

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA MARIA  
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS E HUMANAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Rodrigo Almeida Mainardi

**A INFLUÊNCIA DAS *GOLDEN SHARES*  
NO DESEMPENHO DA EMPRESA**

Santa Maria, RS  
2022

Rodrigo Almeida Mainardi

**A INFLUÊNCIA DAS *GOLDEN SHARES*  
NO DESEMPENHO DA EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Orientador: Prof. Dr. Igor Bernardi Sonza

Santa Maria, RS  
2022

Mainardi, Rodrigo Almeida  
A INFLUÊNCIA DAS GOLDEN SHARES NO DESEMPENHO DA  
EMPRESA / Rodrigo Almeida Mainardi.- 2022.  
60 p.; 30 cm

Orientador: Igor Bernardi Souza  
Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de Santa  
Maria, Centro de Ciências Sociais e Humanas, Programa de  
Pós-Graduação em Ciências Contábeis, RS, 2022

1. Privatização 2. Governança Corporativa 3. Golden  
Shares 4. Desempenho I. Souza, Igor Bernardi II. Título.

Sistema de geração automática de ficha catalográfica da UFSM. Dados fornecidos pelo autor(a). Sob supervisão da Direção da Divisão de Processos Técnicos da Biblioteca Central. Bibliotecária responsável Paula Schoenfeldt Patta CRB 10/1728.

Declaro, RODRIGO ALMEIDA MAINARDI, para os devidos fins e sob as penas da lei, que a pesquisa constante neste trabalho de conclusão de curso (Dissertação) foi por mim elaborada e que as informações necessárias objeto de consulta em literatura e outras fontes estão devidamente referenciadas. Declaro, ainda, que este trabalho ou parte dele não foi apresentado anteriormente para obtenção de qualquer outro grau acadêmico, estando ciente de que a inveracidade da presente declaração poderá resultar na anulação da titulação pela Universidade, entre outras consequências legais.

**Rodrigo Almeida Mainardi**

**A INFLUÊNCIA DAS *GOLDEN SHARES*  
NO DESEMPENHO DA EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade Federal de Santa Maria (UFSM, RS) como requisito parcial para a obtenção do título de **Mestre em Ciências Contábeis**, área de concentração Controladoria, Governança e Sustentabilidade, Linha de Pesquisa de Governança e Sustentabilidade Organizacional.

Aprovado em 30 de Setembro de 2022.

---

**Igor Bernardi Sonza, Dr. (UFSM)**  
(Presidente/Orientador)

---

**José Elias Feres de Almeida, Dr. (UFES)**  
(Membro Interno)

---

**Wilson Toshiro Nakamura, Dr. (MACKENZIE)**  
(Membro Externo)

Santa Maria, RS  
2022

## RESUMO

### A INFLUÊNCIA DAS *GOLDEN SHARES* NO DESEMPENHO DA EMPRESA

AUTOR: Rodrigo Almeida Mainardi

ORIENTADOR: Igor Bernardi Souza

A relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas tem sido assunto de interesse entre acadêmicos, principalmente para entender a eficiência da *Golden Share* que torna a propriedade do governo como mecanismo de controle. Este estudo tem como objetivo analisar a influência das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado das empresas de capital aberto, que sofreram processo de privatização em âmbito global. Para alcançar este objetivo foi utilizado o método diferença-em-diferenças (DID) dinâmico com o *Kernel Propensity Score Match* (PSM). Como resultado, foi possível encontrar que as empresas privatizadas que possuem *Golden Shares* sofrem maior impacto positivo no desempenho de mercado do que as empresas privatizadas sem essa cláusula.

**Palavras-Chave:** Privatização. Governança Corporativa. *Golden Shares*. Desempenho.

## **ABSTRACT**

### **THE INFLUENCE OF GOLDEN SHARES ON COMPANY PERFORMANCE**

**AUTHOR:** Rodrigo Almeida Mainardi

**ADVISOR:** Igor Bernardi Souza

The relationship between the ownership structure and the performance of companies has been a subject of interest among academics, mainly to understand the efficiency of the golden share that makes government ownership a control mechanism. This study aims to analyze the influence of golden shares on the accounting performance of public traded companies that underwent privatization at a global level. To achieve this objective, the dynamic difference-in-differences (DID) method was used with Kernel Propensity Score Match (PSM) and a multilevel analysis. As a result, privatized companies that have golden shares are experienced more positive impact on market performance than companies privatized without it.

