

CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA E CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO IMPACTAM AS EXPORTAÇÕES?¹

VITOR F. M. B. DIAS²

 <https://orcid.org/0000-0001-6084-5599>

MICHELE A. CUNHA²

 <https://orcid.org/0000-0003-1546-0504>

FERNANDA M. PEIXOTO²

 <http://orcid.org/0000-0002-0969-7567>

DUTERVAL JESUKA²

 <https://orcid.org/0000-0002-1245-0979>

Para citar este artigo: Dias, V. F. M. B., Cunha, M. A., Peixoto, F. M., & Jesuka, D. (2021). Concentração acionária e conselho de administração impactam as exportações? *Revista de Administração Mackenzie*, 22(3), 1–29. doi:10.1590/1678-6971/eRAMF210009

Submissão: 22 jan. 2020. **Aceite:** 31 ago. 2020.

¹ Agradecemos à Fundação de Amparo à Pesquisa de Minas Gerais (Fapemig) e à Organização dos Estados Americanos (OEA) pelo apoio para a realização desta pesquisa.

² Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Uberlândia, MG, Brasil.



This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License.

This paper may be copied, distributed, displayed, transmitted or adapted for any purpose, even commercially, if provided, in a clear and explicit way, the name of the journal, the edition, the year and the pages on which the paper was originally published, but not suggesting that RAM endorses paper reuse. This licensing term should be made explicit in cases of reuse or distribution to third parties.

Este artigo pode ser copiado, distribuído, exibido, transmitido ou adaptado para qualquer fim, mesmo que comercial, desde que citados, de forma clara e explícita, o nome da revista, a edição, o ano e as páginas nas quais o artigo foi publicado originalmente, mas sem sugerir que a RAM endosse a reutilização do artigo. Esse termo de licenciamento deve ser explicitado para os casos de reutilização ou distribuição para terceiros.

RESUMO

Objetivo: Investigar se a concentração acionária e a composição do conselho de administração influenciaram o nível de exportação de firmas brasileiras, no período de 2010 a 2017.

Originalidade/valor: O estudo contribui para a literatura sobre exportações e governança corporativa ao evidenciar que empresas com boas práticas de governança, mensuradas pela composição do conselho de administração e estrutura de propriedade/controle, conseguem elevar suas exportações. Esta pesquisa pode servir como orientação para as empresas estruturarem seus conselhos, a fim de influenciar positivamente as exportações e melhorar o desempenho. Além disso, o estudo suscita a reflexão sobre qual deveria ser o “nível ótimo” de concentração acionária das firmas, de modo a melhorar o processo decisório envolvido na escolha de expandir fronteiras por meio da exportação.

Design/metodologia/abordagem: Utilizaram-se dois métodos de regressão: regressão logística (modelo logit) e regressão com variável dependente censurada (modelo tobit). As variáveis dependentes foram: propensão a exportar e intensidade de exportação. As regressões logit envolveram uma amostra de 307 empresas, composta por firmas exportadoras e não exportadoras. As regressões tobit envolveram uma amostra de 61 empresas exportadoras.

Resultados: Constatou-se que há uma relação positiva entre independência do conselho e exportações, isto é, quanto maior a presença de membros independentes no conselho, maior o nível de exportação das firmas. Constatou-se ainda que há uma relação não monotônica entre concentração acionária e nível de exportações. Em suma, o estudo sugere que alguns mecanismos de governança corporativa podem atuar como antecedentes das práticas de exportação das firmas.

PALAVRAS-CHAVE

Exportação. Empresas brasileiras. Concentração acionária. Composição do conselho de administração. Governança corporativa.

1. INTRODUÇÃO

Nas últimas décadas, os estudos sobre exportação têm se ancorado na perspectiva de produtividade da firma e falhado em considerar o papel dos mecanismos de governança corporativa (GC). Percebe-se uma carência de estudos sobre o impacto dos mecanismos de GC sobre a estratégia de exportação (Dixon, Guariglia, & Vijayakumaran, 2017; Nas & Kalaycioglu, 2016). Por sua vez, alguns estudos sugerem que os atributos de governança podem atuar como um importante antecedente da estratégia de exportação (Lukason & Vissak, 2020; Nam, Liu, Lioliou, & Jeong, 2018). Nesse contexto, observa-se que, tanto na literatura internacional quanto na nacional, entre os diversos mecanismos de GC, a estrutura de propriedade/control e a composição do conselho de administração vêm sendo investigadas como instrumentos importantes nas decisões de exportação das firmas (Salas & Deng, 2017; Sareen, 2018). A partir desse cenário, esta investigação buscou responder ao seguinte questionamento:

- A concentração acionária e a composição do conselho de administração impactam as exportações de empresas brasileiras?

As pesquisas sobre exportação têm crescido consideravelmente nos últimos anos, mas têm atraído várias críticas. Há alguns estudos que investigaram os efeitos dos mecanismos de GC sobre as exportações de empresas de economias emergentes: na China (Dixon et al., 2017; Lu, Xu, & Liu, 2009); na Colômbia (Herrera-Echeverri, Geleilate, Gaitan-Riaño, Haar, & Soto-Echeverry, 2016); no Peru (Salas & Deng, 2017); em países da antiga União Soviética (Filatotchev, Dyomina, Wright, & Buck, 2001); em economias da Europa Ocidental Central (Filatotchev, Isachenkova, & Mickiewicz, 2006); e no Brasil (Duarte, Araújo, Peixoto, & Barboza, 2019; Moizinho, Borsato, Peixoto, & Pereira, 2014).

Nota-se, no entanto, uma carência de estudos no Brasil que tratem dos mecanismos de GC associados a exportações. Por exemplo, no estudo de Duarte et al. (2019), o foco recai sobre a internacionalização, e não na propensão e intensidade de exportação, como implementado neste estudo.

