

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO

CAIO VINICIUS MAYOLI BOLOGNESI

**O IMPACTO DE DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDORES EM AÇÕES DE
EMPRESAS *SMALL CAPS* NO BRASIL**

SÃO PAULO
2017

CAIO VINICIUS MAYOLI BOLOGNESI

**O IMPACTO DE DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDORES EM AÇÕES DE
EMPRESAS *SMALL CAPS* NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia.

Campo de Conhecimento: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio

SÃO PAULO

2017

Bolognesi, Caio Vinicius Mayoli.

O impacto de diferentes tipos de investidores em ações de empresas *small caps* no Brasil / Caio Vinicius Mayoli Bolognesi. - 2017.

39 f.

Orientador: Joelson Oliveira Sampaio

Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo.

1. Tobin, James, 1918-. 2. Governança corporativa. 3. Sociedades por ações. 4. Acionistas. I. Sampaio, Joelson Oliveira. II. Dissertação (MPFE) - Escola de Economia de São Paulo. III. Título.

CDU 347.725

CAIO VINICIUS MAYOLI BOLOGNESI

**O IMPACTO DE DIFERENTES TIPOS DE INVESTIDORES EM AÇÕES DE
EMPRESAS *SMALL CAPS* NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de Mestre em Economia e Finanças

Campo de Conhecimento: Finanças

Data de Aprovação: ___/___/___

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Joelson Oliveira Sampaio (Orientador)
FGV/EESP

Profa. Dra. Verônica Inês Fernandez Orellano
FGV/EESP

Prof. Dr. Vinicius Augusto Brunassi Silva
FECAP/SP

SÃO PAULO

2017

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer à minha esposa, por todo o incentivo, companheirismo e compreensão durante a jornada do mestrado – sempre a melhor jogadora.

Aos meus pais e à minha irmã, por sempre acreditarem que eu atingiria meus objetivos e me incentivarem em todos eles.

Aos meus amigos e a todos meus colegas do mestrado.

À monashees, por tornar esse sonho possível e pela compreensão ao longo do processo.

Aos meus professores e, em especial, ao meu orientador, por todo auxílio, paciência e incentivo em sempre buscar o nosso melhor.

RESUMO

A governança corporativa e seus impactos em diferentes indicadores de *performance* é um tema amplamente discutido na literatura econômico-financeira. No entanto, mesmo com diversos estudos realizados na área, a relação direta entre uma governança corporativa adequada e desempenho superior ainda é dúbia. Este trabalho tem por objetivo estudar o impacto da presença de diferentes tipos de investidores em empresas *small caps* na Bolsa brasileira. Para isso, utiliza-se o Q de Tobin como indicador de *performance* financeira e variáveis que indicam a presença ou não de investidores financeiros e não financeiros nessas companhias durante o período selecionado. O trabalho realiza o teste para dois tipos de período: o primeiro considera a presença de investidores de uma determinada natureza em qualquer momento do período testado; e o segundo considera o período específico de presença desses investidores. Os resultados obtidos não são conclusivos para estabelecer uma relação direta nos casos testados, mesmo que tenham sido encontrados alguns resultados significativos para alguns tipos de investidores em testes específicos.

Palavras-chave: Governança. Investidores institucionais. Q de Tobin. *Small caps*.

ABSTRACT

The relationship between corporate governance and a firm's performance has been a widely studied theme among scholars. However, despite all the drawn to this question, the connection of appropriate corporate governance and superior performance is still dubious. This work aims to analyze the impact of the presence of different corporate and financial investors in small caps companies in the Brazilian stock market. For this purpose, Tobin's Q was selected as the key indicator of financial performance to be tested with variables indicating the presence or not of such investors. Two different types of tests were performed for this work: the first considering the existence of this kind of investor at any given period during the analyzed time frame, and the second considering the presence or not of these investors only during the specific quarters. Results were not conclusive to establish a direct relationship between these factors, despite the fact that some tests showed significant results.

Keywords: Governance. Institutional investors. Tobin Q. Small caps.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Comparativos dos segmentos de listagem na B3.....	11
Tabela 2: Dados financeiros extraídos da plataforma Thomson Reuters.....	16
Tabela 3: Estatísticas descritivas.....	17
Tabela 4: Tipos e subtipos de investidores.....	17
Tabela 5: Setores das empresas avaliadas.....	18
Tabela 6: Impacto no período – Fundos de Pensão.....	23
Tabela 7: Impacto no período – Fundos de Private Equity.....	24
Tabela 8: Impacto no período – Fundos de Soberanos.....	25
Tabela 9: Impacto no período – Empresas.....	26
Tabela 10: Impacto no período – Holdings.....	27
Tabela 11: Impacto no tempo – Financeiros.....	28
Tabela 12: Impacto no tempo – Não financeiros.....	29
Tabela 12: Ações que compõem o índice Small Caps na B3 em maio de 2017.....	39

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	9
2.1 Governança corporativa.....	9
2.2 Investidores institucionais e investimento corporativo	12
3 METODOLOGIA	16
3.1 Base de dados.....	16
3.2 Metodologia de análise.....	20
3.2.1 <i>Variável dependente.....</i>	<i>20</i>
3.2.2 <i>Variáveis de controle</i>	<i>20</i>
3.2.3 <i>Variáveis de interesse</i>	<i>21</i>
3.2.4 <i>Método</i>	<i>21</i>
4 RESULTADOS OBTIDOS.....	23
5 CONCLUSÕES	31
REFERÊNCIAS.....	33
ANEXO A	37

1 INTRODUÇÃO

O tema de governança corporativa tem sido amplamente discutido ao longo dos últimos anos em diversas áreas e tem ganhado cada vez mais relevância na pesquisa econômico-financeira. Essa atenção recebida se deve muito à importância de se avaliar as decisões tomadas por gestores. Independentemente da natureza de uma organização, sua *performance* é diretamente influenciada pelas deliberações tomadas por seus gestores e sócios. Conforme as empresas crescem, mais complexas se tornam essas decisões, o que exige uma clareza ainda maior daquelas que as tomam, aumentam seu impacto individualmente, aumentando também, por consequência, a responsabilidade de tomá-las. A complexidade é ainda maior em empresas listadas, em que grande parte dessas decisões são compartilhadas não só entre acionistas e gestores, mas também entre analistas e outras entidades que as avaliam, tanto de um ponto de vista de qualidade quanto de velocidade. Logo, estabelecer mecanismos apropriados de governança é ainda mais importante nessas situações.

Em sua origem, a governança corporativa surge como um mecanismo de alinhamento entre acionistas e gestores dos conflitos decorrentes da separação entre gestão e controle (JENSEN; MECKLING, 1976), definidos como conflitos de agência. As decisões tomadas por estes atores podem impactar diretamente diversas áreas de uma organização, por isso é fundamental estabelecer um indicador único de análise na tentativa de mensurar esse potencial desalinhamento. Nesse contexto, a participação relativa de cada acionista surge como um dos temas centrais para tentar entender esses conflitos. Os estudos de Morck, Shleifer e Vishny (1988) indicam que quanto maior a proporção de ações detidas por controladores, maior será o Q de Tobin de uma organização, dado que o desalinhamento entre controle e gestão é reduzido. No entanto, o impacto direto dessa relação ainda é dúbio, conforme demonstrado por Dalton, Daily e Roengpitya (2003), que avaliaram diversos estudos na área que se utilizam de diversos indicadores e possuem resultados conflitantes, evidenciando que ainda não existe clareza entre a influência direta nesses mecanismos. Nesse trabalho, optou-se por adotar o Q de Tobin como indicador de controle dos testes realizados.