**Keywords:** Privatization. Corporate governance. Golden Shares. Performance.

## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Receitas com privatizações no mundo por os países .....	15
FIGURA 2 – Receitas com privatizações no mundo por os setores.....	16
FIGURA 3 – Receitas com privatizações no Reino Unido .....	17
FIGURA 4 – Receitas com privatizações na Europa Continental.....	18
FIGURA 5 – Receitas com privatizações na América Latina .....	19
FIGURA 6 – Efeito captado pelo modelo DiD na tendência da variável analisada.....	32
FIGURA 7 – Análise gráfica das variáveis (mediana) .....	45

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Estatística descritiva: Grupo de Controle .....	39
TABELA 2 – Estatística descritiva: Grupo de Tratamento antes da privatização .....	40
TABELA 3 – Matriz de correlação das variáveis estudadas .....	42
TABELA 4 – Resultados modelo Diferença-em-Diferenças .....	47
TABELA 5 – Resultados modelo OLS .....	49
TABELA 6 – Resultado Teste Placebo .....	52



## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Testes utilizados para validação. ....	35
QUADRO 2 – Variáveis Dependentes .....	36
QUADRO 3 – Variáveis de Controle .....	37
QUADRO 4 – Testes dos pressupostos do modelo .....	50

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>11</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....	11
1.2	LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA.....	12
1.3	OBJETIVOS.....	12
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo Geral</b>	<b>12</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos Específicos</b>	<b>12</b>
1.4	JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO.....	13
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO.....	14
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>15</b>
2.1	GOVERNANÇA E PRIVATIZAÇÃO DE EMPRESAS.....	15
2.2	<i>GOLDEN SHARES</i> E SUA INFLUÊNCIA NO DESEMPENHO CONTÁBIL.....	20
2.3	<i>GOLDEN SHARES</i> E GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	25
2.4	HIPÓTESES DO ESTUDO.....	26
<b>3</b>	<b>METODOLOGIA</b>	<b>30</b>
3.1	ENQUADRAMENTO CIENTÍFICO.....	30
3.2	POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DOS DADOS.....	31
3.3	MÉTODO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS (DID).....	31
3.4	MODELOS E VARIÁVEIS.....	34
<b>4</b>	<b>RESULTADOS</b>	<b>38</b>
4.1	ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	38
4.2	RESULTADO DO MODELO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS.....	43
4.3	TESTE DE ROBUSTEZ PARA O MODELO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS..	51
<b>4.3.1</b>	<b>Teste Placebo</b>	<b>51</b>
<b>5</b>	<b>CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES</b>	<b>53</b>

5.1	CONCLUSÃO.....	53
5.2	RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS .....	54
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>55</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo, apresenta-se inicialmente a contextualização da pesquisa, a lacuna e o problema do estudo, posteriormente são abordados os objetivos, justificativas e contribuições. Por fim, apresenta-se a estrutura do trabalho.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

A privatização é uma importante fonte de receita através da venda de ativos dos governos nas últimas décadas, sendo um processo de venda de empresas estatais total ou parcialmente por um governo a investidores privados. Entretanto, é uma questão controversa na literatura se as empresas privadas têm um desempenho superior às empresas estatais, e se a privatização melhora o desempenho das empresas (HANOUSEK et al., 2007). Essa transição de direitos de propriedade e controle do governo para o controle privado diminui a interferência política e intensifica o foco no lucro (BEN-NASR, 2012). Por outro lado, empresas politicamente conectadas são mais propensas a serem socorridas do que seus pares não politicamente conectados (FACCIO; MASULIS; MCCONNELL, 2006).

Porém, nem sempre a privatização cessa os laços políticos entre o Estado e as empresas envolvidas. Estudos empíricos (BOARDMAN; LAURIN, 2000; BEN-NASR, 2014; ILJEBLOM et al., 2019) demonstram que os governos mantêm interferência nas empresas privatizadas através das *Golden Shares*, um mecanismo onde os detentores desta ação especial podem tomar decisões da empresa, mesmo eles sendo acionistas minoritários. De modo geral, a utilização desse instrumento busca manter o poder de decisão do Governo em companhias com participação estatal (LILJEBLOM; MAURY; HÖRHAMMER, 2020). Diversos estudos empíricos evidenciam a presença de *Golden Shares* em empresas privatizadas (BOARDMAN; LAURIN, 2000; BORTOLOTTI; FACCIO, 2009).

O presente estudo delimita-se a analisar a influência das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado nas empresas de capital aberto que sofreram processo de privatização no período de 1980 a 2020. Contribui-se para a literatura de várias maneiras, sendo que, em primeiro lugar, amplia o conhecimento do papel das *Golden Shares*, já que Denis e McConnell (2003) identificam que esse assunto é pouco desenvolvido na literatura. Em segundo lugar, uma amostra mundial permite examinar como as instituições políticas, que variam entre os países, podem afetar as informações específicas da empresa na presença da participação do governo

(BEN-NASR; COSSET, 2014). Finalmente, o estudo contribui para a literatura sobre o impacto das *Golden Shares* no desempenho contábil e no desempenho de mercado da ação pós-privatização (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008).

