

A Influência da Concentração Acionária e da Exportação em um Fator de Desempenho das Empresas de Capital Aberto da B3.

Camila Assunção Santos - camila__assuncao@hotmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Dannie Delanoy CARR QUIRÓS - carr.dannie@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Vinícius Silva Pereira - viniciuss56@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Antonio Sérgio Torres Penedo - drpenedo@gmail.com

Universidade Federal de Uberlândia - UFU

Resumo

As empresas multinacionais impactam positivamente no crescimento dos países emergentes e em detrimento a isso, os estudos sobre como essas empresas atuam e geram valor vem crescendo também de forma positiva no âmbito acadêmico. Questões bastante estudadas como desempenho e concentração de propriedade agora estão sendo avaliadas em um contexto de atuação internacional. Isso ocorre em detrimento da concentração elevada ser uma característica comum de países em desenvolvimento como o Brasil, e devido a estratégia de exportação ocorrer em função da busca pelo aumento do desempenho e da maximização de riqueza. Diante disto, este estudo buscou verificar a influência que a concentração acionária aliado à exportação possui sobre um fator de desempenho desenvolvido por este trabalho. Os resultados apontaram que a exportação se relaciona em formato de U com a variável desempenho, e a interação exportação-concentração apresentou relação positiva com a variável de interesse. Como trabalhos futuros, sugere-se acrescentar outras variáveis de internacionalização para contemplar mais formas de entrada estrangeira.

Palavras Chaves: Concentração; Desempenho; Exportação; Internacionalização.

1. Introdução

As empresas multinacionais têm gerado impacto social ao proporcionar crescimento aos países emergentes, como mostra o MDIC - Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (2018) o Brasil aumentou a sua representatividade no cenário mundial, pois as exportações brasileiras tiveram um crescimento de 17,5% em 2017, valor acima da média mundial de 10,6% e após longos cinco anos de quedas.

Os estudos sobre como essas empresas multinacionais atuam e geram valor vem crescendo também de forma positiva no âmbito acadêmico, em detrimento de sua relevância para o mercado. Uma rápida busca na base de dados Google Scholar com as palavras chave “multinacionais” e “multinationals”, mostrou que no último ano de 2017 a junho de 2018, houveram 6.740 e 14.800 respectivamente publicações sobre a temática.

Problemáticas até então bastante discutidas como desempenho e concentração agora estão sendo avaliadas em um contexto de atuação internacional. É como mostra alguns estudos, tais como o de Bhaumik et al. (2010) que investiga como as concentrações de propriedade de organizações de países emergentes podem impactar na internacionalização e encontram que empresas familiares e/ou que possuem alta concentração (característica própria de mercados emergentes como o brasileiro) possuem menores chances de investir no exterior.

De acordo com Zahra (2003), geralmente as empresas familiares que possuem concentração e atuação ativa de membros na gestão, apresentam uma maior cautela sobre as decisões de internacionalização, mesmo quando seja para maximizar o desempenho. Porém, Jensen e Meckling (1976), dizem que a concentração do poder de decisão pode também ser positiva para a avaliação das empresas, uma vez que aumenta o controle sobre os diretores.

Há também estudos que buscam relacionar o desempenho e a exportação, como o trabalho de Sousa, Martínez-Lopez e Coelho (2008) que traz que as exportações afetam positivamente o desempenho das organizações e colaboram com o crescimento dos países. De maneira complementar, Pinheiro (1987) ao comparar empresas brasileiras e coreanas, verifica que a expansão da exportação permite a economia de escala, incentivo ao aumento da produtividade além de promover o acesso a tecnologias diferentes do que existem em seus países de origem.

Além disso, ainda segundo Pinheiro (1987) os países emergentes ao se forçarem a produzir produtos no intuito de substituir a importação fez com que, de maneira geral, elevasse o nível de ineficiência e baixo desempenho quando se comparado a empresas asiáticas que adotam uma postura mais internacionalizada, logo, incentiva-se as exportações e importações no intuito de gerar maior desempenho para as firmas domésticas.

Outra corrente de estudos investiga se há relação entre desempenho e concentração, tais como o de Demsetz e Lehn (1985) que dizem que não há relação significativa entre concentração acionária e desempenho, pois segundo os autores, inúmeras variáveis podem impactar a concentração, sendo assim, tal variável seria endógena e não conseguiria explicar o desempenho. Assim como o estudo de Rogers *et al.* (2008) que investigou as empresas listadas na B3 no período entre 1997 e 2001 e encontrou que a estrutura de propriedade não influência no desempenho financeiro das firmas.

Contudo, há estudos, como o de Yabei e Izumida (2008) que ao investigarem empresas listadas na bolsa de Tóquio de 1980 a 2005, detectaram que para um país desenvolvido como o Japão, encontrou-se efeito significativo em forma de U entre concentração de propriedade e desempenho corporativo.