Como exposto anteriormente, a questão da estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa e investidores possuem um papel importante, dado que visam assegurar retorno sobre seus investimentos. (SILVEIRA, 2002).

O objetivo desse trabalho é justamente verificar se a presença de investidores, sejam eles fundos ou outras empresas, impactam na métrica financeira definida – o Q de Tobin. Diferentemente de outros trabalhos realizados, testa-se essa hipótese para uma amostra de empresas de menor porte, as *small caps*, um segmento importante da economia que, conforme afirmam Switzer & Tang (2009), possui um hiato referente à literatura nesse tema específico. Para tal, testou-se a presença desses investidores de duas formas distintas: inicialmente, verificou-se a presença desses investidores em qualquer momento no período de análise e verificou-se se houve um impacto na métrica de controle. Posteriormente, repetiu-se a metodologia utilizada, mas considerando ou não a presença desses investidores somente quando estavam presentes na estrutura de propriedade da companhia. A distinção foi feita para compreender se seus impactos eram perceptíveis somente quando estavam presentes ou se se estendia ao longo do período analisado.

Após a realização dos testes de hipóteses, conclui-se que não existe uma relação direta entre a presença desses investidores, confirmando a hipótese de dubiedade de resultados sugerida por Dalton, Daily & Roengpitya (2003). Os resultados mostram que a presença de fundos soberanos em qualquer momento do período mostrou um impacto negativo na variável de controle. No caso particular dos fundos soberanos, isso também se mostrou verdadeiro para períodos específicos em que se faziam presentes. Em períodos específicos, fundos de *private equity* também mostraram impacto negativo. Já no teste de investidores não financeiros, corporações e *holdings*, o resultado mostrou-se estatisticamente relevante somente para *holdings* em períodos específicos. Os resultados para cada tipo de investidor nos diferentes períodos analisados são discutidos na sessão de conclusões.

O trabalho a seguir inicia-se com a revisão da bibliografia sobre o tema de governança corporativa e diferentes tipos de investidores, a descrição de metodologia e hipóteses a serem testadas, os resultados obtidos e as principais conclusões obtidas com os parâmetros testados.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 Governança corporativa

A governança corporativa busca abordar e criar mecanismos de alinhamento advindos dos problemas de agência expostos por Jensen & Meckling (1976). Segundo os autores, a separação entre o agente, que desempenhará as tarefas estabelecidas, e os principais, que seriam beneficiados por elas, gera um conflito entre as partes. Ambos os atores buscariam a maximização dos interesses individuais, havendo uma boa razão para crer que o agente não atuará em favor dos interesses do principal, prejudicando, assim, os interesses desse último ator.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas (INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2017), visando, assim, reduzir os problemas expostos por Jensen & Meckling (1976).

O problema de agência é um dos temas centrais da visão contratual; portanto, é estudado sob diversos prismas, desde o nexu contratual, o papel da estrutura de financiamento da firma aos contratos de incentivo, entre outros. Estes mecanismos tentam reduzir ou, no limite, eliminar os conflitos existentes entre principal e agente.

Uma questão central no tema de governança corporativa em empresas de menor porte é a existência real de conflitos de agente, uma vez que, em muitos casos, os empreendedores ou suas famílias ainda estão presentes na gestão da empresa. Estudos como os de Switzer & Tang (2009) mostram que, no caso de *small caps*, alguns mecanismos de governança têm efeito adverso sobre o seu valor – em especial, dívidas reduzem significativamente o valor de uma firma por diminuírem a habilidade ou desejo de uma firma para concorrer agressivamente contra competidores mais bem capitalizados. Já Silveira (2002) afirma que a estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa.

Dado que existe um desalinhamento entre propriedade e gestão, uma das principais conclusões advindas dessa teoria é a de que o valor de uma firma deve ser maior quanto maior for a proporção de ações detidas pelos controladores. Morck,

ShLeifer & Vishny (1988) foram alguns dos principais autores a contribuir com essa hipótese através da realização de uma regressão de mínimos quadrados ordinários com dados de 371 empresas do índice *Fortune 500* no ano de 1980. Vale salientar que, além dos resultados encontrados, este estudo contribuiu de forma significativa com a metodologia, ao utilizar o Q de Tobin como medida de valor, dado que estudos anteriores utilizavam taxas de rentabilidade operacional como medida de desempenho corporativo (SAITO; SILVEIRA, 2008).

O principal resultado obtido pelos pesquisadores foi uma relação não monotônica entre o percentual de ações detidas pelos administradores e o valor de mercado dessas empresas no período estudado. Encontrou-se uma relação positiva entre os percentuais de ações em posse dos administradores e o Q de Tobin para uma concentração de até cinco por cento, negativa entre cinco por cento e vinte e cinco por cento e novamente positiva acima de vinte e cinco por cento. Os estudos de Morck, ShLeifer & Vishny (1988) corroboram, portanto, as questões propostas por Jensen & Meckling (1976) de que há um alinhamento de interesses quando os tomadores de decisão são também os proprietários.

Outro agente importante na regulamentação e estabelecimento de boas práticas de governança corporativa são os reguladores. Alguns dos temas centrais de proteção de acionistas e separação entre controle e gestão são tratados diretamente em regulamentações estabelecidas. No caso de setores regulados, como os de valores imobiliários, a Comissão de Valores Imobiliários (CVM) é quem exerce esse papel regulatório com o objetivo de fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017). Essas ações também estão diretamente refletidas no mercado acionário brasileiro, onde existem cinco segmentos especiais de listagem: Bovespa Mais, Bovespa Mais nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, com diferentes níveis de governança corporativa exigido em cada um deles. A adoção de um segmento é voluntária e visa trazer maior transparência e proteção aos acionistas detentores dessas ações. Segundo a B3 (2017), desde a criação dos segmentos, agentes do mercado reguladores têm trabalhado em conjuntos para definir o “estado da arte em governança corporativa”. A tabela 1 resume as principais diferenças entre os principais segmentos:

Comparativo dos Segmentos de Listagem						
	BOVESPA MAIS	BOVESPA MAIS NÍVEL 2	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	25% de free float até o 7º ano de listagem	25% de free float até o 7º ano de listagem	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Não há regra	Não há regra	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Não há regra
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Não há regra	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra
Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual	Facultativa	Facultativa	Obrigatória	Obrigatória	Obrigatória	Facultativa
Calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento, exceto se houver migração para Novo Mercado ou Nível 2	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Tabela 1: Comparativos dos segmentos de listagem na B3

Fonte: Autoria própria com dados da B3, 2017

Devido à sua importância, diversos estudiosos buscaram estabelecer uma relação direta entre governança corporativa, propriedade e gestão, e seu impacto direto no valor dos ativos. A pesquisa sobre o tema é vasta, principalmente no exterior, mas a relação encontrada é, no melhor dos casos, dúbia (DALTON; DAILY; ROENGPITYA, 2003). Segundo Bruton e Filatotchev (2010), os resultados são limitados devido ao foco que se dá aos blocos de controle de empresas maduras e à baixa atenção dada a empresas empreendedoras que passaram por uma oferta pública de ações. Além disso, os autores complementam que a maioria dos estudos não diferencia os tipos de investidores presentes nas empresas, focando a maior parte de suas atenções em investidores públicos, e não privados. No entanto, diversas pesquisas continuam sendo realizadas e utilizando-se de diferentes metodologias na busca de estabelecer tal relação.

