% respectivamente; Q = quantis; (erro padrão);

Destaca-se ainda que, para uma análise mais robusta, efetuou-se o teste de *Wald*, o qual demonstrou que todas as variáveis estudadas impactam o desempenho das empresas de maneira distinta entre os *quantis* analisados.

Os resultados da Regressão Quantílica na Tabela 5, vão, de maneira geral, ao encontro dos obtidos na regressão por Mínimos Quadrados Ordinários - MQO. Assim, quanto à relação entre a Propriedade Estatal (PE), representado pela porcentagem de capital votante detido pelo Estado e o desempenho das empresas representado pela Geração de Valor Adicionado sobre a

Receita Bruta (VALPR), os resultados evidenciam relação positiva e significativa nos *quantis* Q10, Q30, Q50 e Q70, perdendo a significância estatística no Q90. Estes dados demonstram que a Propriedade Estatal (PE) contribui para o desempenho das empresas analisadas até certo nível, e que apesar da relação estatística continuar positiva e significativa, torna-se mais fraca a medida que o desempenho das empresas vai aumentando, perdendo a sua significância no *Quantil* Q90.

Os resultados apresentados se alinham com o que discorre a Teoria dos Direitos de Propriedade, no que tange os limites da propriedade, os quais devem ser condizentes com as características do ambiente no qual a empresa esteja inserida. Assim, empresas operantes em ambientes competitivos devem ajustar sua estrutura de propriedade quanto a participação estatal e sua influência no controle, possibilitando a entidade, dentro deste ambiente competitivo, liberdade para perquirir objetivos econômicos e em segundo plano os objetivos não econômicos (objetivos de políticas públicas). Corroborando com estes achados, o *International Monetary Fund – IMF* (2020), discorre que dado o potencial de grandes custos, os países devem usar as empresas estatais de maneira seletiva e apenas onde a intervenção por meio destas empresas possa ser eficaz. Explicando ainda, que em setores competitivos a propriedade estatal deve ser menor, tendo em vista que neste tipo de ambiente as empresas privadas tendem a ser mais eficientes no fornecimento de bens e serviços.

Quanto ao resultado da variável que representa a presença de Outros Grandes Acionistas (OGA), destaca-se relação positiva e significativa com o desempenho das empresas analisadas nos *quantis* Q30, Q50 e Q70. Este resultado revela que, até certo ponto a presença de outros grandes acionistas contribui para um melhor desempenho corporativo, tendo em vista que a presença destes acionistas influentes gera um melhor monitoramento das atividades das empresas o que contribui para a redução dos conflitos de agências e consequentes custos gerados por estes conflitos, conforme discorre a Teoria da Agência. (Boubaker et al., 2016)

A variável Alavancagem (ALAV), apresentou relação positiva e significativa nos *quantis* Q10, Q30 e Q50, e relação negativa e significativa no *quantil* Q 90. Assim, esta variável demonstra que a medida que as empresas se tornam maiores em capacidade de gerar valor adicionado líquido, se utilizam menos de capital de terceiros, assim como o fato de que empresas maiores detêm baixa oportunidades de investimentos o que contribui para uma relação negativa com a alavancagem, conforme evidenciam Firth et al. (2008). Evidencia-se que estes resultados referentes à variável Alavancagem (ALAV), vão ao encontro dos obtidos por Fosu (2013), que constatou que a Alavancagem financeira afeta positivamente o desempenho das empresas até um ponto ótimo. Já a variável Tamanho (TAM) apresentou significância estatística em sua relação com o desempenho apenas no Q70, o que de maneira geral corrobora para os resultados encontrados na regressão *pooled* MQO.

Em resumo, os resultados evidenciados pela regressão *Pooled* MQO se apresentam em sintonia com os da Regressão Quantílica. Assim, em complemento, os resultados das regressões apontam para uma propriedade estatal em linha com a propriedade privada em termos de objetivos econômicos, o que contribui positivamente para o desempenho da empresa até certo limite. Destaca-se que estes resultados convergem com os de Ang e Dig (2006).

O impacto positivo da propriedade estatal no desempenho das empresas, devido ao alinhamento entre os objetivos econômicos e não econômicos com a propriedade privada, é explicado pela Teoria de Direito de Propriedade complementada pelas teorias dos Custos de Transação e Agência, ao discorrerem que o alinhamento de objetivos dos atores econômicos resulta na minorização de externalidades negativas, uma vez que as propriedades privada e estatal exercerão seus direitos de propriedade em sintonia, o que suaviza os conflitos de agência e gera menores custos de transação.