A decisão da firma por exportar é bastante complexa e envolve diversos riscos. Quando uma empresa decide se engajar em exportação, ela se depara com novos desafios em termos de diversidade de culturas, clientes, competidores e reguladores em mercados estrangeiros (Santos, Vasconcelos, & De Luca, 2015). Lu et al. (2009) afirmam que a complexidade associada a essa decisão aumenta as exigências de processamento de informações para a

equipe da alta gerência e também eleva a assimetria de informações entre gestores e acionistas, o que pode causar conflitos entre esses agentes. Como desdobramento, a alta gestão da firma passa a necessitar de maior monitoramento dos executivos, de um conselho de administração que atenda às exigências dos órgãos reguladores e de mecanismos que controlem o comportamento oportunista de gestores e acionistas majoritários (Filatotchev et al., 2001; Lu et al., 2009; Mandzila & Zéghal, 2016).

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

O vínculo entre mecanismos de GC e desempenho da empresa (Lukason & Vissak, 2020) emerge como um antecedente importante da disposição dos gestores para adotar estratégias de promoção à exportação (Filatotchev et al., 2001). Para que esse vínculo esteja presente na empresa, é necessário que a firma busque constantemente aprimorar os seus mecanismos de governança, em especial a concentração acionária e a composição do conselho, visando reduzir os conflitos de agência.

Gestores e acionistas majoritários podem ser hostis aos acionistas minoritários e entrar em conflito com outros executivos para preservar o controle da firma (Perotti & Von Thadden, 2006). A concentração de ações nas mãos de poucos acionistas pode direcionar os esforços para preservar o controle interno, assim como expropriar benefícios dos minoritários (Buck, Filatotchev, Demina, & Wright, 2000; Filatotchev et al., 2001). Segundo Filatotchev et al. (2001), quando o gestor detém ações da empresa, ele tem maior desejo de implementar mudanças estratégicas. Além disso, o envolvimento do gestor em conselhos de administração pode fazer com que os altos gestores desejem se envolver em estratégias mais arriscadas e de longo prazo (Baysinger & Hoskisson, 1990). Entretanto, a participação do gestor como um dos sócios da empresa pode criar um *trade-off* entre os incentivos em agir de acordo com o interesse dos acionistas e os seus interesses individuais, gerando um efeito entrincheiramento (Morck, Shleifer, & Vishny, 1988). Esse efeito pode produzir um comportamento estratégico mais conservador por parte do gestor, levando a uma diversificação externa ineficiente e, conseqüentemente, criando obstáculos para a exportação.

O mecanismo de governança “composição do conselho de administração” tem atraído grande atenção na academia e no mercado. Isso se deve ao

impacto que a atuação de um conselho eficaz tem sobre a gestão das empresas, em especial em processos de exportação que se mostram complexos (Barroso, Villegas, & Pérez-Calero, 2011; Mandzila & Zéghal, 2016).

No que tange à justificativa para se estudar o mercado brasileiro, temos que o Brasil é a nona maior economia do mundo, de acordo com o Fundo Monetário Internacional (International Monetary Fund, 2019), apresentando um produto interno bruto (PIB) nominal de US\$ 1,87 trilhão. No entanto, como economia de exportação, o Brasil ocupa a 27ª posição, representando apenas 1,23% do total de participação nas vendas mundiais (Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços [MDIC], 2019). Segundo Cândido e Lima (2010), o comércio exterior desempenha papel relevante para o desenvolvimento econômico dos países, por isso tem sido uma estratégia incentivada por políticas econômicas e liberalização comercial. Atualmente, o comércio exterior representa apenas 23% do PIB brasileiro (MDIC, 2019), portanto há grande margem para crescimento nessa atividade, suscitando espaço para discussão de estratégias de exportação no Brasil. O cenário vem melhorando, dado que em 2018 as exportações brasileiras cresceram 9,6% em relação a 2017, registrando a maior cifra dos últimos cinco anos.

Nessa perspectiva, o objetivo deste estudo é investigar se a concentração acionária e a composição do conselho de administração influenciaram na exportação de firmas brasileiras, no período de 2010 a 2017. Os efeitos de mecanismos de GC sobre a exportação já foram estudados em países da Europa e da Ásia (Minetti, Murro, & Zhu, 2015; Nam et al., 2018; Nas & Kalaycioglu, 2016; Lukason & Vissak, 2020). No entanto, foram pouco estudados em países da América Latina (Salas & Deng, 2017). Dessa forma, o estudo contribui para a discussão ao examinar a influência de mecanismos internos de GC nas exportações de empresas brasileiras.

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

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Exportação e governança corporativa

O mundo dos negócios é cada vez mais globalizado e integrado impulsionando o aumento da competitividade entre países e empresas e, muitas

vezes, ampliando situações de ameaças e oportunidades. As ameaças envolvem a concorrência, as barreiras de entrada e os desafios inerentes ao mercado; e as oportunidades giram em torno das possibilidades de ampliação dos negócios, que se tornam um caminho natural para garantir a efetividade das organizações. Esse contexto impulsiona as empresas a desenvolver presença internacional, e a exportação tem papel fundamental como o principal processo de internacionalização (Minetti et al., 2015; Nam & An, 2017).

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

A GC envolve um conjunto de mecanismos que têm o objetivo de diminuir os conflitos gerados pelos *stakeholders* de uma organização, com a finalidade de reduzir a assimetria de informações entre empresa e os agentes envolvidos, e proteger os investidores minoritários contra a expropriação de gestores e controladores (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000). A utilização de boas práticas de governança está associada a confiabilidade gerada em torno da organização. Sob a perspectiva da teoria de agência, cinco mecanismos de governança se destacam: estrutura de propriedade/controlado, composição do conselho de administração, compensação dos gestores, proteção aos minoritários e transparência (Correia, Amaral, & Louvet, 2011). Neste estudo, optou-se por investigar as duas primeiras dimensões, dada a relevância delas na literatura internacional (Detthamrong, Chancharat, & Vithessonthi, 2017; Dixon et al., 2017; Lu et al., 2009).

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

Outros estudos versam sobre os impactos de diversos mecanismos de GC na propensão e na intensidade da exportação (Buck et al., 2000; Lukason & Vissak, 2020; Nam et al., 2018; Nas & Kalaycioglu, 2016). Buck et al. (2000) encontraram que os fatores mais importantes que influenciam a

decisão de exportação da firma são: tamanho da firma e concentração acionária. Constataram que a propriedade de ações por parte do gestor aumenta a propensão à exportação da firma. Além disso, perceberam que existe uma relação não monotônica entre concentração acionária e exportações.