No caso de *small caps*, a liquidez das ações surge como um tema central para corroborar a hipótese de validação externa. Segundo Tadesse, (2005), um mercado

secundário de ações líquido possui uma relação direta com mecanismos de governança bem estabelecidos, portanto, provê de fato uma fonte de aumento de valor para a firma através de seu papel de mecanismo de controle.

Gompers, Ishii & Metrick (2003) publicaram um dos principais artigos sobre o tema, em que mostram que essa relação existe e é positiva. Este estudo é um dos principais sobre o tema e serviu de base para uma grande série de outros estudos publicados posteriormente. Nele, os autores avaliam mais de 24 parâmetros de governança em mais de 1.500 firmas nos Estados Unidos durante os anos 90 e criam um índice de governança.

Bruton & Filatotchev (2010) sugerem que a presença de um investidor que acompanha a empresa desde o início ou blocos de controles formados por investidores de *Private Equity* reduzem múltiplos conflitos de agência no processo de abertura de capital, e que investidores de mercado estão dispostos a pagar um prêmio por isso. Kosnik (1987) aponta que outro fator que pode ser decisivo no desempenho da empresa é a *performance* do seu conselho de acionistas: conselhos que possuem menos diretores externos são mais eficientes do que conselhos com mais diretores externos, evidenciando, mais uma vez, que a prática adotada por uma empresa pode influenciar diretamente seu valor.

Em seus estudos, Core, Guay & Rusticus (2006) encontram resultados contrários aos esperados com base nos estudos de Gompers, Ishii & Metrick (2003). Os autores verificaram uma relação positiva entre empresas cujos acionistas possuem poucos direitos (*shareholder rights*) com uma *performance* operacional fraca. No entanto, a previsão de analistas e os retornos das ações dessas empresas mostram que essa *performance* não é uma surpresa para o mercado; dessa forma, essa expectativa já estaria refletida no preço da ação. Logo, os resultados não suportam a expectativa de que a baixa governança corporativa causa baixo retorno nessas ações.

2.2 Investidores institucionais e investimento corporativo

Investidores institucionais são uma força econômica importante no mercado de capitais, tanto no Brasil quanto no mundo. Segundo dados da B3, investidores individuais detinham apenas 11% do volume total de ativos em outubro de 2017(B3, 2017).

O grupo de trabalho do *Bank for international Settlement* (2003) define investidores institucionais como profissionais que constroem e mantem uma carteira de ativos diferentes através de diferentes categorias de organizações.

Diferentemente de investidores individuais, os institucionais possuem deveres fiduciários com os detentores do capital e devem representá-los da melhor maneira possível, implementando, assim, mecanismos de gestão e controle sobre suas atividades, uma vez que tomam decisões críticas em nome deles (GORDON, 2002).

Neste trabalho, focaremos em investidores de duas naturezas: investidores financeiros, especificamente fundos de *Private Equity*, fundos de pensão e fundos soberanos, e investimentos corporativos, através de corporações ou de *holdings*.

Fundos de investimentos em participações, ou *Private Equity*, como são mais conhecidos, são uma das formas de financiamento do capital empreendedor. Estes fundos de capital privado são, em sua maioria, estruturados como uma sociedade de capital limitado (*limited partnership*), que confia aos gestores (*general partners*) o papel de selecionar, realizar e monitorar seus investimentos (METRICK; YASUDA, 2010).

Kaplan & Schoar (2005) afirmam que o retorno da indústria, na média, é igual ao do *benchmark* de mercados públicos. No entanto, o resultado é extremamente volátil e os fundos diferem em *performance* dependendo de fatores como tamanho do fundo, número de fundos já levantados e experiência dos gestores. Logo, fica clara a amplitude de resultados encontrados pelos autores e, por consequência, dos seus impactos nas empresas investidas.

Diversas evidências sobre o impacto de firmas de *Private Equity* no controle das empresas encontram resultados distintos, conforme mencionado anteriormente. Cumming, Siegel & Wright (2007) avaliam, de forma mais ampla, os ganhos trazidos por firmas de *Private Equity* e LBOs¹, avaliando os impactos tanto de uma perspectiva financeira quanto de dados operacionais. Os autores também fazem uma revisão de toda a literatura recente sobre o assunto e as principais conclusões referentes a ele, deixando claro que diversos fatores influenciam essa análise. Por exemplo, ao tirar o foco exclusivamente do preço de ações em um estudo que analisava o impacto de LBOs, os autores mostram que muito dos ganhos de fato capturados foram advindos

¹ LBO refere-se ao termo em inglês *Leverage buyout*, um mecanismo de financiamento de aquisições comum em mercados como o Americano e Europeu

de incentivos fiscais, redução dos custos de transação e um preço de entrada inferior ao justo, por exemplo, do que qualquer outra métrica.

Outro tipo de investidor analisado aqui são os fundos de pensão. Estes são entidades que atuam no sistema de previdência complementar, podendo ser tanto Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) quanto entidades abertas, que gerenciam recursos advindos de programas de previdência privada de organizações (RIECHE, 2005). Segundo Xavier & Xavier (2010), os fundos de pensão no Brasil têm oferecido contribuição ao país nos campos do crescimento econômico por meio da formação de poupança interna e do desenvolvimento social via complementação dos benefícios previdenciários dos trabalhadores, denominados participantes. Importante ressaltar que esses fundos não atuam como instituições financeiras, mas administram recursos de terceiros (RIECHE, 2005).

Por fim, os fundos soberanos são um mecanismo de investimento que investe em ativos denominados em moedas diferentes de suas reservas (JEN, 2007). Eles são mecanismos importantes de estabilização financeira da economia de um país. Diferentemente de outros investidores, estes tomam decisão de investimento com o papel próprio, não representando terceiros em suas decisões (NESE, 2017). Estima-se que, atualmente, estes fundos possuam mais de U\$ 7 trilhões de ativos sob gestão (SOVEREIGN WEALTH FUNDS, PENSIONS AND INSTITUTIONAL INVESTORS, 2017).

No caso de organizações não financeiras, os objetivos de diversificação são distintos. Chandler (1962) e Ansoff (1965) foram os pioneiros nesse campo de estudo, mas destacam-se os trabalhos subsequentes de Wrigley (1970), que investigou as distintas motivações para as empresas realizarem esses movimentos. Segundo o autor, o conceito de competência-chave das organizações, a capacidade coletiva de uma firma para combinar de maneira eficaz e eficiente seus conhecimentos e tecnologia para atingir lucros e crescer no mercado se faz central nesse debate. Logo, a realização de novos investimentos ou da entrada em outros mercados se encaixa em uma estratégia de diversificação de competências-chave de uma organização. Porter (1985) afirma que a relação entre os diferentes negócios de uma firma pode influenciar sua habilidade de atingir vantagem competitiva.

Segundo Reuer e Tong (2007), esses investimentos podem ser encarados sob a ótica de opções reais, uma vez que podem ser o primeiro movimento em uma série

de aportes subsequentes, que lhes dão a opção de avaliar mercados diferentes para investimentos futuros.

Importante notar que, segundo Souder & Shaver (2010), empresas realizam investimentos de longo prazo somente quando a *performance* de curto-prazo é positiva e quando os gestores não possuem um volume significativo de opções que podem exercer.