## 1.2 LACUNA E PROBLEMA DE PESQUISA

Fundamentado na revisão de literatura, pode-se trazer as consequências da utilização das *Golden Shares* como mecanismo de governança no processo de privatização que afetam o desempenho contábil e de mercado (BEN-NASR, 2012). Analisar a influência das *Golden Shares* no desempenho das empresas de capital aberto, que sofreram processo de privatização no período de 1980 a 2020 encontra-se na delimitação do problema de pesquisa, bem como examinar os efeitos das *Golden Shares* na governança corporativa.

No que se refere à delimitação geográfica, o presente trabalho analisa empresas de distintos segmentos de países da América do Sul e Europa. As empresas pesquisadas são de diferentes setores (indústria, comércio e serviços), com adiantados processos de governança corporativa e capital aberto nos níveis diferenciados de governança corporativa. Quanto à delimitação temporal, são estudadas empresas com o capital aberto a partir do ano 1980, abrangendo-se tanto a análise de suas ações quanto o desempenho econômico.

## 1.3 OBJETIVOS

Nesta sessão são apresentados os objetivos do presente trabalho.

### 1.3.1 Objetivo Geral

Este estudo tem como objetivo analisar a influência das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado das empresas de capital aberto, que sofreram processo de privatização em diferentes países no período de 1980 a 2020.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

Os objetivos específicos representam os passos a serem dados a fim de atingir o objetivo geral, conforme podem ser vistos a seguir:

- Efetuar um levantamento das empresas que possuem *Golden Shares* em todo o mundo;
- Analisar a relação entre a privatização e o desempenho contábil e de mercado das empresas de capital aberto a nível global;
- Verificar e comparar os efeitos das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado das empresas de capital aberto que sofreram privatização em cada país;
- Examinar o impacto das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado, através da análise gráfica.

#### 1.4 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

O desempenho das empresas está intimamente ligado à qualidade da sua gestão. Por este motivo, a Governança Corporativa vem cada vez mais sendo o centro dos debates, entre as principais vantagens das empresas em adotar boas práticas estão: a otimização de valor, a administração de conflitos de interesses, a longevidade e a sustentabilidade. Desse modo, as *Golden Shares* surgem no momento em que o Estado busca financiamento, repassando a iniciativa privada, mas sem abrir mão de direitos especiais, uma vez que considera essas empresas estratégicas. Entretanto, o uso dessa ferramenta é malvisto pelo mercado, pois os investidores não querem ficar à mercê das decisões do governo que podem ir contra os interesses da companhia (PELA, 2017).

Embora desempenho contábil e de mercado sejam temas bastante explorados pelos estudos, ainda não foram feitas investigações teóricas e empíricas sobre as *Golden Shares* isoladamente que abrangem essas duas análises. Acrescenta-se a literatura ao abordar a temática das *Golden Shares*, e o impacto no desempenho contábil e de mercado das empresas, que são temas relevantes (BOARDMAN; LAURIN, 2000). Destaque-se também a abrangência do estudo, uma vez que a amostra contemplará empresas de diversos países, assim pode-se examinar as variações entre países e como podem ser afetadas pela presença das *Golden Shares* (BEN-NASR; COSSET, 2014).

Para atingir os objetivos propostos neste trabalho, inova-se também quanto aos procedimentos metodológicos. Assim, o presente estudo apresenta um quase experimento, atrelado a um choque exógeno as empresas (TIAN, 2021). Utiliza-se como marco externo, a implantação da cláusula de *Golden Share* após a privatização das empresas. Para efetuar essa análise opta-se por estimativas de modelos de Diferença-em-Diferenças (DiD), comparando o grupo tratamento (empresas privatizadas com *Golden Shares*) e de controle (empresas

privatizadas sem *Golden Shares*). Desse modo, consegue-se investigar o efeito das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado e possíveis impactos na governança corporativa.

Nesse contexto, verificar se as *Golden Shares* influenciam no valor de mercado e no desempenho das empresas em diversos países dos anos de 1980 a 2020 pode fornecer valiosas informações sobre esse tema ainda pouco explorado no mundo. Assim, o trabalho apresenta contribuições teóricas e práticas, que além de avançar na produção de novos conhecimentos sobre o tema, oportunizam a reguladores e o mercado a compreensão de tais interações. Do mesmo modo, a pesquisa proposta aborda temática relevantes e alinhada aos estudos promovidos pelo Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Maria, na Linha de Pesquisa em Governança e Sustentabilidade Organizacional, e que contribuindo para o seu desenvolvimento.

## 1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Na estrutura do trabalho os elementos são a introdução, contemplando contextualização do tema, lacuna e problema de pesquisa, os objetivos do estudo, justificativas e contribuições. No desenvolvimento apresenta-se o referencial teórico, a metodologia do estudo e por fim, os resultados da pesquisa com as conclusões e recomendações.