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

Dando prosseguimento aos seus estudos, Filatotchev, Stephan e Jindra (2008) examinaram a relação entre propriedade estrangeira, independência dos gestores no processo decisório e exportação de firmas que recebem investimento estrangeiro de cinco países da União Europeia. Usando os dados de 434 firmas que recebem investimento estrangeiro na Polônia, Hungria, Eslovênia, Eslováquia e Estônia, eles mostram que a estrutura de propriedade e controle do acionista estrangeiro está positivamente associada com a intensidade de exportação.

No contexto brasileiro, não foi encontrado nenhum estudo que tratasse exportação *versus* mecanismos de GC, como se pretende fazer no presente artigo, o que denota o caráter inovador da pesquisa. A maior parte dos estudos brasileiros tem abordado as relações entre internacionalização, de forma genérica, e GC (Duarte et al., 2019; Maia et al., 2013), bem como os impactos da qualidade da GC sobre a internacionalização (Grossi, Vilela, & Pereira, 2017; Moizinho et al., 2014; Sheng & Pereira, 2014). Utilizando uma amostra de 245 empresas listadas no período de 2005 a 2010, Moizinho et al. (2014) constataram que a adoção de boas práticas de GC reflete positivamente na exportação das firmas, corroborando o trabalho de Sheng e Pereira (2014).

2.2 Concentração acionária e exportação

No Brasil, a estrutura de propriedade e controle das firmas é marcada por alta concentração, que é potencializada por estruturas piramidais, propriedade cruzada, acordos de acionistas e ações sem direito a voto (Gorga, 2008). A estrutura de propriedade/controlado tem implicações importantes nas decisões estratégicas das organizações (Jensen & Meckling, 1976; Shleifer & Vishny, 1997).

Em firmas caracterizadas por alta concentração acionária, os acionistas conseguem monitorar melhor os gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Os sócios ou proprietários podem se concentrar nas estratégias da empresa,



exigindo menos esforço na coordenação dos diretores, o que, por sua vez, pode reduzir custos, aumentar a eficiência e gerar maior comprometimento de longo prazo (Bhaumik, Estrin, & Mickiewicz, 2017). Huddart (1993) afirma que, até certo ponto, a concentração acionária alivia os conflitos entre agentes e principais, pois é mais fácil para os proprietários controlarem os gerentes.

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

Fernández e Nieto (2006) investigaram a relação entre estrutura de propriedade e exportação usando como variáveis de medida a propensão a exportar e a intensidade da exportação. O estudo trabalhou com empresas espanholas de pequeno e médio portes no período de 1991 a 1999, e constatou que há uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e a exportação. Na Letônia, Lukason e Vissak (2020) utilizaram uma amostra de 9.530 empresas exportadoras e 73.619 não exportadoras para analisar os efeitos da GC sobre a exportação. Eles constataram que as firmas que revelam maior concentração acionária e maiores conselhos de administração possuem maior propensão a exportar.

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

Por sua vez, Lu et al. (2009), ao analisarem a China, apontaram que melhores práticas de GC podem aliviar os conflitos de interesse principal *versus* principal e facilitar decisões de exportação. O estudo analisou 779 empresas chinesas, no período de 2002 a 2005, e constatou que a concentração acionária, num primeiro momento, ajuda a mitigar os conflitos entre agente e principal relacionados às exportações. Em seguida, encontraram uma relação em formato de “U” invertido entre concentração acionária e exportação. Perceberam que uma estrutura acionária moderadamente



concentrada representa baixos conflitos principal *versus* principal, o que auxilia a empresa a adotar medidas que incentivam a exportação.

Utilizando uma amostra de 425 firmas da América Latina, Sheng e Pereira (2014) verificaram que a adoção de boas práticas de governança (medidas por variáveis de estrutura de propriedade/controlado) influencia positivamente a exportação. Paralelamente, Grossi et al. (2017) constataram que empresas brasileiras com baixo nível de concentração de propriedade são mais internacionalizadas.

Com base nos estudos apresentados, observa-se que não há um consenso em relação aos efeitos da concentração acionária sobre a exportação. Diante das poucas evidências para o cenário brasileiro, este trabalho pretende testar a seguinte hipótese:

- H_1 : Existe uma relação não monotônica entre concentração acionária e nível de exportações.

2.3 Composição do conselho de administração e exportação

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

Além de protegerem os interesses dos acionistas, de acordo com Majocchi e Strange (2012), os conselhos de administração podem fornecer à empresa competências gerenciais, contatos com fornecedores e clientes externos, conhecimento de mercados novos e distantes, o que poderia facilitar a estratégia de exportação. Alguns estudos também indicam que, quando a firma possui maior proporção de conselheiros externos à empresa no seu conselho de administração, isso pode facilitar a exportação, já que os conselheiros externos melhoram a compreensão dos mercados estrangeiros (Majocchi & Strange, 2012; Sanders & Carpenter, 1998).

Utilizando dados de 157 grandes empresas na Polônia e na Hungria, Filatotchev et al. (2006) examinaram as relações entre GC, independência dos gestores e exportação. Para medir a independência dos gestores no processo decisório, eles utilizaram fatores como: *mix* de produtos, seleção de clientes, seleção de fornecedores, escolha de parceiros comerciais, entre outros. Os autores constataram que quanto maior for a independência dos gestores no processo decisório, menor será a concentração de propriedade e



maior será o percentual de membros externos no conselho. Por fim, concluíram que a participação tanto de membros externos como de membros estrangeiros no conselho de administração tem uma relação positiva com as exportações.

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

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

Na mesma linha de estudos, Oxelheim, Gregoric, Randoy e Thomsend (2013) investigaram a relação entre exportação e presença de membros estrangeiros no conselho. Eles realizaram um estudo de painel de 347 firmas não financeiras dos países nórdicos e constataram um alto percentual de membros estrangeiros nos conselhos das firmas que revelaram maior volume de exportação. Verificaram também uma associação positiva entre a presença de membros internacionais nos conselhos e firmas cujos controladores eram estrangeiros e para aquelas cujas ações são comercializadas no exterior.