Diante de várias pesquisas realizadas sobre a temática desempenho e concentração, como os de Demsetz e Lehn (1985), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Rogers *et al.* (2008) e Yabei e

Izumida (2008), percebe-se que não há um consenso sobre o impacto que a concentração pode exercer sobre o desempenho. O mesmo ocorre quando se avalia o relacionamento entre desempenho e grau de internacionalização em que há mais de 30 anos de pesquisa com resultados mistos (CONTRACTOR *et al.*, 2003).

Com este contexto, este trabalho se propõe a criar, com base na literatura, um fator que mensure o desempenho, diferenciando-se dos demais trabalhos que buscam somente utilizar indicadores contábeis como métricas de desempenho, uma vez que pode ser este um dificultador que faz com que se encontre diversos resultados sobre a mesma problemática.

Para isso, a partir dos estudos de Rosa (2017), o autor criou por meio de uma análise fatorial, as variáveis que, segundo a literatura são importantes para se avaliar a competitividade de uma empresa. Em sua pesquisa bibliométrica, Rosa (2017) encontrou nove variáveis que teoricamente poderia medir o desempenho competitivo, que são: “Lucros Retidos a Ativos Totais; Lucro Operacional por Ação; Retorno sobre Capital; Retorno sobre Ativos (ROA); Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE); Retorno do Capital Investido; Retorno Operacional sobre Ações; Capitalização do Mercado / Valor Contábil; e Margem Bruta” (ROSA, 2017, p. 94).

Após a análise fatorial, o autor encontrou apenas 4 variáveis que se agruparam em um único fator e apresentaram comunalidades satisfatória, que foram: Retorno sobre o ativo (ROA), Retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), Retorno do capital investido e Retorno sobre o capital. Há autores como Kupfer (1992) que afirma que um desempenho competitivo também pode ser medido pela participação de mercado (*Market Share*).

No intuito de obter um fator único que mensure o desempenho, este trabalho propôs criar um único fator que envolvesse as variáveis encontradas por Rosa (2017) e o *Market Share* mostrado por Kupfer (1992) para compreender se essa medida poderia melhorar os modelos aplicados até o momento.

Conforme mostrado anteriormente, com o avanço do comércio mundial, justifica-se analisar a concentração de propriedade por ser uma característica brasileira forte (PINTO; LEAL, 2013) aliado a exportação como estratégia de expansão de mercado, de forma que se compreenda possíveis relações entre essas características com o desempenho empresarial, no intuito de contribuir com a academia ao sugerir um novo fator de desempenho a ser testado, além disso, contribui de forma prática ao subsidiar os investidores com informações sobre as características das empresas de capital aberto que podem impactar em seu desempenho.

Considerando o contexto abordado, o presente artigo tem o seguinte problema de pesquisa: *Qual a relação entre a concentração acionária e a exportação em um fator de desempenho das empresas listadas na B3?*

Sendo assim, o artigo tem como objetivo principal verificar a relação que a concentração acionária aliada a exportação enquanto estratégia de internacionalização com o fator de desempenho desenvolvido por este trabalho nas empresas de capital aberto.

Devido a Resolução CFC 1.156/2009, os demonstrativos financeiros brasileiros se adequaram as normas internacionais a partir de 2010, por esse motivo, o período analisado será de 2010 a 2017.

O presente estudo, além desta introdução, possui mais quatro seções, sendo que a segunda seção se trata da fundamentação teórica. A terceira seção refere-se a metodologia adotada. A quarta seção apresenta os resultados e análises, e por fim, a quinta seção destina-se as considerações finais.

2. Fundamentação teórica

2.1 Desempenho e exportação

Os motivos para que uma organização decida se internalizar podem ser variados, dentre eles destaca-se a expansão e atuação em outros mercados, o combate a concorrência e a mitigação de custos (MILAN *et al.* 2013). Entretanto, a internacionalização também traz pontos de atenção que devem ser acompanhados pois podem aumentar os custos de agência da empresa, tais como: (1) o risco devido ao conflito de interesses e (2) o risco da assimetria informacional (MULLER, 2008).

De acordo com Smaniotto, Paiva e Vieira (2012), quando uma organização possui atuação multinacional, é essencial desenhar a sua estrutura pensando na maximização da competitividade e do retorno.

Há uma teoria de três etapas que explica o comportamento da exportação nas firmas. Essa teoria refere-se basicamente sobre a ideia de haver estágios de maturidade, onde, o primeiro estágio trata-se da internacionalização precoce, logo, é uma fase em que custos superam os benefícios. O segundo estágio refere-se ao momento em que os benefícios superam os custos incrementais, sendo assim, proporciona um efeito positivo no desempenho das firmas, e por fim, há o terceiro estágio em que ocorre uma internacionalização excessiva, e em que novamente os custos superam os ganhos (CONTRACTOR *et al.*, 2013)

De maneira objetiva, os estudos de Contractor *et al.* (2003), afirmam que as variáveis de multinacionalidade e desempenho possuem inicialmente relação negativa, seguido por um estágio positivo e por fim, novamente um relacionamento negativo. Entretanto, por mais que não se obtenha resultados positivos ao iniciar a estratégia de internacionalização, verifica-se que a longo prazo, tal estratégia pode proporcionar crescimento para as organizações e benefícios como: (1) Conhecimento externo, (2) Acesso a insumos de menor custo, (3) Exploração de ativos específicos, (4) Aumento do poder de barganha pela abrangência de atuação, (5) Escala, (6) Diversificação geográfica e por fim, (7) experiência internacional.