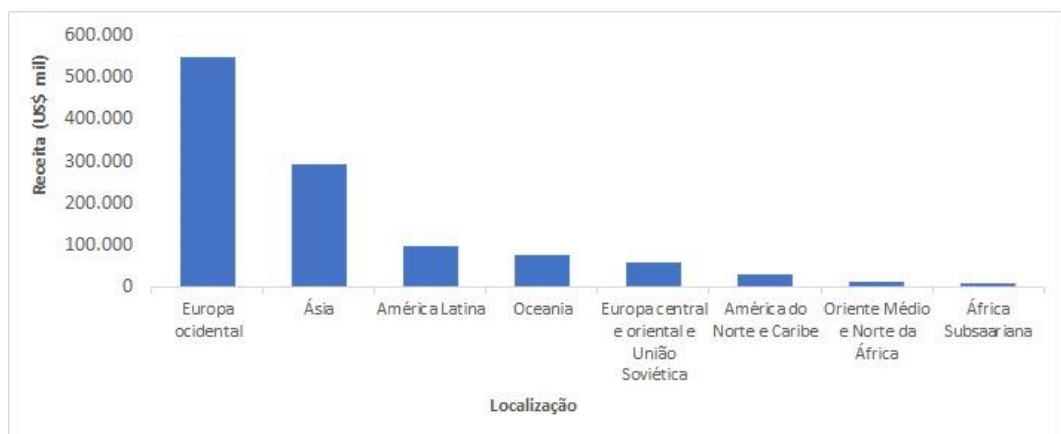
## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são abordados os temas relevantes, a fim de contextualizar o trabalho. Inicialmente aborda-se sobre governança e privatização de empresas, na sequência evidencia-se a temática de *golden shares* e sua influência no desempenho contábil. Posteriormente, aborda-se a relação dos *golden shares* e a governança corporativa, e, por fim, são evidenciadas as hipóteses do estudo.

### 2.1 GOVERNANÇA E PRIVATIZAÇÃO DE EMPRESAS

Privatização é definida como a venda de empresas estatais para o setor privado, sendo uma tendência global que visa reduzir o papel do governo como ator dominante na economia e favorecer o surgimento de um setor privado ativo (BOUBAKRI et al., 2009). As privatizações tiveram início no Reino Unido em 1977 e em razão do êxito das privatizações, em 1997 praticamente todas as empresas estatais foram vendidas no Reino Unido. Todo esse sucesso espalhou-se globalmente e arrecadou mais de US\$ 1.230 bilhões mundialmente no período até 2003, se tornando uma alternativa de arrecadação dos governos (VICKERS; YARROW, 1988).

Figura 1 – Receitas com privatizações no mundo por os países



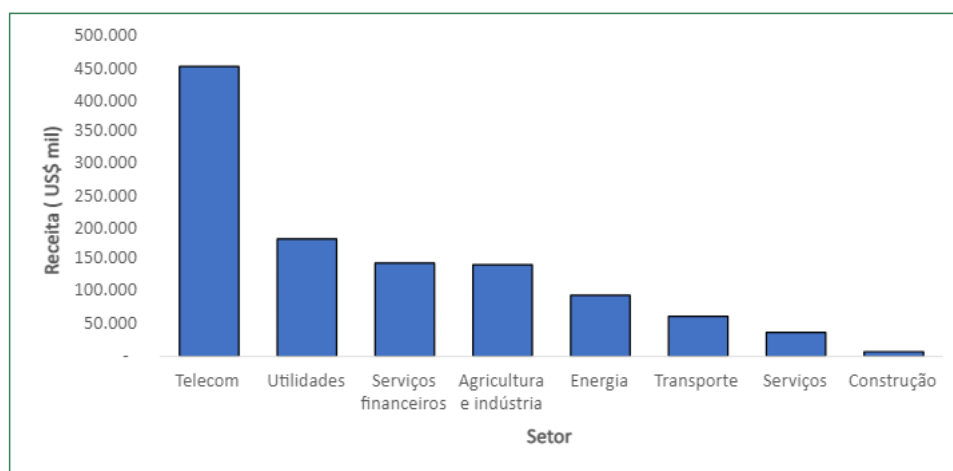
Fonte: Adaptado de Bortolotti e Siniscalco (2004).

Ao longo das últimas décadas, os principais continentes a utilizarem programas de privatização foram Europa, Ásia e América do Sul. A Europa principalmente, devido a ter uma grande quantidade de empresas estatais e ser precursora do processo de privatização (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004).



De fato, quase todos os setores sofreram algum processo de privatização, sendo que a maior parte da receita vem dos setores de telecomunicações, serviços públicos, finanças, produtos industriais e agrícolas. Esta tendência geral favorece a aplicação global das técnicas de privatização, sobretudo devido ao peso dos investidores estrangeiros. A transferência de propriedade do setor público para o privado é uma operação delicada. O governo não vende meramente propriedades ou *know-how*. Durante as transações de privatização, é encarregado de proteger os interesses nacionais e preservar a independência nacional (PELA, 2017).