Barroso et al. (2011) analisaram a influência dos conselhos de administração sobre a internacionalização de firmas espanholas. Os autores constataram que o mandato médio do conselho é negativamente relacionado com o grau de diversificação internacional da firma. Em seu estudo de firmas chinesas, Dixon et al. (2017) verificaram que quanto maior for o número de membros do conselho de administração, menores serão a propensão e a intensidade de exportar, e que firmas que possuem alta proporção de membros independentes no conselho são, em geral, menos prováveis de se engajar em exportação.

No Brasil, não foi encontrado nenhum estudo que investigue a relação entre a composição do conselho de administração e o nível de exportações. Os estudos brasileiros ou tratam a governança sob a forma de índices (Moizinho et al., 2014) ou abordam outros mecanismos de GC cruzados com interna-



cionalização (Sheng & Pereira, 2014). Sendo assim, para verificar essa importante relação no nosso país, foi elaborada a seguinte hipótese:

- H_2 : Existe uma relação positiva entre a presença de membros independentes no conselho de administração e o nível de exportações.

3. METODOLOGIA

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

O período de análise envolveu os anos de 2010 até 2017. Iniciou-se em 2010 por causa da Resolução do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) nº 1.156/2009, que tornou obrigatória a divulgação dos demonstrativos financeiros das empresas brasileiras conforme padrões internacionais de contabilidade, a partir do ano de 2010. Finalizou em 2017 em razão da disponibilidade dos dados.

A amostra envolveu empresas cujas informações relacionadas às exportações estavam disponíveis no Formulário de Referência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), item 7.6, bem como informações financeiras disponíveis no Economatica.

3.1 Variáveis selecionadas na pesquisa

3.1.1 Variáveis dependentes

- *Intensidade de exportação* (INTEXP): calculada como receita decorrente de exportações dividida pela receita total das empresas. Inspirada nos trabalhos de Lu et al. (2009), Fernández e Nieto (2006) e Dixon et al. (2017).
- *Propensão a exportar* (PROPEXP): variável *dummy* com valor 0 para as empresas que não exportam e valor 1 para aquelas que exportam. Inspirada nos trabalhos de Lu et al. (2009), Fernández e Nieto (2006) e Dixon et al. (2017).

3.1.2 Variáveis independentes

- *Tamanho do conselho de administração* (TAMCONS): quantidade de membros do conselho. Um conselho maior auxilia a empresa na tomada de

decisões estratégicas e também na captação de recursos, compartilhamento de competências e experiências (Dani, Kaveski, Santos, Leite, & Cunha, 2017).

- *Membros independentes no conselho de administração (CONSINDEP)*: proporção de membros independentes no conselho em relação ao total de membros. Alguns autores que utilizaram essa variável foram: Lu et al. (2009) e Moura e Beuren (2011).
- *Concentração acionária (CONCACIO)*: o percentual de ações totais (ordinárias + preferenciais) em poder dos três maiores acionistas da companhia, variável também utilizada por Silveira e Barros (2008). Quanto maior for a concentração acionária, maior será a possibilidade de expropriação de acionistas externos, o que levaria a empresa a adotar outras práticas de GC como forma de compensar a maior possibilidade de expropriação.
- *Concentração acionária (CONCACIO²)*: a variável CONCACIO foi colocada também na forma quadrática para captar uma possível relação em formato de U invertido entre concentração acionária e nível de exportação. Lu et al. (2009) argumentam que uma concentração acionária em nível moderado é positiva para a estratégia de exportação. No entanto, após certo nível, torna-se deletéria para as exportações.

3.1.3 Variáveis de controle

- *Desempenho (ROS)*: lucro líquido dividido pelas vendas totais. Essa medida foi usada por Lu et al. (2009). Espera-se que a exportação influencie positivamente o desempenho.
- *Tamanho da empresa (TAM)* (logaritmo do ativo total): incluído por causa do alto grau de associação observado entre o tamanho da empresa e a tendência à exportação. Variável inspirada em Lu et al. (2009) e Buck et al. (2000).
- *Alavancagem (ALAV)*: no estudo de Herrera-Echeverri et al. (2016), constatou-se que empresas preferem aumentar seu endividamento para que possam exportar. Como as exportações aumentam as receitas e o desempenho no longo prazo, o sinal esperado é positivo.
- *Idade (IDADE)*: espera-se que quanto mais madura for a empresa, mais experiente ela será e melhor será seu domínio sobre a estratégia de exportação, e conseqüentemente melhor será o desempenho relacionado à exportação (Cunha, 2016; Herrera-Echeverri et al., 2016).

- *Taxa de crescimento* (CRESC): mensurada como variação dos lucros do ano atual em relação ao ano anterior. Espera-se que a empresa que exporta mais tenha um maior crescimento nos seus lucros, portanto o sinal esperado é positivo (Nam & An, 2017).
- *Setor de atividades* (SETOR): conforme Palombini e Nakamura (2012), tanto os níveis de GC podem ser diferentes de um setor para o outro como também os indicadores de exportação podem ser bastante afetados pelo setor em que a empresa atua. Desse modo, o presente trabalho utilizou-se da categorização NAICS da Economatica para identificar o setor das empresas. Em seguida, agruparam-se os setores NAICS dentro de três categorias – comércio, indústria e serviços –, o que gerou uma variável categórica.

Após a definição das variáveis, foi possível elaborar o *design* dos modelos econométricos, que são descritos a seguir.

Os modelos 1A e 1B foram elaborados com o intuito de analisar a influência do conselho de administração sobre as decisões de exportações das firmas. Os modelos 1A e 1B diferem entre si por três motivos: 1. variável dependente; 2. método de regressão; e 3. definição da amostra. O modelo 1A possui como variável dependente a propensão a exportar, adota o modelo de regressão logística (logit) e tem como amostra as 307 empresas listadas na B3 no período. Já o modelo 1B possui como variável dependente a intensidade de exportação, adota o modelo de regressão tobit e tem como amostra as 61 empresas exportadoras no período.

- Modelo 1A

$$\begin{aligned} Prop. EXPORT = & \beta_0 + \beta_1 CONSINDEP + \beta_2 TAMCONS + \beta_3 ROS \\ & + \beta_4 TAM + \beta_5 ALAV + \beta_6 IDADE + \beta_7 TAXACRESC + \beta_8 SETOR \\ & + \varepsilon \end{aligned}$$

- Modelo 1B

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

Os modelos 2A e 2B seguem a mesma lógica. No entanto, eles foram elaborados para analisar a influência da concentração acionária sobre o nível de exportações das firmas.