A mensuração da internacionalização pode ser feita por meio de vários indicadores, entretanto, não ocorre um direcionamento único nas pesquisas referente aos métodos e procedimentos para este fim (SULLIVAN, 1994). Este estudo irá adotar a estratégia de exportação como forma de expansão territorial uma vez que, essa é uma das primeiras opções que as empresas adotam ao decidirem-se internacionalizar, pois apresenta um menor grau de risco (JEANNET; HENNESSEY, 1995).

A longevidade, a expansão das organizações e o desenvolvimento econômico é dependente de um conhecimento mais aprofundado a respeito dos determinantes que influenciam o desempenho, e a exportação é um deles. (SOUSA; MARTINEZ-LOPEZ; COELHO, 2008).

2.2 Desempenho e concentração acionária

A concentração acionária pode gerar problemas de agência por resumidamente dois motivos: (1) Os envolvidos em uma organização podem ter diferentes objetivos e metas e (2) Os stakeholders possuem graus diferentes de informações que envolvem as organizações (GILLAN; STARKS, 2003).

Conforme Shleifer e Vishny (1997), quando a concentração é baixa, os majoritários tendem a aumentar o valor dos acionistas ao optarem por estratégias que objetivam a maximização do lucro. Porém, segundo Morck *et al.* (2005), quando a concentração é alta, pode ocorrer o fato dos controladores buscarem suprir interesses próprios e não necessariamente o que é melhor para os acionistas minoritários.

De acordo com Carvalho-da-Silva e Leal (2006) valor e desempenho se relacionam negativamente com a concentração proprietária, corroborando com os resultados de Siqueira (1998), o qual o autor investigou 278 empresas brasileiras para verificar uma possível relação entre concentração de propriedade e desempenho e concluiu que as variáveis se relacionam negativamente. Já nas pesquisas de Dami, Rogers e Ribeiro (2007), o desempenho e a estrutura de propriedade votante não se relacionam significativamente.

2.3 Desempenho, concentração acionária e exportação

Com o exposto até o presente momento, verifica-se que a estratégia de internacionalização é uma forma de maximizar valor, mercado e evoluir o desempenho da empresa (LIU; BUCK, 2007), além disso, seguindo as boas práticas de governança, é possível amenizar os conflitos de agência e facilitar as decisões sobre exportação, logo, uma boa governança pode ter impacto positivo nas estratégias de exportação de empresas em economias emergentes (LU; XU; LIU, 2009)

Ainda segundo Lu, Xu e Liu (2009), se a empresa possui nível de concentração moderado e conflitos de agência controlados, torna-se mais fácil a adoção de estratégias de maximização de valor e as firmas conseguem exportar para buscar crescimento a longo prazo e expandir os seu *market share*. Porém, se a concentração atinge um nível limiar, pode ocorrer do estado influenciar os controladores e com isso desviar o foco estratégico internacional para um nacional, por mais que a exportação represente um crescimento potencial.

Mediante a isto, e após todos os estudos apresentados onde infere-se posicionamentos diferentes sobre a relação individual das variáveis com o desempenho, surge a hipótese a ser testada neste trabalho: **Hipótese H1:** *Há relação positiva entre a interação exportação-concentração no fator desempenho.*

3. Metodologia

3.1. Classificação da pesquisa e seleção da amostra

A pesquisa é quantitativa, uma vez que este tipo de estudo é conhecido pela mensuração, tanto na coleta quanto na utilização desses dados que ocorre por meio da estatística (RICHARDSON, 1999). Além disso, a pesquisa pode ser classificada como sendo descritiva, pois conforme Gil (1999), esse tipo de trabalho busca caracterizar um fenômeno ou verificar relações entre as variáveis. Neste sentido, o presente artigo busca compreender as relações entre concentração acionária, exportação e um fator de desempenho;

Para o desenvolvimento deste estudo, os dados foram coletados na base de dados Economatica, com exceção da variável exportação, a qual foi coletada manualmente nos Formulários de Referência disponibilizados pela CVM no item 7.6.

A amostra da pesquisa foi formada por todas as empresas de capital aberto, não financeiras e ativas, ou seja, mesmo as empresas que fecharam capital dentro do período, elas foram consideradas no intuito de não enviesar a amostra, uma vez que a variável dependente é um fator de desempenho, sendo assim, precisa retratar a realidade do mercado no período.

Além disso, os dados de exportação foram coletados da seguinte maneira, caso a empresa afirmasse não exportar em seu formulário de referência, foi atribuído o valor zero, porém, caso o formulário não estivesse disponível ou caso o documento afirmasse que exporta, porém, não informasse a porcentagem por ser menor do que 5%, os dados permaneceram em branco por não apresentar condições de se afirmar.