Figura 2 – Receitas com privatizações no mundo por os setores

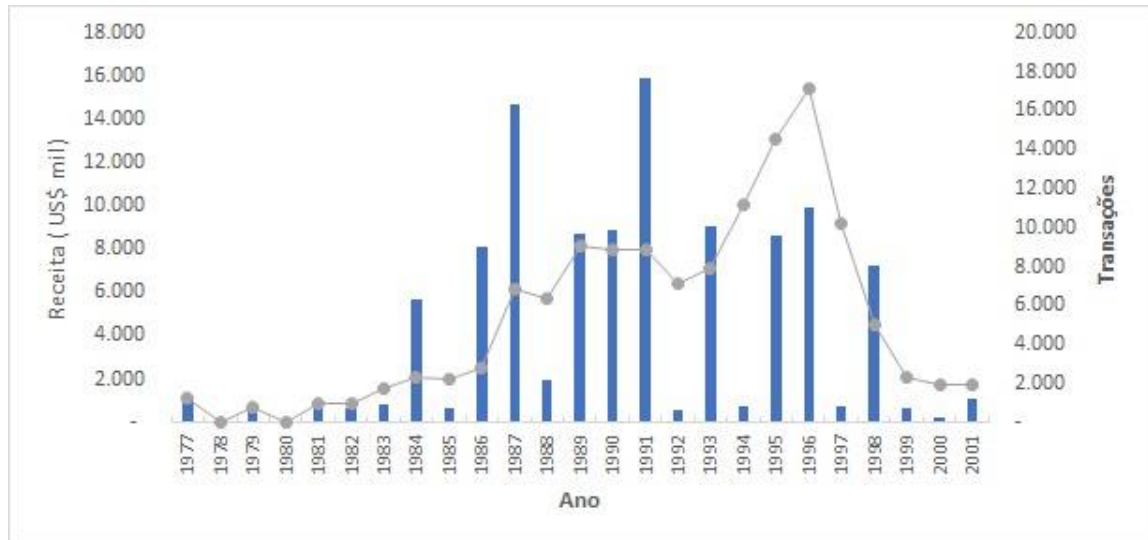


Fonte: Adaptado de Bortolotti e Siniscalco (2004).

No Reino Unido, os principais objetivos da privatização foram a redução da necessidade de financiamento do setor público, maior eficiência da empresa, a liberalização dos monopólios públicos e o desenvolvimento dos mercados financeiros (MEGGINSON et al., 1994). No ano de 1977, o governo do Reino Unido começa a apresentar receitas com o processo de privatização da *British Petroleum* (1977, 1979, 1983, 1987 e 1995), no ano de 1984 foi a vez da *British Telecommunications* (1984) e em 1986 e 1987 da *British Gas*, *British Airways*, *Rolls Royce* e *British Airport Authority*. *PowerGen* e uma das etapas da *British Telecom* impulsionaram as receitas em 1991. A partir de 1992, empresas menores começaram a serem privatizadas por meio de venda privada, onde anteriormente as empresas eram privatizadas através de ofertas públicas de ações. Com isso, o número de transação não acompanha a receita de anos passados. Em 1996, a venda da *Railtrack* correspondeu por mais de US\$ 3 bilhões, cerca de 30% do total de receitas arrecadadas naquele ano. Os principais setores das privatizações britânicas foram serviços e energia. A partir 1999, a privatização no Reino Unido

demonstrou estar concluída, uma vez que mais de 80% das participações das estatais foram vendidas (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004).

Figura 3 – Receitas com privatizações no Reino Unido



Fonte: Adaptado de Bortolotti e Siniscalco (2004).

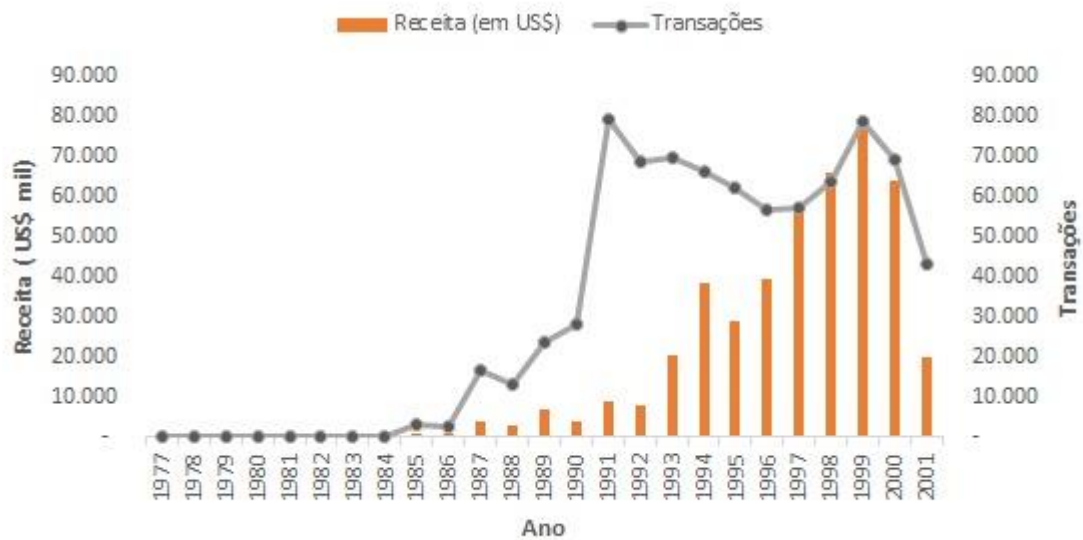
Na Europa Continental o processo se inicia após o Reino Unido, com a privatização do setor financeiro francês em 1987 e na Itália com a venda da empresa IRI. Em 1989, os governos de Portugal e Espanha elaboraram políticas voltadas a privatização das empresas. A Itália e Portugal registraram suas primeiras grandes vendas em 1993. Entretanto em 1999, o número de privatizações começou a diminuir.