- Modelo 2A

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

- Modelo 2B

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

O detalhamento das variáveis é apresentado na Figura 3.1.3.1.

(Figura 3.1.3.1)
DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Descrição da variável	Nome da variável no modelo	Forma de cálculo	Sinal esperado	Estudo-base	Fonte
Intensidade de exportação	INTEXP	Exportação total/ receita total		Lu et al. (2009)	CVM e Economática
Propensão a exportar	PROPEXP	<i>Dummy</i> com valor 1 para as que exportam e 0 para as demais		Lu et al. (2009)	CVM e Economática
Tamanho do conselho	TAMCONS	Número de membros do conselho	+	Dani et al. (2017)	CVM
Membros independentes no conselho de administração	CONSINDEP	Percentual de membros independentes no conselho	+	Lu, et al. (2009) e Moura e Beuren (2011)	Dados da CVM • Item 12: assembleia e administração • Subitem 12.1: estrutura administrativa
Concentração acionária	CONCACIO	Percentual de ações totais detidas pelos três maiores acionistas da firma	+	Lu et al. (2009)	Dados da CVM • Item 12: assembleia e administração • Subitem 12.5/6: composição e experiência profissional da administração e do conselho fiscal

(continua)

(Figura 3.1.3.1 (conclusão))
DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Descrição da variável	Nome da variável no modelo	Forma de cálculo	Sinal esperado	Estudo-base	Fonte
Concentração acionária ²	CONCACIO ²	CONCACIO ao quadrado	-	Lu et al. (2009)	Dados da CVM
Desempenho	ROS	Lucro líquido/vendas totais	+	Lu et al. (2009), Singla, George e Veliyath (2017) e Nam e An (2017)	Economática
Tamanho	TAM	Logaritmo do ativo total	+	Lu et al. (2009), Singla et al. (2017) e Nam e An (2017)	Economática
Alavancagem	ALAV	Passivo total/patrimônio líquido	+	Herrera-Echeverri et al. (2016)	Economática
Idade	IDADE	Número de anos desde a fundação	+	Lu et al. (2009) e Nam e An (2017)	Economática
Taxa de crescimento	CRESC	Lucro atual – lucro anterior/ lucro anterior	+	Nam e An (2017)	Economática
Setor	SETOR	Setor NAICs – variável categórica subdividida em comércio, indústria e serviços	+/-	Palombini e Nakamura (2012)	Economática

Fonte: Elaborada pelos autores.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

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

No que tange às variáveis de governança, há em média 1,36 membro independente no conselho em relação ao total de membros. Em média, o

tamanho do conselho tem 6,5 membros, atingindo no máximo 17 elementos. Em média, o percentual de ações totais em poder dos três maiores acionistas da firma é de 62,71%, atingindo o máximo de 100%.

(Figura 4.1)
ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Observações	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
PROEXPORT	2.448	0,3104575	0,4627755	0	1
INTEXP	484	0,3208149	0,2463387	0	0,933
ROS	2.078	-0,04751	1,073691	-5,16394	2,559223
TAM	2.313	5,606148	3,401976	-6,82458	13,17335
ALAV	2.312	1,659132	3,271488	-5,97473	14,3572
CRESC	2.271	-0,1412	2,404634	-7,57836	8,328367
IDADE	2.111	14,53292	9,063427	0	31
CONSINDEP	2.246	1,359305	1,712139	0	11
TAMCONS	2.242	6,504906	2,651938	0	17
CONCACIO	2.188	62,71326	22,92261	0,138775	100
CONCACIO ²	2.188	4458,159	2924,262	0,0192585	10.000

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Figura 4.2 apresenta a correlação entre as variáveis desta pesquisa. Observa-se uma correlação positiva e significativa entre independência do conselho (CONSINDEP) e intensidade de exportação (INTEXP), sugerindo que uma maior independência do conselho pode favorecer as exportações. Além disso, o tamanho do conselho (TAMCONS) também mostrou correlação positiva e significativa com a intensidade da exportação.

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

(Figura 4.2)
MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

	PROPEXP	ROS	TAM	ALAV	CRESC	IDADE	CONSINDEP	TAMCONS	CONCACIO	CONCACIO ²
PROPEXP	1									
ROS	0,0201	1								
TAM	0,0970*	0,0751*	1							
ALAV	0,0638*	0,0348	0,0844*	1						
CRESC	-0,0043	-0,0019	0,0110	-0,1017*	1					
IDADE	0,1393*	-0,0198	0,0431*	-0,0548*	-0,0114	1				
CONSINDEP	0,1075*	0,0036	0,1205*	0,1205*	-0,027	-0,3076*	1			
TAMCONS	0,1099*	0,04	0,2953*	0,1546*	-0,0144	-0,1150*	0,03828*	1		
CONCACIO	-0,1690*	0,0460*	-0,1857*	-0,0502*	0,009	-0,0257	-0,3775*	0,2988*	1	
CONCACIO ²	-0,1945*	0,0543*	-0,2007*	-0,0582*	0,0141	-0,0197	-0,3650*	-0,3078*	0,09811*	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

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

Pela análise da Figura 4.3 – modelo 1A, pode-se notar uma relação positiva e significativa entre independência do conselho e propensão à exportação, o que corrobora a hipótese 2 deste estudo, “Existe uma relação positiva entre a presença de membros independentes no conselho de administração e o nível de exportações”. Esse resultado está alinhado com estudos anteriores, como Majocchi e Strange (2012), que constataram que membros independentes no conselho podem contribuir para a empresa com competências gerenciais, contatos com fornecedores e clientes externos, conhecimento de mercados novos e distantes que facilitam as estratégias de exportação. Ademais, outros autores afirmam que uma maior proporção de membros independentes no conselho está associada a iniciativas relacionadas à exportação, já que os conselheiros independentes melhoram a compreensão de mercados estrangeiros (Majocchi & Strange, 2012; Sanders & Carpenter, 1998).