O tema de diversificação é central na estratégia empresarial, e diversos autores estudaram suas motivações, suas formas de ocorrer e os resultados obtidos. Ramanjura & Varadajan (1989) fazem uma revisão extensa dos diversos aspectos desse espectro, evidenciando a complexidade existente em decisões dessa natureza e seus diferentes impactos em diferentes organizações ao longo do tempo.

3 METODOLOGIA

3.1 Base de dados

A construção da base de dados foi alicerçada nas constituintes na cesta de ações *small caps* em maio de 2017. A fonte para obtenção de todos os dados financeiros, não financeiros e de investidores e seus tipos foi a plataforma de dados Thomson Reuters – Eikon. O período de análise foi de 1º de janeiro de 2012 a 31 de dezembro de 2016, em uma visão trimestral. As ações selecionadas para o estudo são de diferentes setores e diferentes portes, não havendo distinção entre elas. Foi excluída da análise a ação da empresa Alliar Médicos à Frente, uma vez que sua abertura de capital foi realizada em outubro de 2016 e não haveria dados suficientes.

Para cada uma das ações constituintes do índice na data de corte estabelecida foram avaliados dados financeiros, setor, composição acionária em termos percentuais para cada período. A tabela 2 resume os principais campos de dados para a construção da base de dados.

Dados informativos	Dados Financeiros
Nome	Ativos totais - absoolutos
Quarter	Ativos totais - LN (Campo calculado)
Ano	Margem líquida (%)
Setor	Patrimônio líquido
	Dívida total
	Valor de mercado (Market Cap)
	Receita
	Receita - Variação percentual (campo calculado)
	Book/market
	Setor
	Q Tobin (Dívida+market cap)/Ativos totais

Tabela 2: Dados financeiros extraídos da plataforma Thomson Reuters

FONTES: THOMSON REUTERS – EIKON, 2017.

A tabela 3 possui as estatísticas descritivas das variáveis selecionadas para a base de dados no período:

Estadísticas descritivas, utilizando-se as observações 1 - 1035
valores em milhares de reais, exceto quando indicado

Variável	Média	Mediana	Des.Pad	Min	Max
Total de Ativos	5,650	4,230	5,330	156.50	32,000
Margem líquida (%)	6%	9%	72%	-21.1%	151%
Patrimônio líquido total	2,110	1,600	2,390	(4,550)	15,400
Dívida total	1,990	1,400	2,310	-	14,900
Passivos totais	3,660	2,670	3,660	156.20	22,600
Alavancagem	0.96	0.63	7.29	(214.00)	31.80
Market Cap	3,180	2,680	2,190	46.31	11,300
Receitas	891	501	1,090	-	15,200

Tabela 3: Estatísticas descritivas

FONTE: Autoria própria

A classificação de tipo de investidor também foi obtida da plataforma Thomson Reuters Eikon e não foi alterada. Para cada um dos períodos, verificou-se quem eram os cinco acionistas mais representativos. A tabela 4 abaixo resume as classificações disponíveis na base de dados:

Tipo de investidor	Subtipo investidor
1. Corretoras	1.1 Firmas de pesquisa
2. Gestores de investimento	2.1 Bancos e <i>Trusts</i>
	2.2. Assessor de investimentos
	2.3 Assessor de investimentos / <i>Hedge Fund</i>
	2.4 Fundos de pensão
	2.5 <i>Private Equity</i>
	2.6 Fundos soberanos
3. Entidades estratégicas	3.1 Corporações / Empresas
	3.2 <i>Holdings</i>

Tabela 4: Tipos e subtipos de investidores

FONTE: THOMSON REUTERS – EIKON, 2017.

Para testar a hipótese, foi verificada a presença de cinco tipos específicos de investidores:

- Fundos de pensão;
- Fundos de *Private Equity*;
- Fundos soberanos (*Sovereign Wealth Funds*);
- Outras empresas (*Corporations*);
- *Holdings*.

Estes investidores foram selecionados por entender-se que, assim como evidenciado por diversos autores (Gilson & Kraakman, 1991; Hoskisson et al., 2002; Hoskisson, Johnson, & Moesel, 1994), esta classe de investidores tende a ter horizontes de investimento de mais longo prazo, aproximando-se de cinco anos e suportam os seus investidos em questões de estratégia e decisões de longo prazo (Hoskisson et al., 2002).

Quanto aos setores, a base possui uma concentração grande de setores mais tradicionais da economia, como manufatura, *utilities* e construção, como demonstra a tabela 5:

Setor	Quantidade de empresas
Manufatura	15
<i>Utilities</i>	9
Construção civil	8
<i>Real Estate</i> , aluguéis e <i>leasing</i>	6
Finanças e seguros	6
Varejo	3
Transporte e armazenamento	3
Saúde e atendimento	2
Educação	2
Agricultura, extração vegetal piscicultura e caça	2
Tecnologia da informação	2
Serviços profissionais	1
Mineração, óleo e gás	1
Acomodações e serviços alimentícios	1
Turismo	1

Tabela 5: Setores das empresas avaliadas
 FONTE: Autoria própria.

Em cada uma das empresas e em cada um dos períodos, foi verificado se os tipos investidores selecionados estavam presentes e eram um dos cinco mais

relevantes para a companhia naquele trimestre. A presença do investidor foi representada através de uma variável *dummy*, em que 1 representa a presença desse investidor, 0 representa a ausência desse tipo de investidor entre os cinco mais importantes naquele período. Importante ressaltar que não foram realizadas reclassificações de tipos de investidores ou de qualquer outra informação extraída da base para garantir sua imparcialidade.

Posterior à extração, a base foi adaptada para possibilitar a realização dos testes desse estudo. Foi criada uma variável adicional para cada tipo de investidor que esteve entre os cinco mais representativos durante qualquer momento da análise. Essas variáveis foram denominadas *period*, para cada tipo de investidor.

Conforme mencionado anteriormente, buscou-se testar duas hipóteses distintas de influência na métrica de valor *Q de Tobin* pela presença destes investidores:

H₁: A presença de um investidor, dentre os selecionados, em qualquer momento durante o período avaliado impacta positivamente a variável dependente;

H₂: A presença de um investidor, dentre os selecionados, afeta positivamente a variável dependente somente enquanto ele esteve presente naquela empresa.

O resultado esperado é o de que a presença de investidores afetará positivamente a variável dependente, independente do período em que eles estiverem presentes na companhia.

Para a realização do segundo teste de hipótese, foram realizadas duas subamostras da base: a primeira compreende todas as empresas que tiveram um investidor financeiro; e o segundo, empresas que possuíram empresas ou *holdings* como acionistas em qualquer momento do período analisado. Dentro de cada subamostra, testou-se se o momento em que aquele investidor estava presente e possuía uma relação com a variável dependente.

3.2 Metodologia de análise

Como citado anteriormente, o objetivo desse trabalho é entender a influência que alguns tipos de investidores possuíram na *performance* de uma determinada empresa. Para testar tal hipótese, foram utilizadas as variáveis abaixo nos testes realizados.

3.2.1 Variável dependente

Como variável dependente, foi utilizado Q de Tobin, por entender que ela permite uma leitura correta da influência das variáveis de controle e independentes. O Q de Tobin foi introduzido por Tobin e Brainard (1968) e Tobin (1969), o que ficou conhecido posteriormente como o Q de Tobin se tornou um indicador de extrema utilidade em diferentes aplicações nas áreas de pesquisa de finanças e economia. Sua aplicação tão ampla, se deve ao fato de possibilitar uma interpretação de diversas variáveis de uma firma e diversas implicações testáveis (FAMA & BARROS, 2000).