No início do processo na década de 1980, o setor financeiro foi o principal setor em termos de recursos arrecadados, já na segunda metade o setor de telecomunicação considerado estratégico foi o foco. Contudo, o governo francês focou numa privatização parcial e o governo italiano não abriu mão do controle nas empresas, demonstrando relutância em desistir do controle e dificuldade em implementar uma verdadeira privatização, exceto em setores como transportes, serviços públicos em geral e serviços financeiros.

A América Latina foi um dos principais continentes no quesito privatização, sendo responsável por uma receita de mais de US\$ 109 bilhões, alocados grande parte de forma de venda direta de ativos. Nesse contexto, o Brasil é responsável por 19% das transações e por 32% da receita total das privatizações na América Latina. A Argentina e México também apresentam resultados relevantes. O setor mais significativo é o de serviços públicos com 45%, seguido de energia, indústria e crédito. O crescimento das receitas das privatizações decorre das

vendas de empresas do setor elétrico e gás na Argentina, à alienação de empresas do setor químico no Brasil e do setor financeiro no México, atingindo o valor de US\$ 27 bilhões em 1997.

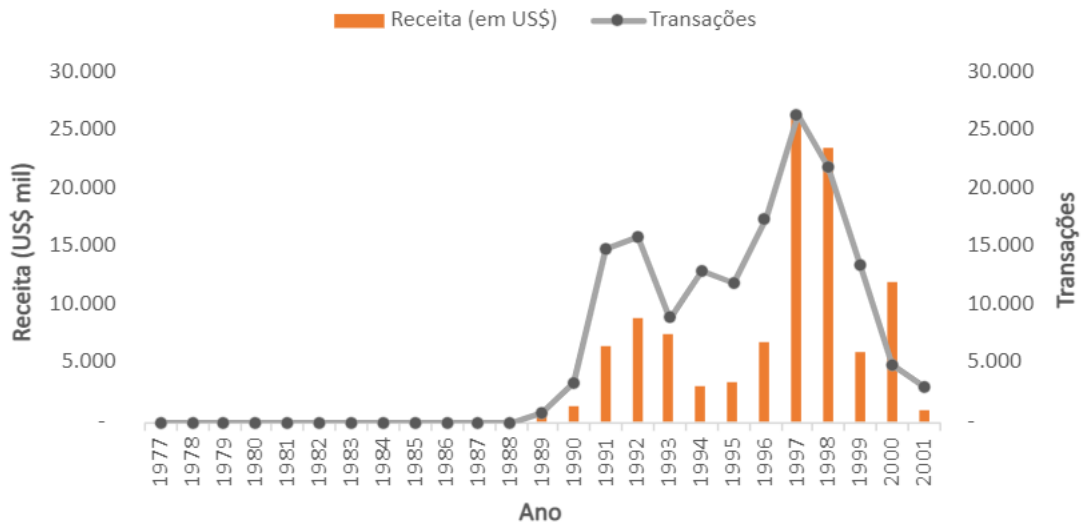
Figura 4 – Receitas com privatizações na Europa Continental



Fonte: Adaptado de Bortolotti e Siniscalco (2004).

Além dos objetivos tradicionais, a privatização na América Latina tem um objetivo adicional, trazer tecnologia e capital estrangeiro para o desenvolvimento através de parcerias internacionais estratégicas. Um exemplo, é a *British Gas* que se tornou o principal acionista da *Metrogas*, na Argentina. Isso explica a América Latina apresentar números superiores de privatização e pouca incidência de *Golden Shares*, demonstrando um esforço dos governos em transferir propriedade e controle para investidores privados.

Figura 5 – Receitas com privatizações na América Latina



Fonte: Adaptado de Bortolotti e Siniscalco (2004).

Com isso, pode-se observar que a privatização se torna inevitável para o desenvolvimento econômico de uma nação. No início do desenvolvimento, somente o Estado tem capital suficiente para promover indústrias que necessitam de capital intensivamente. Após essa etapa, o Estado gradualmente se afasta da economia por meio do processo de oferta pública de ações ou venda direta. Nesse momento a privatização se torna uma ferramenta para reduzir a dívida do Estado ou ser uma alternativa ao corte de gastos, ou aumento de impostos (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004).