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

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

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

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

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

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

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

A relação negativa encontrada entre setor indústria e exportações para o modelo das empresas exportadoras pode ser explicada pelo contexto brasileiro, caracterizado por uma recente queda da participação da indústria em relação ao PIB e pela exportação predominante de *commodities* (Conceição, 2017). Com relação ao setor de serviços, para os quatro modelos, a relação com exportação foi negativa e significativa, mostrando a dificuldade das empresas brasileiras em exportar serviços. Conforme Oliveira et al. (2017), a exportação de serviços é significativamente maior para os países desenvolvidos em relação aos países em desenvolvimento.

(Figura 4.3)

RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Variável dependente: PROPEXP ou INTEXP	Modelos de regressão			
	Modelo 1A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 2A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 1B (INTEXP; amostra restrita)	Modelo 2B (INTEXP; amostra restrita)
CONSINDEP	0,1574*** (0,0326)		0,0197** (0,0079)	
TAMCONS	0,0086 (0,0215)		0,0147*** (0,0054)	
CONCACIO		0,0634*** (0,0129)		0,0013 (0,0037)
CONCACIO ²		-0,0007*** (0,0001)		-0,0001 (0,0001)
ROS	0,0647 (0,0492)	0,0909* (0,0496)	0,0039* (0,0018)	0,0044*** (0,0014)
TAM	0,0026 (0,0164)	0,0116 (0,0116)	0,0006 (0,0039)	0,0080** (0,0039)
ALAV	0,0310** (0,0156)	0,0368** (0,0154)	-0,0003* (0,0001)	-0,0002 (0,0002)
CRESC	0,0002 (0,0214)	0,0105 (0,0215)	-0,0013 (0,0014)	-0,0017 (0,0013)
IDADE	0,0321*** (0,0063)	0,0217*** (0,0059)	0,0725*** (0,0164)	0,0051*** (0,0157)
DIND	0,5288*** (0,1639)	0,6741*** (0,1646)	-0,0497 (0,0367)	-0,0771** (0,0373)

(continua)

(Figura 4.3 (conclusão))
RESULTADOS DAS REGRESSÕES

Variável dependente: PROPEXP ou INTEXP	Modelos de regressão			
	Modelo 1A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 2A (PROPEXP; amostra geral)	Modelo 1B (INTEXP; amostra restrita)	Modelo 2B (INTEXP; amostra restrita)
DSERV	-0,4159** (0,1837)	-0,3762** (0,1836)	-0,0918** (0,0453)	-0,1313*** (0,1836)
Cons	-1,7044*** (0,2499)	-2,5638*** (0,4217)	0,0046 (0,0709)	0,1822 (0,1297)
Observações	1.862	1.847	455	452

Significância: * $p < 0,1$, ** $p < 0,05$, *** $p < 0,01$.

Fonte: Elaborada pelos autores.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa buscou investigar se a concentração acionária e a composição do conselho de administração influenciaram no nível de exportações de firmas brasileiras, no período de 2010 a 2017. No que tange ao método, este trabalho adotou regressão logit e regressão tobit. Para medir exportação, adotaram-se duas *proxies* consolidadas na literatura: propensão a exportar e intensidade de exportação. As regressões logit envolveram uma amostra de 307 empresas, composta por firmas exportadoras e não exportadoras. As regressões tobit envolveram 61 empresas exportadoras. O trabalho utilizou quatro modelos econométricos, sendo dois para conselho e dois para concentração acionária.

Como principais resultados, pode-se dizer que as hipóteses 1 e 2 foram confirmadas por meio de três modelos dentre os quatro testados. Ou seja, constatou-se, tanto para a amostra de empresas exportadoras quanto para a amostra geral, que uma maior presença de membros independentes no conselho influencia positivamente as exportações. Isso pode indicar que altos níveis de independência do conselho podem trazer conhecimentos e experiências gerenciais advindas desses membros, que podem mostrar uma propensão a adotar estratégias de longo prazo, como a exportação (Filatotchev et al., 2008; Lu et al., 2009; Tihanyi, Johnson, Hoskisson, & Hitt, 2003).

O estudo observou também que o tamanho do conselho possui relação positiva e significativa com as exportações. Possivelmente, um conselho

maior auxiliaria a empresa no que tange a captação de recursos, compartilhamento de competências e maior conhecimento gerencial (Lu et al., 2009; Nas & Kalaycioglu, 2016), que podem ser utilizados para várias estratégias da empresa, como a decisão de exportação (Nas & Kalaycioglu, 2016).

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

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

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

Uma das limitações deste estudo foi considerar somente duas variáveis relacionadas ao conselho (tamanho e independência), em razão da dificuldade de coletar outros dados de conselho. Também poderiam ter sido considerados outros mecanismos de GC, como a compensação dos gestores, a transparência das informações e/ou a proteção aos minoritários. Como sugestão para trabalhos futuros, recomenda-se considerar também outros mecanismos de GC para enriquecer a análise da influência destes sobre as exportações de empresas brasileiras.

DO OWNERSHIP CONCENTRATION AND THE BOARD OF DIRECTORS AFFECT EXPORTS?

ABSTRACT

Purpose: To investigate whether the shareholder concentration and the board composition influence on the export of Brazilian listed firms, from 2010 to 2017.

Originality/value: The study contributes to the literature on exports and corporate governance by highlighting that companies with good governance practices, measured by the board composition and ownership/control structure, might increase their exports. This research can serve as a guide for companies to structure their boards in order to positively influence exports and improve performance. In addition, the study raises the question of what would be the “optimal level” of firms’ shareholding concentration, in order to improve the decision-making process involved in choosing to expand borders through export.

Design/methodology/approach: The study performed logistic regression (logit model) and regression with censored dependent variable (tobit model). Propensity to export and intensity of export were used as dependent variables. The logit regressions involved a sample of 307 exporting and non-exporting companies, and the tobit regressions involved a sample of 61 exporting firms.

Findings: We found a positive relationship between board independence and exports, that is, the greater presence of independent members on the board, the higher the export level of firms. We also found that there is a non-monotonic relationship between shareholder concentration and level of exports. In summary, the study suggests that some corporate governance mechanisms may act as antecedents for firms’ export practices.

KEYWORDS

Export. Brazilian companies. Shareholder concentration. Composition of the board. Corporate governance.