O Q de Tobin é definido como a razão entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Logo, ele representa a relação entre dois valores de um mesmo ativo, como observa REINHART (1977). Em 1994, Chung & Pruitt realizaram um importante estudo propondo uma simplificação da metodologia de cálculo, evidenciando não haver diferenças substanciais entre os métodos.

Ainda segundo Famá & Barros (2000), o Q de Tobin permite-nos compreender diversos aspectos da firma, como sua política de investimentos, obtenção de lucros extraordinários, entre outros. Desta forma, acredita-se que o Q de Tobin permite

3.2.2 Variáveis de controle

Como variáveis de controle, utilizou-se o logaritmo natural (\ln) dos valores dos ativos como forma de capturar as variações e reduzir os efeitos de ordem de magnitude entre as diferentes empresas. Também se utilizou a variação percentual das receitas totais de cada uma das empresas, suas respectivas margens líquidas para os períodos, bem como sua alavancagem financeira (*leverage*) e a relação entre valor de mercado e valor contábil do patrimônio (*book-to-market ratio*).

3.2.3 Variáveis de interesse

As variáveis independentes foram *dummies* criadas a partir da presença ou não dos tipos selecionados de investidores em cada um dos períodos. Foram adicionadas *dummies* para a presença de um investidor em qualquer período e também para grupos de controle como institucionais, fundos de *Private Equity*, fundos de pensão e fundos soberanos, e investidores operacionais, como empresas ou *holdings*, seguindo a metodologia exposta anteriormente.

3.2.4 Método

Para verificar as hipóteses, foi testado se inicialmente as variáveis *dummy* para cada tipo de investidor afetavam a variável de controle, individualmente. Dessa forma, foram realizados testes sequenciais alterando-se as variáveis independentes para cada tipo de investidor. Nesta primeira etapa, as variáveis *dummy* representavam a presença daquele tipo de investidor em qualquer momento durante o período avaliado.

Posteriormente, foi testado se, para cada natureza de investidor (financeiro, fundos de *Private Equity*, fundos soberanos e fundos de pensão; ou operacional, empresas e *holdings*), o período em que esses investidores estavam presentes apresentou influência na variável de controle. Nesta etapa, trabalhou-se com um corte da amostra que continha apenas empresas que tiveram, em algum momento, o investidor de natureza semelhante à que estava sendo testada.

A especificação do modelo completa do modelo empírico, então, tendo como variável dependente o Q de Tobin é a seguinte:

$$Q \text{ de Tobin} = \alpha + \beta_i \text{Margem Líquida}_{it} + \beta_{ii} \text{Alavancagem}_{it} + \beta_{iii} \text{ReceitaVar}_{it} \\ + \beta_{iv} \text{Ln Ativos}_{it} + \delta \text{Setor}_{it} + \delta \text{Tempo}_{it} + \delta \text{PresençaInvestidor}_{it} + \varepsilon$$

Onde os coeficientes de β representam os coeficientes obtidos em cada uma das regressões realizadas, enquanto que os coeficientes δ representam as variáveis *dummy* testadas em cada uma das equações. A variável presença de investidor também representa a presença ou não do investidor que está sendo testada naquele

momento e também de acordo com as hipóteses sendo testadas, conforme explicado anteriormente.

O método para verificar cada hipótese foi o de MQO (Mínimos quadrados ordinários - *pooled*), com correção de erros padrão robustos (PCSE). Foram adicionadas *dummies* de setor e de tempo em todas as regressões realizadas.

4 RESULTADOS OBTIDOS

Seguindo a metodologia exposta anteriormente, a etapa inicial de testes focou em verificar se a presença de um tipo específico de investidores em qualquer momento durante o período atualizado impactava a variável dependente.

O primeiro teste desse bloco foi realizado com investidores financeiros. Iniciou-se a análise com investidores institucionais, sendo o primeiro tipo de investidores os Fundos de Pensão, em que a hipótese inicial não se mostrou verdadeira, conforme a tabela 6:

Tabela - Fundos de Pensão	Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value
Constante	4.994	0.122
Margem Líquida	0.000	0.984
Alavancagem	0.003	0.705
Delta de receita por quarter	0.000	0.821
Book to market	-0.179	0.083 *
Ln (Ativos totais)	-0.470	0.052 *
Fundos de pensão	-0.072	0.580

Dummy de Setor	Sim	
Dummy de tempo	Sim	
R ²	0.719	
R ² - ajustado	0.344	
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim	
Observações	1,240	

Tabela 6: Impacto no período – Fundos de Pensão

FONTE: Autoria própria

Como observado na tabela, a presença de Fundos de Pensão não possui significância estatística à 10%, corroborando os resultados encontrados por Wahal (1996) de que empresas que são alvo para fundos de pensão não possuem um retorno superlativo às outras que não possuem investidores dessa classe entre os acionistas mais relevantes.

Posteriormente, foi realizado o teste nos mesmos moldes para fundos de *Private Equity*. Os resultados encontrados são semelhantes àqueles de Fundos de pensão, conforme evidencia a tabela 7:

Tabela - Private Equity	Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value
Constante	5.199	0.1152
Margem Líquida	-0.0002	0.9878
Alavancagem	0.004	0.6309
Delta de receita por quarter	0.000	0.7799
Book to market	-0.172	0.0844 *
Ln (Ativos totais)	-0.496	0.0487 **
Private Equity	-0.589	0.1406

Dummy de Setor	Sim	
Dummy de tempo	Sim	
R ²	0.729	
R ² - ajustado	0.367	
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim	
Observações	1,240	

Tabela 7: Impacto no período – Fundos de Private Equity

FONTE: Autoria própria

Assim como no caso de Fundos Soberanos, não se observou significância estatística à 10% no caso de fundos de *Private Equity*, rejeitando a hipótese de que a presença destes investidores entre àqueles mais representativos em qualquer momento dentro período analisado, se refletiria em uma melhora distinta na variável de controle.

Embora este trabalho não busque realizar uma análise comparativa com outras classes de ativo, os resultados encontrados corroboram com as hipóteses de Kaplan & Schoar (2005), que afirmam que estes fundos não possuem retorno acima ao *benchmark* de mercado e aos de Moskowitz e Vissing-Jørgensen (2002).

Por fim, a última classe de investidores financeiros para o qual se realizou o teste foram Fundos Soberanos. Os resultados estão resumidos na tabela 8:

Tabela - Fundos soberanos	<i>Pooled OLS</i>	
	Coefficiente	p-value
Constante	5.645	0.104
Margem Líquida	0.001	0.962
Alavancagem	0.002	0.778
Delta de receita por quarter	0.000	0.833
Book to market	-0.200	0.071 *
Ln (Ativos totais)	-0.454	0.051 *
Fundos soberanos	-0.579	0.086 *

Dummy de Setor	Sim	
Dummy de tempo	Sim	
R ²	0.745	
R ² - ajustado	0.405	
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim	
Observações	1,240	

Tabela 8: Impacto no período – Fundos de Soberanos

FONTE: Autoria própria

No caso de Fundos Soberanos, encontrou-se relevância significativa para a presença destes investidores. No entanto, o coeficiente encontrado é negativo, indicando que, ao contrário do que se esperava, a presença de fundos soberanos afetou negativamente a performance dessas ações. Como destacado por Nesse (2017), diferente de outros tipos de investidores institucionais, estes fundos investem capital próprios, de reservas de seu país de origem.