A privatização através de oferta pública de ações ajuda no desenvolvimento do mercado de capitais por meio da adição de oportunidades de investimentos e, conseqüentemente, aumento da liquidez. Igualmente, melhora a eficiência do gestor para esforço e os lucros, enquanto na propriedade estatal esses incentivos são fracos. Desse modo, induzindo uma mudança na estrutura de propriedade da empresa, ocorre um monitoramento superior e novos incentivos para os gestores maximizam o desempenho e aumentam os lucros (BOUBAKRI et al., 2009).

Para o IBGC (2015) esses avanços da eficiência da empresa se deve a governança corporativa, que é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre os sócios, conselho de administração, diretoria e órgãos de fiscalização e controle, além das demais partes interessadas, baseados em princípios tais como: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Através de alguns mecanismos de governança corporativa, que ajudam os gestores

na tomada de decisão, reduz-se a assimetria informacional e perda de valor de mercado, que surgem dos conflitos entre agente e principal, influenciando na eficiência do mercado corporativo (VIEIRA; MENDES, 2004). A principal premissa é a de que os executivos (agentes) nem sempre agirão no melhor interesse dos fornecedores de recursos (principais), como preconiza a clássica Teoria da Agência (TIROLE, 2006).

Todavia, ainda existe uma possibilidade dos governos alavancarem seu poder de voto nas empresas privatizadas, como será visto no próximo capítulo, e seu impacto no desempenho contábil.

## 2.2 GOLDEN SHARES E SUA INFLUÊNCIA NO DESEMPENHO CONTÁBIL

Ao longo das últimas décadas numerosas privatizações ocorreram. Entretanto, somente a venda de uma participação majoritária não é suficiente para evitar a interferência do governo nas empresas privatizadas. Isso ocorre porque os governos podem aumentar seu poder após uma privatização através da utilização de *Golden Shares*, que permitem ao estado o controle sobre certas decisões em empresas privatizadas. Geralmente está presente no Contrato Social da empresa, podendo somente ser alterado com o consentimento do governo (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009).

Essas *Golden Shares* ou direitos especiais, são frequentemente utilizados pelos Estados, sendo os principais poderes o direito de controlar mudanças na propriedade, sendo necessária a autorização do governo para aquisições acima do teto estabelecido para investimento estrangeiro, ou acima de certo limite de votos e/ou vetar certas decisões estratégicas de empresas principalmente privatizadas. As decisões como fusão, cisão ou outras decisões de estratégias, também estarão dependentes da aprovação do governo. Além disso, o governo também pode vetar decisões sobre alienação de ativos, veto sobre mudanças específicas no Contrato Social da empresa ou ter direitos de nomear membros do Conselho de Administração, auditores etc. Esse poder de veto pode ser temporário ou por prazo indeterminado, e acaba por trazer uma separação entre a propriedade e o controle da companhia (PELA, 2017).

Os estudos abordam os efeitos dos conflitos de agência, entre agente e principal, na obra seminal de Jensen e Meckling (1976) “*Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*” e nos conflitos entre principal-principal (DHARWADKAR; GEORGE; BRANDES, 2000).

Quanto ao conflito entre principal-principal, os acionistas controladores podem abusar de seu poder para expropriar acionistas minoritários (KANOJIA; BHATIA, 2022), sendo que este objetiva a rentabilidade, mas recebe poucas informações e geralmente é ignorado nas decisões (LOCH et al., 2020). Essa separação de propriedade e controle induzida por mecanismos de *Golden Share*, pode ser custosa para os governos privatizantes, pois será descontada nos preços da privatização. O custo de oportunidade em termos de receitas mais baixa então, deve ser comparado com o benefício desse controle político contínuo (SHLEIFER; VISHNY, 1994). Entretanto, é uma forma do governo evitar a expropriação de seus interesses, mesmo depois da privatização, ou seja, eles vão continuar tomando as decisões nos conselhos, mesmo sem ter o controle (PELA, 2017).

Os governos demonstram muitas vezes não estarem dispostos a perder o controle das empresas privatizadas nesses setores estratégicos, uma vez que essas empresas são as maiores e mais valiosas de seu país. As *Golden Shares* estão concentradas nas privatizações nos setores de defesa (100%), telecomunicações (83%), petróleo e gás (62%), serviços públicos (64%) e transportes (40%). Nos setores de serviços públicos, transportes e telecomunicações as *Golden Shares* servem de apoio para a privatização que muitas vezes não ocorre acompanhada de uma liberalização e regulamentação adequada (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004).