3.2. Descrição das variáveis

Um resumo das variáveis pode ser observado na tabela 1, apresentando as siglas, mensuração, fontes e estudos base. Para a variável dependente Desempenho, foi utilizado as variáveis ROA, ROE, ROIC, Retorno sobre o Capital e *Market Share* conforme demonstrando anteriormente em função da associação das teorias de Rosa (2017) e Kupfer (1992), para, por meio do uso da técnica de análise fatorial, obter um fator único que medisse o desempenho (WDES) das empresas.

Tabela 1: Variáveis do estudo

Sigla da Variável	Forma de cálculo	Fonte	Estudo Base
Variável dependente - Desempenho			
DES	Fatorial das variáveis ROA, ROE, ROIC, Retorno sobre o capital e Market Share	Economatica	Adaptado de Rosa (2017) e Kupfer (1992)
Variáveis independentes			
EXP	Porcentagem de receitas derivadas do exterior	Formulário de referência Item 7.6 – Receitas relevantes proveniente do exterior	Sullivan (1994)
EXP2	Porcentagens de receita derivadas do exterior ao quadrado	Formulário de referência Item 7.6 – Receitas relevantes proveniente do exterior	
EXP3	Porcentagens de receita derivadas do exterior ao cubo	Formulário de referência Item 7.6 – Receitas relevantes proveniente do exterior	
CONC	% do maior acionista	Economatica	Adaptado de Lameira e Ness (2011)
Variáveis de controle			
CRES	Receita Ano atual - Receita ano anterior / Receita ano anterior	Economatica	Carvalho-da-Silva e Leal (2006)
TAM	log do total de ativos	Economatica	Carvalho-da-Silva e Leal (2006)
RISK	log do desvio padrão do EBIT dos últimos 5 anos	Economatica	Pereira (2013)
TANG	Ativo Imobilizado / Ativo total	Economatica	Pereira (2013)
PAY	Dividendo pagos / Lucro Líquido	Economatica	Pereira (2013)
Variáveis de Interação			
EXPCONC	EXP X CONC	Economatica	

Fonte: Elaborado pelos autores

Referente a variável concentração acionária, utilizou-se a concentração do maior acionista (CONC) e para a variável de exportação foi considerado a porcentagem de receita adquirida por meio de clientes no exterior (EXP) e os seus (EXP²) e (EXP³). E como variáveis de controle estão crescimento, tamanho, Risco, Tangibilidade e *Payout* conforme aplicado por Pereira (2013) e Carvalho-da-Silva e Leal (2006) com o objetivo de minimizar o erro

estocástico. Este estudo controlou os resultados por ano, sendo 2010 a 2017, obtendo 8 anos, porém 7 variáveis do tipo *dummy* e por setor, sendo 19 setores transformados em 18 *dummy*.

O período analisado será de 2010 a 2017 devido a Resolução CFC 1.156/2009, onde tornou obrigatório que os demonstrativos financeiros brasileiros se adequassem as normas internacionais a partir de 2010.

Para investigar o encontro da influência das variáveis no fator de desempenho, será utilizada técnica de regressão com dados em painel, o que segundo Hsiao (1986) é uma técnica que permite o controle da heterogeneidade e a utilização de uma quantidade maior de observações, aumentando o grau de liberdade e reduzindo a colinearidade.

3.3. Modelos e métodos

O objetivo geral deste trabalho é analisar se há relação entre a concentração aliada a estratégia de internacionalização por meio da exportação no nível de desempenho as empresas. Para a verificação da relação entre o nível de desempenho e a exportação foram criados três modelos que se diferenciam pelo acréscimo da exportação quadrática e cúbica no intuito de verificar o comportamento da exportação.

Para isso, foi edificada as três equações, que compila as métricas do modelo quantitativo descrito, conforme pode ser verificado a seguir.

$$DES_i = \beta_0 + \beta_1 EXP_i + \beta_2 CRES_i + \beta_3 TAM_i + \beta_4 RISK_i + \beta_5 TANG_i + \beta_6 PAY_i + \beta_7 CONC_i + \beta_8 EXPCONC_i + \epsilon_i$$

(Modelo 1)

$$DES_i = \beta_0 + \beta_1 EXP_i + \beta_2 EXP^2_i + \beta_3 CRES_i + \beta_4 TAM_i + \beta_5 RISK_i + \beta_6 TANG_i + \beta_7 PAY_i + \beta_8 CONC_i + \beta_9 EXPCONC_i + \epsilon_i$$

(Modelo 2)

$$DES_i = \beta_0 + \beta_1 EXP_i + \beta_2 EXP^2_i + \beta_3 EXP^3_i + \beta_4 CRES_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 RISK_i + \beta_7 TANG_i + \beta_8 PAY_i + \beta_9 CONC_i + \beta_{10} EXPCONC_i + \epsilon_i$$

(Modelo 3)

Em que:

DES_i = Nível de desempenho; β_0 = é o intercepto; $\beta_1 EXP_i$ = compreende as exportações da empresa; $\beta_2 EXP^2_i$ = compreende as exportações da empresa ao quadrado; $\beta_3 EXP^3_i$ = compreende as exportações da empresa ao cubo; $\beta_4 CRES_i$ = compreende o crescimento da empresa; $\beta_5 TAM_i$ = compreende o tamanho da empresa; $\beta_6 RISK_i$ = compreende o risco de falência da empresa; $\beta_7 TANG_i$ = compreende a tangibilidade da empresa; $\beta_8 PAY_i$ = compreende o Payout da empresa; $\beta_9 CONC_i$ = compreende a concentração acionária da empresa; $\beta_{10} EXPCONC_i$ = compreende a interação de exportação e concentração da empresa; e ϵ_i = é o termo de erro do modelo

Foi realizado o box plot em todas as variáveis para verificar se há outliers na base, e constatou-se que, com exceção da variável concentração, as demais apresentaram valores extremos, portanto, as variáveis foram winsorizadas para tratar o problema.

Um problema comum em modelos de regressão é a multicolinearidade, o que de acordo com Gujarati (2006) há basicamente dois tipos, a perfeita ocorre quando as variáveis, sendo constantes, nem todas sejam iguais a zero conjuntamente e a menos que perfeita, quando as variáveis são relacionadas entre si. Para isso, foi realizado o teste VIF para verificar se a amostra possui ou não este problema, e conforme pode ser visto na tabela 5, o teste

apresentou o valor de 1,95 na média e nenhum valor acima de 10, logo, o teste mostrou que não há problemas de multicolinearidade.

Além disso, foram realizados testes para identificar qual o modelo mais apropriado para a regressão com dados em painel, ou seja, se seria o modelo pooled, efeitos aleatórios ou fixos. Para tanto, foram realizados os testes de Breusch-Pagan ($H_0 = \text{Pooled}$ e $H_1 = \text{Aleatório}$), Chow ($H_0 = \text{Pooled}$ e $H_1 = \text{Fixo}$) e Hausman ($H_0 = \text{Aleatório}$ e $H_1 = \text{Fixo}$), e de acordo com os resultados apresentados na tabela 5, verifica-se que o modelo mais adequado para esta amostra é o de efeitos fixos.

Outro problema que pode surgir em modelos de regressão é a autocorrelação e a heterocedasticidade, para isso foram realizados os testes de Woodridge e Wald respectivamente, e o que se encontrou é que não há tais problemas nas variáveis deste estudo uma vez que os testes tiveram uma significância abaixo de 0,05%, logo, aceitou-se a hipótese H_0 de não haver autocorrelação e nem heterocedasticidade.

4. Análise dos dados

4.1. Análise descritiva dos dados

A tabela 2 apresenta a análise descritivas dos dados deste estudo, com características como média, desvio padrão, máximo e mínimo. Como pode ser visto no quadro 2, a exportação média foi de 6%, sendo que o máximo foi de empresas que obtiveram 100% de sua receita do exterior.

Tabela 2 - Descritivo do estudo

Variáveis	Observações	Média	Desvio Padrão	Min	Max
Empresas	4,896	307	177	1	612
Setor	4,896	10	5	1	19
Ano	4,896	2014	2	2010	2017
EXP	3,564	0.06	0.17	0.00	1.00
EXP2	3,564	0.03	0.13	0	1
EXP3	3,564	0.02	0.11	0	
CONC	1,655	0.50	0.28	0.00	1.00
WDES	2,436	0.01	0.26	-0.19	1.14
WEXPCONC	4,896	0.00	0.02	0.00	0.09
WTAM	2,969	9.04	1.26	4.89	10.82
WCRES	2,514	0.02	0.32	-0.79	1.02
WRISK	3,250	7.74	0.93	5	9.39
WTANG	2,969	0.23	0.24	0	0.82
WPAY	2,781	-0.34	0.69	-3.27	0.73

Nota Variáveis: EXP – Exportação; EXP2 – Exportação ao quadrado; EXP3 – Exportação ao cubo; WDES – Fator de desempenho; CONC – Nível de concentração acionária, WTAM – Tamanho da empresa; WCRES – Crescimento da empresa; WRISK – Risco de falência; WTANG – Tangibilidade; WPAY – Payout da empresa; WEXPCONC – Interação entre exportação e concentração acionária.

O fator desempenho apresentou uma média de 0.01, tendo o resultado máximo de 1.14. Vale ressaltar também que a média de concentração acionária apresentou uma média de 50%,

chegando até 100% de concentração proprietária, reforçando assim a afirmação de Marques, Guimarães e Peixoto (2015) que no Brasil, as empresas possuem forte concentração de controle em um acionista ou grupo de controle.

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação das variáveis deste estudo para verificar possíveis associações entre elas. Observa-se que de maneira geral, as variáveis possuem uma associação fracas entre elas, o que é um bom indício de ausência de autocorrelação, com exceção das variáveis exportação quadrática e cúbica por se tratar da mesma base de dados.