Na segunda etapa, foram realizados os testes para investidores não financeiros: empresas e *holdings*. No caso de empresas, não se encontrou evidência significativa, conforme a tabela 9:

Tabela - Corporações	Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value
Constante	4.952	0.125
Margem Líquida	0.000	0.997
Alavancagem	0.003	0.723
Delta de receita por quarter	0.000	0.840
Book to market	-0.176	0.085 *
Ln (Ativos totais)	-0.467	0.055 *
Corporações	0.032	0.782

Dummy de Setor	Sim	
Dummy de tempo	Sim	
R ²	0.719	
R ² - ajustado	0.343	
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim	
Observações	1,240	

Tabela 9: Impacto no período – Empresas
 FONTE: Autoria própria

Assim como no caso de alguns investidores institucionais, rejeitou-se a hipótese com uma significância de 10% para corporações. Vale ressaltar que, diferentemente de investidores financeiros, que têm por objetivo maximizar seu retorno, corporações possuem outras motivações estratégicas para realizar seus investimentos, como discutido por Wrigley (1970).

Dessa forma, o resultado encontrado estimula o já extenso debate existente sobre a capacidade de corporações selecionarem ativos e o retorno obtido com tais estratégias de diversificações. Denis, Denis & Sarin (1997), argumentam que a diversificação está diretamente ligada a problemas de agência nas empresas controladoras, onde a diversificação surge como uma alternativa para resolvê-los.

Por fim, testou-se a mesma hipótese para *holdings*. O resultado encontrado na tabela 10 também rejeita a hipótese inicial.

Tabela - Holdings	Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value
Constante	5.574	0.108
Margem Líquida	-0.0003	0.985
Alavancagem	0.003	0.688
Delta de receita por quarter	0.000	0.859
Book to market	-0.208	0.073 *
Ln (Ativos totais)	-0.536	0.048 **
Holdings	0.735	0.139

Dummy de Setor	Sim	
Dummy de tempo	Sim	
R ²	0.729	
R ² ajustado	0.367	
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim	
Observações	1,240	

Tabela 10: Impacto no período – Holdings

FONTE: Autoria própria

Assim como observado para os outros tipos de investidores, não se observou relevância estatística a 10% para aceitar a hipótese inicial. As possíveis explicações nesse caso de *holdings* como investidores são semelhantes àquelas de corporações. No entanto, vale observar que a natureza dessa estrutura jurídica já implica a diversificação como uma estratégia.

Como se pôde observar nos resultados obtidos, não é possível aceitar a hipótese testada de que a presença destes tipos de investidores possuem um impacto positivo na variável Q de Tobin, como esperado anteriormente.

Concluída a etapa inicial, partiu-se para a segunda etapa do teste. Para a realização deste teste, a amostra foi quebrada, conforme descrito anteriormente, em empresas que haviam tido um investidor financeiro durante o período completo. Importante ressaltar que empresas que tenham tido os dois tipos de investidores são mantidas nas duas amostras nesse teste.

Neste caso, no entanto, encontrou-se uma relação significativa no caso de

Tabela - Investidores institucionais		Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value	
Constante	5.276	<0.0001	***
Margem Líquida	-0.0027	0.620	
Alavancagem	-0.0013	0.293	
Delta de receita por quarter	0.000	0.093	*
Book to market	-0.148	0.021	**
Ln (Ativos totais)	-0.498	<0.0001	***
Fundos de Pensão	0.079	0.461	
Private Equity	-0.346	0.023	**
Fundos Soberanos	-0.323	0.003	***

Dummy de Setor	Sim		
Dummy de tempo	Sim		
R ²	0.841		
R ² - ajustado	0.469		
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim		
Observações	808		

Fundos de *Private Equity* e de fundos soberanos, conforme evidenciado na tabela 11:

Tabela 11: Impacto no tempo – Financeiros

FONTE: Autoria própria

Diferente do resultado encontrado individualmente, nesta análise aceita-se a hipótese testada tanto a 10% quanto a 5% de significância para fundos de *Private equity* e fundos soberanos. No entanto, assim como havia sido observado para fundos soberanos anteriormente, fundos de *private equity* tiveram um coeficiente negativo, ao contrário do que se buscava nesse trabalho, indicando que estes contribuíram negativamente para a variável dependente enquanto estiveram presentes entre os acionistas mais relevantes destas companhias.

Partindo-se novamente da amostra original, repetiu-se o procedimento, mas agora para empresas que tenham tido investidores não financeiros.

Nesta teste, encontrou-se uma relação positiva entre holdings e o período em que elas eram investidoras nas companhias, conforme evidenciado na tabela 12 a seguir:

Tabela - Holdings & Corporações		Pooled OLS	
	Coefficiente	p-value	
Constante	5.295	<0.0001	***
Margem Líquida	0.034	0.613	
Alavancagem	-0.026	0.083	*
Delta de receita por quarter	0.000	0.213	
Book to market	-0.174	0.001	***
Ln (Ativos totais)	-0.460	0.000	***
Holdings	0.394	0.019	**
Corporações	-0.083	0.274	

Dummy de Setor	Sim		
Dummy de tempo	Sim		
R ²	0.712		
R ² ajustado	0.280		
Heterocedasticidade: correção de erro-padrão robusto HC1	Sim		
Observações	884		

Tabela 12: Impacto no tempo – Não financeiros

FONTE: Autoria própria

Nessa análise específica, encontrou-se uma relação positiva a 5% entre a presença de *holdings* na variável dependente no período em que estiveram presentes como acionistas mais relevantes dessas companhias.

O resultado encontrado no caso das *Holdings* nessa análise valida a questão a diversificação como uma estratégia corporativa, conforme sugerido por Chandler (1962), Ansoff (1965), Wringley (1970), entre outros. O mesmo não foi observado com empresas tradicionais (*corporations*).

Como ressaltado anteriormente, a própria natureza de uma *holding* já pressupõe a diversificação como uma estratégia corporativa e, pressupõe maior qualificação do que corporações para realizar tais investimentos. Assim, era esperado que o resultado fosse mais expressivo para *holdings* do que para corporações.

Após encerradas todas as análises, pode-se concluir que os resultados encontrados não permitem aceitar a hipótese de que investidores melhoraram a variável dependente (Q de Tobin) em comparação com empresas que não possuíam estes investidores. O impacto da governança aportada por estes investidores se

mostrou limitado para influenciar métrica de controle – em alguns casos, para alguns investidores, os coeficientes encontrados foram negativos, indicando que tais empresas tiveram uma performance inferior à seus pares, para o período analisado.

Embora não seja o escopo desse estudo analisar o porquê de alguns investidores apresentarem coeficientes negativos, é importante ressaltar que o período de análise coincide com um momento de crise econômica, que impactou negativamente os mercados de renda variável. No entanto, existem outros fatores que podem ajudar a compreender esse fenômeno:

- Má seleção dos ativos;
- Concentração em setores que tiveram *performance* inferior à média;
- Problemas de gestão nas empresas investidas;
- Período de análise desalinhado dos horizontes de investimento dos fundos;
- Fatores externos não identificados.