REFERÊNCIAS

- Altaf, N., & Shah, F. A. (2015). Internationalization and firm performance of Indian firms: Does product diversity matter? *Pacific Science Review B: Humanities and Social Sciences*, 1(2), 76–84. doi:10.1016/j.psrb.2016.05.002
- Barroso, C., Villegas, M. M., & Pérez-Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 351–367. doi:10.1111/j.1467-8683.2011.00859.x
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: Effects on corporate strategy. *Academy of Management Review*, 15(1), 72–87. doi:10.5465/amr.1990.4308231
- Bhaumik, S. K., Estrin, S., & Mickiewicz, T. (2017). Ownership identity, strategy and performance: Business group affiliates versus independent firms in India. *Asia Pacific Journal of Management*, 34(2), 281–311. doi:10.1007/s10490-016-9477-9
- Bohren, O., & Odegaard, B. A. (2004) Governance and performance revisited [Working Paper n° 28]. *European Corporate Governance Institute*. doi:10.2139/ssrn.423461
- Buck, T., Filatotchev, I., Demina, N., & Wright, M. (2000). Exporting activity in transitional economies: An enterprise-level study. *The Journal of Development Studies*, 37(2), 44–66. doi:10.1080/713600068
- Cândido, M. S., & Lima, F. G. (2010). Economic growth and external trade: Theory and evidences for some Asian economies. *Revista de Economia Contemporânea*, 14(2), 303–325. doi:10.1590/S1415-98482010000200004
- Cavusgil, S. T., Chan, K., & Zhang, C. (2003). Strategic orientations in export pricing: A clustering approach to create firm taxonomies. *Journal of International Marketing*, 11(1), 47–72. doi:10.1509/jimk.11.1.47.20136
- Conceição, C. S. (2017). Análise comparativa da evolução recente da estrutura industrial e perfil das exportações do Brasil e do Rio Grande do Sul. *Indicadores Econômicos FEE*, 45(1), 9–20.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45–63.
- Cunha, P. D. (2016). *A relação entre a internacionalização e o desempenho econômico de empresas brasileiras de capital aberto* (Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, MG, Brasil). Recuperado de <https://repositorio.ufu.br/handle/123456789/18039>

- Dani, A. C., Kaveski, I. D. S., Santos, C. A. dos, Leite, A. P. P., & Cunha, P. R. da (2017). Características do conselho de administração e o desempenho empresarial das empresas listadas no novo mercado. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 29–47. doi:10.18028/rgfc.v7i1.2603
- Detthamrong, U., Chancharat, N., & Vithessonthi, C. (2017). Corporate governance, capital structure and firm performance: Evidence from Thailand. *Research in International Business and Finance*, 42(6), 689–709. doi:10.1016/j.ribaf.2017.07.011
- Dixon, R., Guariglia, A., & Vijayakumaran, R. (2017). Managerial ownership, corporate governance and firms' exporting decisions: Evidence from Chinese listed companies. *The European Journal of Finance*, 23(7–9), 802–840, doi:10.1080/1351847X.2015.1025990
- Duarte, D. L., Araújo, F. B., Peixoto, F. M., & Barboza, F. M. (2019). Disclosure de governança corporativa e o nível de internacionalização das empresas no mercado de capitais brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 12(3), 3–21. doi:10.14392ASAA.2019120301
- Fávero, P. L., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Método quantitativos com Stata: Procedimentos, rotinas e análise de resultados*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fernández, A., & Nieto, M. J. (2006). Impact of ownership on the international involvement of SMEs. *Journal of International Business Studies*, 37(3), 340–351. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400196
- Filatotchev, I., Dyomina, N., Wright, M., & Buck, T. (2001). Effects of post-privatization governance and strategies on export intensity in the former Soviet Union. *Journal of International Business Studies*, 32(4), 853–871. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490997
- Filatotchev, I., Isachenkova, N., & Mickiewicz, T. (2006). Corporate governance, managers' independence, exporting, and performance of firms in transition economies. *Emerging Markets Finance and Trade*, 43(5), 62–77. doi:10.2753/REE1540-496X430504
- Filatotchev, I., Stephan, J., & Jindra, B. (2008). Ownership structure, strategic controls and export intensity of foreign-invested firms in transition economies. *Journal of International Business Studies*, 39(7), 1133–1148. doi:10.1057/palgrave.jibs.8400404
- Gorga, E. (2008). Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries [Working Paper n° 2]. *Cornell Law Faculty Publications*, Ithaca, NY.



- Grossi, J. C., Vilela, E. H. P., & Pereira, V. S. (2017). Efeitos da interação inovação-governança corporativa na internacionalização de empresas brasileiras. *XX Seminários em Administração (Semead)*, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://login.semead.com.br/20semead/arquivos/1058.pdf>
- Herrera-Echeverri, H., Geleilate, J. G., Gaitan-Riaño, S., Haar, J., & Soto-Echeverry, N. (2016). Export behavior and board independence in Colombian family firms: The reverse causality relationship. *Journal of Business Research*, 69(6), 2018–2029. doi:10.1016/j.jbusres.2015.10.147
- Huddart, S. (1993). The effect of a large shareholder on corporate value. *Management Science*, 39(11), 1407–1421. doi:10.1287/mnsc.39.11.1407
- International Monetary Fund (2019). Datasets. Recuperado de <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/weo/1>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Financial*, 58, 3–27. doi:10.1016/S0304-405X(00)00065-9
- Liu, X., & Buck, T. (2007). Innovation performance and channels for international technology spillovers: Evidence from Chinese high-tech industries. *Research Policy*, 36(3), 355–366. doi:10.1016/j.respol.2006.12.003
- Lu, J., Xu, B., & Liu, X. (2009). The effects of corporate governance and institutional environments on export behaviour in emerging economies. *Management International Review*, 49(4), 455–478. doi:10.1007/s11575-009-0004-9
- Lukason, O., & Vissak, T. (2020). Export behavior and corporate governance. *Review of International Business and Strategy*, 30(1), 43–76. doi:10.1108/RIBS-07-2019-0097
- Maia, G. R., Vasconcelos, A. C., & Luca, M. M. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(3), 40–60. doi:10.18568/1980-4865.8240-60
- Majocchi, A., & Strange, R. (2012). International diversification: the impact of ownership structure, the market for corporate control and board independence. *Management International Review*, 52(6), 879–900. doi:10.1007/s11575-012-0148-x