A associação das variáveis EXP, EXP2, EXP3, WEXPCONC, WTAM, WRISK e WTANG mostraram-se positivas em relação a variável de interesse WDES, indicando que quanto maior a exportação, o tamanho, o risco de falência, a tangibilidade e a exportação aliada a concentração, maior o nível de desempenho, contudo, verifica-se que essas relações se mostraram fracas, uma vez que a correlação pode se apresenta de -1 a 1, sendo que as avariáveis mais fortemente associadas são tamanho e risco de falência.

Tabela 3 – Correlação das variáveis

	WDES	EXP	EXP2	EXP3	CONC	WEXPCONC	WTAM	WCRES	WRISK	WTANG	WPAY
WDES	1										
EXP	0.0672*	1									
EXP2	0.0809*	0.9417*	1								
EXP3	0.0917*	0.8573*	0.9774*	1							
CONC	-0.0565*	-0.0921*	-0.0702*	-0.0525	1						
WEXPCONC	0.0626*	0.5141*	0.4241*	0.3525*	0.0076	1					
WTAM	0.4170*	0.0793*	0.0892*	0.0899*	-0.2434	0.0960*	1				
WCRES	0.0132	0.0317	0.0259	0.0207	-0.0327	0.0275	0.1528*	1			
WRISK	0.3982*	0.0377	0.0461*	0.0506*	-0.1312*	0.0764*	0.8220*	-0.0062	1		
WTANG	0.1318*	0.0083	0.0164	0.0171	-0.0127	-0.0303	0.1654*	0.0312	0.0925*	1	
WPAY	-0.0996*	-0.0736*	-0.0977*	-0.1114*	0.0338	-0.0598*	-0.1788*	0.0166	-0.1216*	0.0244	1

Nota Variáveis: EXP – Exportação; EXP2 – Exportação ao quadrado; EXP3 – Exportação ao cubo; WDES – Fator de desempenho; CONC – Nível de concentração acionária, WTAM – Tamanho da empresa; WCRES – Crescimento da empresa; WRISK – Risco de falência; WTANG – Tangibilidade; WPAY – Payout da empresa; WEXPCONC – Interação entre exportação e concentração acionária.

Já as variáveis CONC e WPAY demonstraram uma associação negativa com WDES, sugerindo que quanto maior a concentração e o payout, menor o nível de desempenho, porém, essas associações também se mostraram fracas.

4.2. Análise dos Resultados

Com a análise da matriz de correlação realizada, inicia-se a análise dos Modelos 1, 2 e 3 conforme descritos na metodologia.

O modelo 1 testa a relação da exportação linear (EXP), da concentração (CONC) e das demais variáveis com o nível de desempenho (WDES). Ao analisar o modelo 1 na tabela 4, observa-se que o nível de exportação determina negativa e significativamente o nível de desempenho construído neste estudo, ou seja, mostra que quanto maior a exportação de um ponto de vista linear, menor o nível de desempenho.

A variável de interação entre exportação e concentração (WEXPCONC) determina positivamente o desempenho, ou seja, quanto maior a exportação aliado a concentração, maior o desempenho, porém, somente a concentração por si só, não mostrou nenhuma relação significativa com a variável de interesse.

Além disso, as variáveis de controle tamanho (WTAM) e crescimento (WCRES) demonstraram estar positiva e significativamente relacionado ao nível de desempenho, logo, quanto maior a empresa e o crescimento dela, maior o nível de desempenho.

Tabela 4 – Resultados das regressões em painel com efeito fixo dos Modelos 1, 2 e 3

Variáveis	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
EXP	-0.0812*	-0.3412**	-0.6857
EXP2		0.2678**	1.1166
EXP3			-0.5711
CONC	-0.0287	-0.0360	-0.0390*
WEXPCONC	0.3730**	0.7952**	1.0796*
WTAM	0.1129***	0.1143***	0.1140***
WCRES	0.0274***	0.0277***	0.0285***
WRISK	0.0074	0.0080	0.0076
WTANG	0.0219	0.0221	0.0194
WPAY	-0.0021	-0.0024	-0.0027
Observações	969	969	969
VIF	1.95	1.95	1.95
Breusch-Pagan	1642.50***	1649.24***	1614.65***
Chow	7.36***	7.15***	6.83***
Hausman	204.18***	94.78***	185.14***
Woodridge	44.004***	45.782***	47.316***
Wald	1.5E+34***	1.4e+37***	1.7e+34***
Controlado pelo ano	Sim	Sim	Sim
Controlado pelo setor	Sim	Sim	Sim

Os coeficientes das variáveis de controle por setor (Setor) e anos (ano) foram omitidos da tabela.

Nota: Estatística t em parênteses. Os asteriscos *, ** e *** representam, respectivamente, estatísticas significantes ao nível de 10%, 5% e 1%.

Variáveis: EXP – Exportação; EXP2 – Exportação ao quadrado; EXP3 – Exportação ao cubo; WDES – Fator de desempenho; CONC – Nível de concentração acionária, WTAM – Tamanho da empresa; WCRES – Crescimento da empresa; WRISK – Risco de falência; WTANG – Tangibilidade; WPAY – Payout da empresa; WEXPCONC – Interação entre exportação e concentração acionária.