5 CONCLUSÕES

Este trabalho buscou avaliar a existência de uma relação entre uma métrica financeira, Q de Tobin, e a presença de determinados tipos de investidores em empresas *small caps* no mercado acionário brasileiro. A escolha pelo Q de Tobin como métrica de análise baseou-se principalmente nos estudos conduzidos por Morck, ShLeifer & Vishny (1988).

A busca de uma relação entre a variável dependente e governança corporativa, conforme sugerido pelos estudos iniciais de Jensen & Meckling (1976) e posteriores de Switzer & Tang (2009), Silveira (2002), entre muitos outros, foi um dos principais motivadores para a realização deste trabalho.

A base de dados foi constituída com todas as ações constituintes do índice Small Caps Brasil em maio de 2017. A escolha por *small caps* deu-se por entender que essas empresas são fruto menor de estudo e possuem um hiato referente a literatura, conforme sugerem Switzer & Tang (2009).

Para cada uma das ações do índice, foram extraídos dados financeiros tais como receita, total de ativos, endividamento, entre outros, em uma visão trimestral. No total foram coletados dados dos últimos cinco anos, iniciando a série, portanto, no primeiro trimestre de 2012. Além das variáveis financeiras extraídas diretamente de uma base de dados da Eikon - Thomson Reuters, foram adicionadas algumas variáveis financeiras calculadas, como alavancagem financeira e a relação *book-to-market*.

Foram selecionados cinco tipos de investidores, sendo três financeiros e dois não financeiros, e verificou-se a presença de cada um deles entre os cinco mais representativos das companhias, em uma visão trimestral. Também foram incluídas variáveis *dummy* para permitir a realização dos dois testes de hipótese.

O primeiro teste buscava verificar se a presença de cada tipo de acionista, dentre os tipos escolhidos para esse teste, em qualquer momento do período avaliado impactava a variável de controle. Em um segundo momento, trabalhou-se com amostras reduzidas de empresas, que haviam tido investidores de uma das classes (financeiros e não financeiros) em suas estruturas, para verificar se o período em que esses investidores estiveram presentes impactavam a variável.

Os resultados obtidos evidenciam que a relação entre a presença de alguns tipos de investidores, financeiros ou não, com a variável dependente ainda não é

conclusiva, conforme haviam antecipado Dalton, Daily e Roengpitya (2003). Embora tenham-se encontrado alguns resultados em que a hipótese mostrou-se verdadeira, não é possível estabelecer uma conexão direta entre os fatos. Em alguns dos testes, encontrou-se uma relação negativa entre a variável dependente (Q de Tobin) e a presença de alguns investidores, contrariando a expectativa anterior proposta pelos estudos de Morck, ShLeifer & Vishny (1988).

Por fim, estudos futuros podem avaliar as hipóteses para um período superior, a inclusão de outros tipos de investidores e de indicadores financeiros e alterar a variável dependente, contribuindo não só para o entendimento do impacto desses investidores, mas também das *small caps* no Brasil.

REFERÊNCIAS

ANSOFF, H. I. **Corporate Strategy**. New York: McGraw Hill, 1965.

B3. Bolsa Balcão Brasil. Perfil e histórico. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 05 set. 2017.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. Committee On The Global Financial System. **Incentive structures in institutional asset management and their implications for financial markets**: Report submitted by a Working Group established by the Committee on the Global Financial System. Mar, 2003.

BRUTON, G.; FILATOTCHEV, I. C. Governance, ownership structure, and performance of IPO Firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments. **Strategic Management Journal**, v. 31, issue 5, p. 491-509, may 2010.

CHANDLER, Alfred D. **Strategy and Structure**. Cambridge: MIT Press, 1962.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Sobre a CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cvm.html>. Acesso em: 05 set. 2017.

CORE, J. E.; GUAY, W. R., & RUSTICUS, T. O. Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. **The Journal of finance**, v. 61, issue 2, p. 655-687, april 2006.

CUMMING, D., SIEGEL, D. S.; WRIGHT, M. Private equity, leveraged buyouts and governance. **Journal of Corporate Finance**, v. 13, issue 4, p. 439-460, sept. 2007.

DALTON, D.; DAILY, C.; ROENGPITYA, R. Meta-analysis of financial performance and equity: fusion or confusion? **Academy of management Journal**, v. 46, n. 1, p. 13-26, feb. 2003.

DENIS, D.; DENIS, D.; SARIN, A. Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification **The Journal of Finance**, v. LII, n. 1, p. 135-160, mar 1997

FAMÁ, R.; BARROS, L.; Q de Tobin e seu uso em Finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de pesquisas em administração**, São Paulo, v.07, n. 4, out/set, 2000

GILSON, R. J.; KRAAKMAN, R. 1991. Reinventing the outside director: An agenda for institutional investors. **Stanford Law Review**, 43: 863-906, 1991.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate governance and equity prices. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, feb. 2003.

HOSKISSON, R. E.; HITT, M.A.; JOHNSON, R.A.; GROSSMAN, W. Conflicting voices: The effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance

on corporate innovation strategies. **Academy of Management Journal**, v. 45, p. 697-716. 2002

HOSKISSON, R. E.; JOHNSON, R.A.; MOESEL, D.. . Corporate divestiture intensity in restructuring firms: Effects of governance, strategy, and performance.. **Academy of Management Journal**, v. 27, p. 1207-1251. 1994

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança corporativa. Disponível em:
<<http://www.ibgc.org.br/index.php/governanca/governanca-corporativa> IBGC>. Acesso em: 05 set. 2017.

JEN, Stephen. Sovereign wealth funds: what they are and what's happening. **World Economics**, dec. 2007.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, issue 4, p. 305-360, 1976.

KAPLAN, S. N.; SCHOAR, A. Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows. **The Journal of Finance**, v. 60, issue 4, p. 1791-1823, aug. 2005.

KOSNIK, R. D. Greenmail: a study of board performance in Corporate Governance. **Administrative Science Quarterly**, v. 32, n. 2, p. 163-185, jun. 1987.

METRICK, A.; YASUDA, A. The Economics of Private Equity Funds. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 6, p. 2303-2341, 2010.

MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. **Journal of Financial Economic**, v. 20, jan.-mar., p. 293-315, 1988.

MOSKOWITZ, T.; VISSING-JORGENSEN, A. The Returns to Entrepreneurial Investment: A Private Equity Premium Puzzle?. **The American Economic Review**, V.. 92, N. 4, p. 745-778, Set. 2002

NESE, Arlete de Araujo Silva. **Governança, características das organizações e desempenho dos investimentos: evidências em fundos de pensão no Brasil**. .2017. 206 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2017.

PORTER, Michael E. **Competitive Advantag**. New York: Free Press, 1985.

RAMANUJAM, V.; VARADARAJAN, P. Research on Corporate Diversification: A Synthesis. **Strategic Management Journal**, v. 10, Issue 6, p. 523–551, November/December 1989.

REINHART, W. J. The Theoretical Development and Empirical Investigation of a Relative Valuation Concept, PhD Dissertation. Chapel Hill: University of North Carolina, 1977.

REUER, Jeffrey J.; TONG, Tony W. Corporate investments and Growth options. **Managerial and Decision Economics**, v. 28, issue 8, dec. 2007.

RIECHE, Fernando Ceschin. Gestão de riscos em fundos de pensão no Brasil: Situação atual da legislação e perspectivas. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 219-242, jun. 2005.

SAITO, R.; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, abr./jun. 2008.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. .2002. 152 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2002.