- Mandzila, E. E. W., & Zéghal, D. (2016). Content analysis of board reports on corporate governance, internal controls and risk management: Evidence from France. *Journal of Applied Business Research*, 32(3), 637–648. doi:10.19030/jabr.v32i3.9668
- Minetti, R., Murro, P., & Zhu, S. C. (2015). Family firms, corporate governance and export. *Economica*, 82, 1177–1216. doi:10.1111/ecca.12156
- Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços (2019). Estatísticas do Comércio Exterior de Serviços. Recuperado de <http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-servicos/estatisticas-docomercio-exterior-de-servicos>
- Moizinho, C. S., Borsato, R. B., Peixoto, F. M., & Pereira, V. S. (2014). Governança corporativa e internacionalização: Uma análise dos efeitos nas empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 16(40), 104–122. doi:10.5007/2175-8077.2014v16n40p104
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1–2), 293–315. doi:10.1016/0304-405X(88)90048-7
- Moura, G. D., & Beuren, I. M. (2011). Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&F Bovespa: Análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências da Administração*, 13(29), 11–37. doi:10.5007/2175-8077.2011v13n29p11
- Nam, H. J., & An, Y. (2017). Patent, R&D and internationalization for Korean healthcare industry. *Technological Forecasting and Social Change*, 117, 131–137. doi:10.1016/j.techfore.2016.12.008
- Nam, J., Liu, X., Lioliou, E., & Jeong, M. (2018). Do board directors affect the export propensity and export performance of Korean firms? A resource dependence perspective. *International Business Review*, 27(1), 269–280. doi:10.1016/j.ibusrev.2017.08.001
- Nas, T. I., & Kalaycioglu, O. (2016). The effects of the board composition, board size and CEO duality on export performance. *Management Research Review*, 39(11), 1–48. doi:10.1108/MRR-01-2015-0014
- Oliveira, T. M., Reis, D. B., & Bloch, C. D. (2017). A inserção do Brasil no comércio internacional de serviços e suas relações com cadeias globais de valor. In I. T. M. Oliveira, F. L. Carneiro, & E. B. da Silva Filho (Orgs.). *Cadeias globais de valor, políticas públicas e desenvolvimento* (pp. 571–618). São Paulo: Elsevier. Recuperado de <http://repositorio.ipea.gov.br/handle/11058/8768>



- Oxelheim, L., Gregoric, A., Randoy, T., & Thomsen, S. (2013) On the internationalization of corporate boards: The case of Nordic firms. *Journal of International Business Studies*, 44, 173–194. doi:10.1057/jibs.2013.3
- Palombini, V. N., & Nakamura, W. T. (2012). Key factors in working capital management in the Brazilian market. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 55–69. doi:10.1590/S0034-75902012000100005
- Perotti, E. C., & Von Thadden, L. (2006). The political economy of corporate control and labor rents. *Journal of Political Economy*, 114(1), 145–175. doi:10.1086/500278
- Salas, W. G. V., & Deng, Z. (2017). High ownership concentration and exporting of emerging market firms: Evidence from Peru. *Frontiers of Business Research in China*, 11(17), 2–18. doi:10.1186/s11782-017-0018-2
- Sanders, W. M. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, 41(2), 158–178. doi:10.5465/257100
- Santos, J. G. C., Vasconcelos, A. C. de, & De Luca, M. M. M. (2015). Internacionalização de empresas e governança corporativa: Uma análise das maiores companhias abertas do Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 300–319. doi:10.14392/asaa.2015080302
- Sareen, R. (2018). Impact of corporate governance on export position of large business houses. *International Journal of Entrepreneurship and Development Studies*, 6(3), 179–188.
- Sheng, H. H., & Pereira, V. S. (2014). Effects of internationalization on ownership structure: Evidence from Latin American firms. *Brazilian Administration Review*, 11(3), 323–339. doi:10.1590/1807-7692bar2014353
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- Silveira, A. D. M., & Barros, L. B. C. (2008). Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 61(14), 512–540. doi:10.21452/rde.v2i134.4302
- Singla, C., George, R., & Veliyath, R. (2017). Ownership structure and internationalization of Indian firms. *Journal of Business Research*, 81, 130–143. doi:10.1016/j.jbusres.2017.08.016
- Tihanyi, L., Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (2003). Institutional ownership differences and international diversification: The effects of boards of directors and technological opportunity. *Academy of Management Journal*, 46(2), 195–211. doi:10.5465/30040614



Zou, S., & Cavusgil, S. T. (2002) The GMS: A broad conceptualization of global marketing strategy and its effect on firm performance. *Journal of Marketing*, 66, 40–56. doi:10.1509/jmkg.66.4.40.18519

NOTAS DOS AUTORES

Vitor F. M. B. Dias, mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia (UFU); **Michele A. Cunha**, mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia (UFU); **Fernanda M. Peixoto**, doutora pelo Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (Cepead), Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG); **Duterval Jesuka**, mestre pelo Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade Federal de Uberlândia (UFU).

Vitor F. M. B. Dias é agora assessor de investimentos na Chronos Investimentos; Michele A. Cunha é agora docente da Faculdade de Gestão e Negócios (Fagen) da UFU; Fernanda M. Peixoto é agora professora adjunta IV da Fagen-UFU; Duterval Jesuka é agora doutorando pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da UFU.

Correspondências sobre este artigo devem ser enviadas para Fernanda M. Peixoto, Avenida João Naves de Avila, 2121, Santa Mônica, Uberlândia, Minas Gerais, Brasil, CEP 38408-223.

E-mail: fmacielpaixoto@gmail.com

CORPO EDITORIAL

Editor-chefe
Gilberto Perez

Editor associado
David Ferreira Lopes Santos

Suporte técnico
Vitória Batista Santos Silva

PRODUÇÃO EDITORIAL

Coordenação editorial
Jéssica Dametta

Preparação de originais
Carlos Villarruel

Revisão
Paula Di Sessa Vavlis

Diagramação
Emap

Projeto gráfico
Libro