O modelo 2 da tabela 4 testa a relação da exportação ao quadrado (EXP2) para verificar se existe uma relação côncava com o desempenho (WDES), além de também testar a concentração (CONC) e as demais variáveis com o nível de desempenho (WDES). Ao analisar o modelo 2, observa-se que tanto o nível de exportação linear quanto a quadrática determinam significativamente o nível de desempenho, porém, a EXP apresenta uma relação negativa conforme o modelo 1 e a EXP2 demonstra uma relação positiva, com isso, infere-se que a variável de exportação se relaciona em forma de U com o desempenho, ou seja, existe um limite percentual de exportação que faz com que essa relação seja negativa e após esse limite, a exportação passa a influenciar positivamente. O ponto ótimo encontrado neste modelo foi o de 63,7%, ou seja, empresas que possuem receitas obtidas no exterior maior que 63,7% impactam positivamente no desempenho formulado neste estudo.

As variáveis de controle apresentaram o mesmo resultado que o modelo 1, ou seja, tamanho, crescimento e interação exportação-concentração determinam positiva e significativamente o fato de desempenho.

Por fim, o modelo 3 da tabela 4, acrescenta-se a variável de exportação ao cubo (EXP3) para verificar se existe uma relação em formato de S com o desempenho (WDES). Observa-se que ao inserir a exportação cúbica ao modelo, todas as variáveis de exportação deixam de ter significância com o fato desempenho (WDES), porém, diferente dos outros dois modelos, a variável concentração passa a ser negativa significativa relacionada ao desempenho (WDES), ou seja, quanto maior a concentração, menor o desempenho.

Após o resultado do modelo 3, infere-se que a variável desempenho é melhor explicada pelo modelo 2, ou seja, verifica-se que o desempenho sofre influência com a exportação em formato de U, o que corrobora com o estudo de Contractor *et al.* (2003) que mostra que as exportações podem apresentar um estágio inicial em que os custos são maiores que os benefícios, porém, após determinado nível de exportação, inicia-se o estágio 2 em mostra que os ganhos passam a ser maiores que os custos. Além disso, nos três modelos a interação exportação-concentração mostrou-se positiva e significativamente relacionada com o desempenho.

Especificamente no modelo 2, que se mostrou como sendo o mais apropriado ao estudo, verifica-se que a relação existe na interação (WEXPCONC), porém, não se verifica relação quando se avalia a concentração individualmente, sendo assim, compreende-se que a concentração por si só, não afeta o fator de desempenho corroborando os resultados de Demsetz e Lehn (1985), Dami, Rogers e Ribeiro (2007) e Rogers *et al.* (2008), porém, quando aliada a estratégia de internacionalização por meio da exportação, ambas as variáveis impactam positivamente no desempenho.

5. Considerações Finais

Este estudo teve como principal objetivo investigar se a concentração acionária aliada a exportação se relaciona com o fator de desempenho construído por este artigo das empresas listadas na B3 no período de 2010 a 2017. Para isso, foi utilizado a técnica de regressão com dados em painel para analisar o relacionamento entre as variáveis.

A partir deste estudo, as seguintes contribuições foram geradas: (1) Aceita-se H1 pois foi encontrado relação significativa e positiva entre a interação exportação-concentração, ou seja, quanto maior a exportação aliada a uma maior concentração, maior o desempenho, (2) A exportação se relaciona em formato de U com o fator de desempenho, ou seja, inicia-se impactando negativamente no desempenho, mas após certo ponto, a exportação determina positivamente o desempenho. Neste estudo, encontrou-se que o ponto de inflexão é de 63,7%, (3) A concentração por si só, não possui relação significativa com o desempenho e (4) Quanto maior o tamanho e o crescimento da empresa, maior o fator de desempenho construído por este estudo.

A interação existente entre nível de exportação e nível de concentração acionária com impacto positivo no desempenho, mostra que os administradores devem gerenciar de maneira conjunta esses dois fatores, uma vez que a sua interação proporciona um desempenho melhor.

Como trabalhos futuros, sugere-se mensurar a concentração pela somatória dos três principais para verificar se pode haver resultados diferentes no relacionamento dessa variável, além de acrescentar outras variáveis de internacionalização para contemplar outras formas de entrada estrangeira.