SMITH, D. Gordon. The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty. **Vanderbilt Law Review**, v. 55, p. 1399, 2002.

SOUDER, D.; SHAVER, J. M. Constraints and incentives for making long horizon corporate investment. **Strategic Management Journal**, v. 31, issue 12, p. 1316-1336, dec. 2010.

SOVEREIGN WEALTH FUNDS, PENSIONS AND INSTITUTIONAL INVESTORS. Fund Rankings. Disponível em: <<https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>>. Acesso em: 20 nov. 2017.

SWITZER, Lorne N.; TANG, Mingjun. The impact of corporate governance on the performance of U.S. small-cap firms. **International Journal of Business**, p. 341-355, 2009.

TADESSE, Solomon. Stock Markets Liquidity, Corporate Governance and Small Firms. **The William Davidson Institute**, n. 883, jun. 2005.

THOMSON REUTERS – EIKON. Disponível em: <<https://customers.thomsonreuters.com/eikon/>>. Acesso em: 10 set. 2017.

TOBIN, J.; BRAINARD, W. Pitfalls in Financial Model Building, **American Economic Review**, v. 58, n.2, Mai. 1968.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach to Monetary Theory, **Journal of Money Credit and Banking**, v. 1, n.1, Fev. 1969.

WAHAL, S. Pension Fund Activism and Firm Performance. **Journal of Financial and quantitative analysis**, v. 31, n.1, Mar. 1996

WRIGLEY, L. **Divisional autonomy and diversification**. Cambridge: Harvard University, 1970.

XAVIER, Danielle Schimidt Follet; XAVIER, Wlamir Gonçalves. Programas de educação previdenciária: evidências em fundos de pensão no Brasil. **Fundos de pensão**, nov. 2010.

ANEXO A

No Brasil, o índice *Small Caps* (SMLL) é um índice criado pela B3 (Antiga BM&F Bovespa)² e que tem como objetivo ser um indicativo de desempenho das empresas de menor capitalização. O índice é composto por ações e *units* listadas na B3 (B3 - Bolsa Balcão Brasil, 2017).

Segundo consta no Manual de procedimentos da Bolsa, os índices são calculados em períodos de 30 dias, segundo a fórmula:

$$\text{Índice}_{(t)} = \frac{\text{Valor total da carteira}}{\text{Redutor}} = \frac{\left(\sum_{i=1}^n P_{i,t} * Q_{i,t} \right)}{\alpha}$$

Onde:

$\text{Índice}_{(t)}$ = valor do índice no instante t .

n = número total de ativos integrantes da carteira teórica do índice.

$P_{i,t}$ = último preço do ativo i no instante t .

$Q_{i,t}$ = quantidade do ativo i na carteira teórica no instante t .

α = redutor utilizado para adequar o valor total da carteira ao valor de divulgação do índice.

Atualmente, o índice é composto por 64 ações das 444totais comercializadas na B3, conforme a relação da Tabela 12.

#	Código	Ação	Tipo	Qtde. Teórica
1	AALR3	ALLIAR	ON NM	48,631,238
2	ABCB4	ABC BRASIL	PN N2	54,196,375
3	ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	149,271,495
4	ALSC3	ALIANSC	ON NM	101,270,077
5	ALUP11	ALUPAR	UNT N2	153,758,727
6	ANIM3	ANIMA	ON ED NM	33,809,187
7	ARZZ3	AREZZO CO	ON ED NM	42,061,961
8	BEEF3	MINERVA	ON NM	166,748,441
9	BRAP4	BRADSPAR	PN ED N1	221,534,039
10	BRPR3	BR PROPERT	ON ED NM	89,328,876
11	BTOW3	B2W DIGITAL	ON NM	163,278,559
12	CARD3	CSU CARDSYST	ON ED NM	14,877,243

² A B3 foi surguiu em março de 2017 como resultado da fusão das atividades da BM&F Bovespa com a CETIP (B3, 2017).

13	CESP6	CESP	PNB ED N1	182,007,131
14	CGAS5	COMGAS	PNA ES	23,073,103
15	CPLE6	COPEL	PNB EDJ N1	101,013,662
16	CSMG3	COPASA	ON NM	61,532,195
17	CVCB3	CVC BRASIL	ON ED NM	110,465,202
18	CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	244,815,936
19	DIRR3	DIRECIONAL	ON NM	71,740,264
20	DTEX3	DURATEX	ON NM	271,616,239
21	ECOR3	ECORODOVIAS	ON NM	198,961,859
22	ELPL4	ELETROPAULO	PN N2	111,562,591
23	ESTC3	ESTACIO PART	ON NM	307,925,329
24	EVEN3	EVEN	ON NM	207,307,321
25	EZTC3	EZTEC	ON ED NM	57,927,604
26	FESA4	FERBASA	PN ED N1	37,475,160
27	FLRY3	FLEURY	ON NM	154,548,768
28	GFSA3	GAFISA	ON EC NM	26,826,857
29	GOAU4	GERDAU MET	PN N1	599,013,041
30	GOLL4	GOL	PN N2	131,156,782
31	GRND3	GRENDENE	ON EDJ NM	82,569,864
32	HBOR3	HELBOR	ON NM	130,162,481
33	HGTX3	CIA HERING	ON ED NM	124,476,438
34	IGTA3	IGUATEMI	ON ED NM	83,950,806
35	JHSF3	JHSF PART	ON NM	117,179,301
36	LEVE3	METAL LEVE	ON NM	38,492,519
37	LIGT3	LIGHT S/A	ON NM	97,629,475
38	LINX3	LINX	ON NM	130,694,869
39	MEAL3	IMC S/A	ON NM	89,799,796
40	MGLU3	MAGAZ LUIZA	ON NM	5,569,966
41	MILS3	MILLS	ON NM	111,989,016
42	MPLU3	MULTIPLUS	ON EDJ NM	44,000,395
43	MRFG3	MARFRIG	ON NM	398,316,366
44	MRVE3	MRV	ON NM	280,054,574
45	MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	124,724,665
46	ODPV3	ODONTOPREV	ON ED NM	257,517,697
47	POMO4	MARCOPOLO	PN N2	557,869,921
48	QGEP3	QGEP PART	ON NM	71,575,162

49	QUAL3	QUALICORP	ON ED NM	230,260,803
50	RAPT4	RANDON PART	PN N1	176,462,339
51	RLOG3	COSAN LOG	ON NM	99,316,960
52	RSID3	ROSSI RESID	ON NM	12,205,488
53	SAPR4	SANEPAR	PN ED N2	335,823,448
54	SEER3	SER EDUCA	ON NM	36,244,602
55	SLCE3	SLC AGRICOLA	ON ED NM	46,610,824
56	SMT03	SAO MARTINHO	ON NM	155,459,540
57	SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	278,733,915
58	TCSA3	TECNISA	ON NM	168,167,576
59	TIET11	AES TIETE E	UNT N2	297,885,385
60	TOTS3	TOTVS	ON NM	134,250,441
61	TUPY3	TUPY	ON NM	65,995,672
62	VLID3	VALID	ON ED NM	63,482,743
63	VVAR11	VIAVAREJO	UNT N2	128,093,542
64	WIZS3	WIZ S.A.	ON NM	70,116,940

Tabela 13: Ações que compõem o índice Small Caps na B3 em maio de 2017

FONTE: Autoria própria com base em dados da B3,2017.