Quanto à influência da presença de outros acionistas relevantes, representada pela variável OGA, salienta-se que os resultados divergiram do esperado em ambas as regressões (*Pooled* MQO e Quantílica). Assim, quando se analisa a regressão *Pooled* MQO, evidencia-se a não relação estatística da variável OGA com o desempenho. Estes resultados vão na contramão dos encontrados por Boubaker et al. (2016), que evidenciaram em sua pesquisa que a presença de outros acionistas influentes proporciona impacto positivo no desempenho das empresas. Entretanto, ao se analisar a regressão Quantílica, observa-se influência positiva e significativa até certo limite de desempenho (*Quantis* Q10, Q30 e Q50).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pesquisas que comparam o desempenho das empresas estatais com as empresas privadas geralmente apontam para um melhor desempenho das empresas privadas, todavia estas pesquisas muitas vezes não levam em consideração as características inerentes de cada tipo de empresa. Assim, este estudo buscou analisar a propriedade estatal como parte integrante da estrutura de propriedade das empresas no mercado de capitais brasileiro, a qual objetivou analisar a influência deste tipo de propriedade no desempenho das firmas, utilizando como medida de desempenho o Valor Adicionado Líquido gerado pelas entidades.

A análise da questão problema foi realizada através da base teórica fornecida pelas teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, que em linha proporcionaram inferir sobre a relação pretendida entre a propriedade estatal e o desempenho das empresas. Assim, os resultados evidenciam que as empresas, ao usarem seus direitos de propriedade dentro dos limites legais, tendem a buscar soluções eficientes quando o assunto é alocação de recursos escassos, e isso decorre de melhor alinhamento de objetivos na utilização destes direitos de propriedade conforme explicam estas teorias.

Em geral, os resultados deste estudo contribuem para a formação de conhecimento ao fundamentar a atuação empresarial do Estado sob o enfoque das teorias dos Direitos de Propriedade, Custo de Transação e Agência, destacando os múltiplos objetivos inerentes à propriedade estatal e justificando sua existência; ao proporcionar aos acionistas, investidores, credores por empréstimos, clientes, empregados e agências reguladoras informações sobre como o desempenho das empresas no mercado de capitais brasileiro é afetado pela atuação do Estado na figura de acionista; ao fornecer informações sobre a intervenção parcial ou total do Estado na economia, através da participação na estrutura de propriedade das empresas que exploram atividades econômicas em concorrência com outras empresas privadas, o que pode subsidiar o debate sobre privatizações; ao utilizar metodologia específica para se calcular a proporção da propriedade estatal, assim como a utilização de duas abordagens econométricas distintas e complementares: i) regressão com dados em painel *Pooled* MQO e ii) regressão quantílica, destacando que a primeira é baseada na média enquanto a segunda na mediana.

Assim, este estudo apresenta contribuições teóricas e avança em relação às pesquisas anteriores ao abordar a propriedade estatal não só como concorrente da propriedade privada, mas fazendo parte de sua estrutura de propriedade, o que proporciona uma visão mais abrangente sobre a sua influência no desempenho corporativo.

Destaca-se que algumas características limitadoras da presente pesquisa devem ser levadas em consideração, como os índices e *proxies* utilizados, assim como as vertentes teóricas que acabam por limitar outras possibilidades instrumentais.

REFERÊNCIAS

Abramov, A., Radygin, A., & Chernova, M. (2017). State-owned enterprises in the Russian market: Ownership structure and their role in the economy. *Russian Journal of Economics*, 3(1), 1-23.

- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795.
- Amin, M. Y., & Haq, Z. U. (2021). BRIC without B: Does ownership structure matters for firm performance in emerging economies?. *Quality & Quantity*, 56(1), 217-226.
- Ang, J. S., & Ding, D. K. (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, 16(1), 64-88.
- Banerjee, A., & De, A. (2015). Impact of capital structure decisions on financial performance during pre-and post-recession period. *Management and Labour Studies*, 40(1-2), 176-193.
- Barnett, W.P., Greve, H.R. and Park, D.Y. (1994), An evolutionary model of organizational performance. *Strategic Management Journal*, 15, 11-28.
<https://doi.org/10.1002/smj.4250150903>
- Barzel, Y. (1997). *Economic analysis of property rights* (2nd ed). Cambridge University Press: Cambridge.
- Bhasa, M. P. (2015) Ownership structure and performance of listed state-owned enterprises Vis-À-Vis Comparable Private Enterprises: Evidence from India. *The IUP Journal of Corporate Governance*, 14(3), 7-24.
- Boubaker, S., Nguyen, P., & Rouatbi, W. (2016). Multiple large shareholders and corporate risk-taking: Evidence from French family firms. *European Financial Management*, 22(4), 697-745.
- Boycko, M., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1996). A theory of privatization. *The Economic Journal*, 106(435), 309-319.
- Brasil. (2016). *Lei nº 13.303*, de 30 de junho de 2016. Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.
https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/113303.htm
- Bruton, G. D., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Stan, C., & Xu, K. (2015). State-owned enterprises around the world as hybrid organizations. *Academy of Management perspectives*, 29(1), 92-114.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24, 142-153.
- Campos, T. L. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração-RAUSP*, 41(4), 369-380.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. (2000). The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386-405.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 9 - Demonstração do Valor Adicionado*. http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/175_CPC_09.pdf.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 18 - Investimento em Coligada e em Controlada*.
[http://www.portaldecontabilidade.com.br/legislacao/CPC_18_\(R2\).pdf](http://www.portaldecontabilidade.com.br/legislacao/CPC_18_(R2).pdf).
- Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), 209-233.

A INFLUÊNCIA DA PROPRIEDADE ESTATAL NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO
MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

- Desender, K. A., Aguilera, R. V., Crespi, R., & García-cestona, M. (2013). When does ownership matter? Board characteristics and behavior. *Strategic Management Journal*, 34(7), 823-842.
- Djankov, S., & Murrell, P. (2002). Enterprise restructuring in transition: A quantitative survey. *Journal of Economic Literature*, 40(3), 739-792.
- Duarte, F. C. D. L., Girão, L. F. D. A. P., & Paulo, E. (2017). Avaliando modelos lineares de value relevance: Eles captam o que deveriam captar?. *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 110-134.
- Eckel, C., Eckel, D., & Singal, V. (1997). Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 275-298.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Firth, M., Lin, C., & Wong, S. M. (2008). Leverage and investment under a state-owned bank lending environment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 642-653.
- Fosu, S. (2013). Capital structure, product market competition and firm performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 53(2), 140-151.
- Garcia, I. A. S., & Martins, O. S. (2015). Estruturas de propriedade e controle e o desempenho das companhias abertas não financeiras no Brasil. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 7(2), 110.
- Goldeng, E., Grünfeld, L. A., & Benito, G. R. (2008). The performance differential between private and state-owned enterprises: The roles of ownership, management and market structure. *Journal of Management Studies*, 45(7), 1244-1273.
- Grout, P. A., & Stevens, M. (2003). The assessment: financing and managing public services. *Oxford Review of Economic Policy*, 19(2), 215-234.
- Hahn, A. V., Nossa, S. N., Teixeira, A. J., & Nossa, V. (2010). Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(3), 15-48.
- Haller, A., & van Staden, C. (2014). The value-added statement – an appropriate instrument for Integrated Reporting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 27(7), 1190-1216.
- He, L., Jiang, R., & Bennett, M. M. (2020). The rise of Chinese foreign direct investment in the United States: Disentangling investment strategies of state-owned and private enterprises. *Growth and Change*, 51(4), 1562-1587.
- International Monetary Fund (IMF). Policies to support people during the COVID-19 Pandemic. Chapter 3 Stat-Owned Enterprises: the other government. Fiscal Monitor, 2020. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/04/06/fiscal-monitor-april-2020#Chapter%203>.
- Jakob, B. (2017). Performance in strategic sectors: A comparison of profitability and efficiency of state-owned enterprises and private corporations. *The Park Place Economist*, 25(1), 8.
- Jensen, M. C.; Meckling. (1976). W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, Y., Peng, M. W., Yang, X., & Mutlu, C. C. (2015). Privatization, governance, and survival: MNE investments in private participation projects in emerging economies. *Journal of World Business*, 50(2), 294-301.