Referências

- BHAUMIK, S. K.; DRIFFIELD, N. L.; PAL, S. Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors. *Journal of International Business Studies*, 41(3), 437-450, 2010.
- CARVALHAL-DA-SILVA, A.; LEAL, P. C. Ownership, Control Valuation and Performance of Brazilian Corporation. *Virtus Enterprise*, 4 (1), 300-308, 2005.
- CONTRACTOR, F. J., Is International Business Good for Companies? The Evolutionary or Multi-Stage Theory of Internationalization vs. the Transaction Cost, *Management International Review*, 47, 3, 2007.
- CVM. Comitê Consultivo de Educação. **TOP: Mercado de Valores Mobiliários** Brasileiro. 3 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: <<https://investidor.cvm.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>, acessado em: 25 mar 2018.
- DAMI, A. B. T.; ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S. Estrutura de Propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. Contextus - **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 5, n. 2, p. 21-30, 2007.
- DEMSETZ, H; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177, 1985.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GILLAN, S. L.; STARKS, L. T. Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective. *Journal of Applied Finance*, 13, 4-22, 2003.
- GUJARATI, D. (2006). **Econometria Básica**. Campus. Rio de Janeiro, 4th edition.
- HSIAO, C. **Analysis of panel data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.
- JEANNET, J. P.; HENNESSEY, H. D. **Global Marketing strategies**. Boston: Houghton Mifflin Company, 1995.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976.
- KUPFER, D. **Padrões de concorrência e competitividade**. Texto para Discussão 265, IEI/UFRJ, Encontro Nacional da ANPEC, 20, Anais... Campos de Jordão, SP, 1992.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JR., W. L.; NESS JR., W. L. Os determinantes da qualidade da governança praticada pelas companhias abertas brasileiras. **Revista de Negócios**, v. 16, n. 3, p. 33-52, 2011.
- LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPES-DE-SILANES, F., VISHNY, R.. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics, Rochester*, v.58, p.3-27, out.2000.
- LIU, X.; BUCK, T., Innovation Performance and Channels for International Technology Spillovers: Evidence from Chinese High-tech Industries, *Research Policy*, 36, 3, 2007, pp. 355-366.
- LU, J. Y.; XU, B.; LIU, X. The effects of corporate governance and institutions on export behavior: Evidence from Chinese listed firms. *Management International Review*, 49 (4): 455-478, 2009

MAIA, A. B. G. R., VARCONSELOS, A. C. & DE LUCA, M. M. M. Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, 2013.

MAZZIONI, Sady et al. Influência da governança corporativa e da estrutura de capital no gerenciamento de resultados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 27, p. 61-86, dez. 2015.

MEYER, R. **“The Internationalization Process of the Firm Revisited: Explaining Patterns of Geographic Sales Expansion, Management Report**, 300, Erasmus University, Rotterdam, 1996.

MDIC. Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/noticias/3223-exportacoes-brasileiras-crescem-acima-da-media-mundial>>. Acesso em 01 de jul.2018

MILAN, G. S., ECKERT, A., MELLO, C. B. C., & GIOVANELLA, R. (2013). A aquisição de uma empresa brasileira como estratégia de internacionalização de uma multinacional fabricante de material elétrico: o processo e principais resultados. **Revista Brasileira de Estratégia**, 6(2), 121-136.

MORCK, R.; WOLFENZON, D.; BERNARD, Y., Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth, **Journal of Economic Literature**, 43, 3, 2005.

MULLER, W. R. I. **A internacionalização de empresas brasileiras e a criação de valor para o acionista**. Dissertação de mestrado, Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2008.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

ROGERS, P.; DAMI, A. B. T.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Corporate Governance and Ownership structure in Brazil: causes and consequences. **Journal of Corporate Ownership & Control**, v. 5, n. 2, 2008.

ROSA, C. F. **Inovação e competitividade: Estudo nas empresas de capital aberto no Brasil, baseado no modelo de Adams, Bessant e Phelps**. Tese (doutorado em Administração). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2017.

SASSI, C. P. et al. **Modelos de regressão linear múltipla utilizando os softwares R e estatística: uma aplicação a dados de conservação de frutas**. São Carlos, 2012.

SOUSA, C. M.; MARTINEZ-LOPEZ, F. J.; COELHO, F. The determinants of export performance: a review of the research in the literature between 1998 and 2005. **International Journal of Management Reviews**, 10(4), 343-374, 2008.

SULLIVAN, D. Measuring the degree of internationalization of a firm. **Journal of International Business Studies**, 34(2), pp. 165-186, 1994.

SMANIOTTO, E.; PAIVA, E. L.; VIEIRA, L. M. Estratégia de internacionalização através de upgrading funcional. Contextus - **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 10, n. 1, p. 15-29, 2012.

PEREIRA, V. S.; SHENG, H. H. **Os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Propriedade**. In XIII Encontro Brasileiro de Finanças, 2013.

PINHEIRO, A.C. Estratégias de desenvolvimento: América Latina vs. Leste Asiático. **Texto para Discussão Interna**, n. 126, IPEA/INPES, Rio de Janeiro, 1987.

PINTO, M. B.; LEAL, R. P. C. Ownership concentration, top management and board compensation. **Revista de Administração Contemporânea**, 17(3), 2013.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance, **Journal of Finance**, 52, 2, 1997.

ZAHRA, S.A. Entrepreneurial risk taking in family firms. **Family Business Review**, 18: 23-40, 2003.

YABEI, H. IZUMIDA, S. "Ownership concentration and corporate performance: a causal analysis with Japanese panel data", **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 16 No. 4, pp. 342-358, 2008.