- Kim, J., & Mahoney, J. T. (2005). Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: An organizational economics approach to strategic management. *Managerial and decision economics*, 26(4), 223-242.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *The Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- Lazzarini, S. G. (2015). Strategizing by the government: Can industrial policy create firm-level competitive advantage?. *Strategic Management Journal*, 36(1), 97-112.
- Li, S., Lin, Y. C., & Selover, D. D. (2014). Chinese state-owned enterprises: Are they inefficient?. *Chinese Economy*, 47(5-6), 81-115.
- Liu, S. B., Hsueh, S. J., & Wu, T. P. (2017). Shareholdings of board members and corporate performance: A panel quantile regression analysis. *Global Economic Review*, 46(3), 271-298.
- Ma, L., Xu, F., Najaf, I., & Taslima, A. (2021). How does increased private ownership affect financial leverage, asset quality and profitability of Chinese SOEs?. *Chinese Political Science Review*, 6, 251-284.
- Machado, M. A. V., Macedo, M. A. D. S., & Machado, M. R. (2015). Análise da relevância do conteúdo informacional da DVA no mercado brasileiro de capitais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26, 57-69.
- Marschner, P. F., Dutra, V. R., & Ceretta, P. S. (2019). Alavancagem financeira e rentabilidade nas empresas brasileiras listadas na B3. *Revista Universo Contábil*, 15(2), 44.
- Massarutto, A., Garlatti, A., Miani, S., Cassetta, E., & Iacuzzi, S. (2020). Evaluating the performance of local SoEs as output-maximizing entities: The case of Friuli Venezia Giulia. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 92(2), 307-332.
- Musacchio, A., & Lazzarini, S. G. (2014). *Reinventing state capitalism: Leviathan in business, Brazil and beyond*. Harvard University Press.
- Musacchio, A., Lazzarini, S. G., & Aguilera, R. V. (2015). New varieties of state capitalism: Strategic and governance implications. *Academy of Management Perspectives*, 29(1), 115-131.
- Nakhaei, H., Hamid, N. I. N. B., Anuar, M. B. A., & Nakhaei, K. (2012). Performance Appraisal with Accounting and Value Based Measures. *IPEDR*, 54(24), 123-129.
- Nguyen, T., & Nguyen, H. C. (2015). Capital structure and firms' performance: Evidence from Vietnam's stock exchange. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 1-10. doi: dx.doi.org/10.5539/ijef.v7n12p1
- Organization for Economic Co-operation and Development – OECD. (2015). Guidelines on corporate governance of state-owned enterprises. Paris: OECD Publishing. <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/9789264244160-en.pdf?expires=1525143795&id=id&accname=guest&checksum=B2662129EA67C32FC64B1C876DC3D2F2>.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Overland, C., Mavruk, T., & Sjögren, S. (2012). Keeping it real or keeping it simple? Ownership concentration measures compared. In *The 4th workshop of the Nordic Corporate Governance Network, Reykjavik University June 15, 2012*.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (2003). Ownership structure and value of the largest European firms: The importance of owner identity. *Journal of Management and Governance*, 7, 27-55.

- Peng, M. W., Bruton, G. D., Stan, C. V., & Huang, Y. (2016). Theories of the (state-owned) firm. *Asia Pacific Journal of Management*, 33, 293-317.
- Rönkkö, J., Paananen, M., & Vakkuri, J. (2018). Exploring the determinants of internal audit: Evidence from ownership structure. *International Journal of Auditing*, 22(1), 25-39.
- Rygh, A., & Benito, G. R. (2021). Governmental goals and the international strategies of state-owned multinational enterprises: a conceptual discussion. *Journal of Management and Governance*, 26(4), 1155-1181.
- Santos, A., Chan, B. L., & da Silva, F. L. (2007). Análise dos impactos da privatização na distribuição de riqueza a partir da demonstração do valor adicionado. *Revista Universo Contábil*, 3(2), 6-21.
- Schwind, R. W. (2016). Empresas Estatais e Empresas Público-Privadas: Novos Desafios da Atuação Empresarial do Estado. *Revista de Direito Administrativo Contemporâneo – REDAC*, 22.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Silveira, A. D. M. D., Barros, L. A. B. D. C., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48, 51-66.
- Zhou, K. Z., Gao, G. Y., & Zhao, H. (2016). State ownership and firm innovation in China: An integrated view of institutional and efficiency logics. *Administrative Science Quarterly*, 62(2), 375-404.
- Willems, I. (2016). Disciplines on state-owned enterprises in international economic law: Are we moving in the right direction?. *Journal of International Economic Law*, 19(3), 657-680.
- Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, markets, relational Contracting*. Free Press.
- Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies, analysis and antitrust implications: A study in the economics of internal organization*, New York: Free Press. 1975.
- Williamson, O. E. (2005). The economics of governance. *American Economic Review*, 95(2), 1-18.