As *Golden Shares* surgiram no Reino Unido na década de 1970 como um instrumento para o processo de privatização de empresas controladas pelo Estado. Assim, o Governo de Margareth Thatcher implementou esta política de transferência dessas empresas à iniciativa privada, a qual teria melhores condições de gerenciá-los e, também, visando desonerar os cofres públicos que viviam uma crise de financiamento, mas sem renunciar a certo controle, uma vez que essas empresas estavam em setores estratégicos para governo. Através das *Golden Shares*, o Estado permitia o controle das empresas pela iniciativa privada, entretanto mantendo prerrogativas específicas no interior da companhia para resguardar os interesses estratégicos do Estado nas atividades, sem prejudicar o funcionamento da empresa (SCHWIND, 2018).

Antes da existência das *Golden Shares* a *British Petroleum* (BP) foi privatizada durante o período de 1977 a 1987. Porém em 1988, o *Kuwait Investment Office* (KIO) atingiu 21,7% de participação do capital social da empresa, o que assustou as autoridades do Reino Unido que receavam perder o controle para um acionista estrangeiro, que poderia ir contra os interesses públicos. A KIO foi obrigada a reduzir sua participação para 9,9% das ações da BP (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004).

Com essa experiência de privatização, surgiram as *Golden Shares* para os governos manterem os direitos de controle de propriedade sobre uma empresa pós-privatização, de modo que, conforme *European Commission* (2005), são:

- Garantir que a propriedade e o controle da empresa não caiam em mãos hostis ou indesejáveis (ou seja, proteção contra aquisição);
- Garantir que a empresa mantenha seu objeto social e jurisdição de incorporação;
- Impedir a venda de ativos estratégicos e essenciais da empresa, mantendo a atual estrutura societária, objetivo e forma do empreendimento;
- Assegurar que os novos proprietários de empresas privatizadas cumpram determinados compromissos incluídos no contrato de venda;
- Garantir a prestação de serviços de interesse geral em setores sensíveis da economia;
- Salvar a segurança pública, a saúde pública e a defesa nacional.

Os direitos especiais ou *Golden Shares* se originam nas leis de privatização, mantendo ao Estado direitos especiais sobre o controle das empresas privatizadas. A abordagem legislativa da privatização varia de um Estado-Membro para outro. O documento *European Commission* (2005) apresentou dados de diversos países, entre eles o Reino Unido, que utilizou os acordos de *Golden Share* na privatização de aproximadamente 20 empresas, entre elas a *Rolls-Royce*, *National Power plc*, *Powergen*, *Scottish Power*, *AEA Technology plc* e *National Grid Group plc*. Entre os principais direitos estabelecidos nos estatutos das empresas estão o de vetar algumas decisões corporativas e limitar a participação de investidores a 15% do capital social, entretanto empresas de setores estratégicos costumam ter poderes mais abrangentes, como no caso da *Rolls-Royce plc*, em não permitir alienação de ativos, ou *BAE Systems*, que permite nomear membro do conselho. Existem diferenças significativas em como esses poderes especiais expiram nas empresas, podendo ter prazo determinado ou não.

No caso de Portugal as privatizações com *Golden Shares* recaíram sobre vários setores da economia. O governo impôs restrições à propriedade nas empresas privatizadas no setor bancário, de seguros, energia e transporte. Na Itália, o governo detém *Golden Share* em quatro companhias, ENI, STET, Telecom Italia e ENEL, empresas de petroquímica, *holding*, telecomunicação e energia, respectivamente, que exigem aprovação do Ministério para mais de 3% do capital social, de modo que dão poder de veto sobre grandes mudanças, como a dissolução da empresa, transferência de sede para fora da Itália, fusão ou cisão e mudanças no objeto social. No caso da Itália não foi determinado um prazo para os poderes especiais.

No caso da Espanha, o governo introduziu por decreto no ano de 1995 poderes a empresas de energia (Repsol e Endesa), telecomunicações (Telefonica), banco e uma empresa de tabaco. As principais características das *Golden Shares* na Espanha são a necessidade de autorização para aquisições superiores a 10% do capital, mudanças de atividade e cisão ou fusão, além disso, os prazos de expiração são de cinco ou dez anos após a data da privatização.

Na França, as *Golden Shares* são chamadas de “*action spécifique*” e o poder de veto foi colocado em prática na *Société Nationale Elf-Aquitaine*, Havas e Thales. No caso em que empresas detiverem mais de 10% dos direitos de votos, é necessária a aprovação prévia do ministro. A “*action spécifique*” permite o governo francês nomear um conselheiro para o conselho de administração, ele tem poder de veto limitado ou ele pode vetar qualquer resolução do conselho como ocorria na Thomson-CSF.

No contexto brasileiro, o momento era de busca do equilíbrio das contas públicas, decorrência dos seguidos fracassos dos planos de estabilização, a noção de que os problemas relativos à inflação e ao crescimento sustentado nas três últimas décadas só seriam solucionados após o devido ajuste das finanças do setor público (CARDOSO et al., 2013). Surgiu assim o Programa Nacional de Desestatização (PND), onde as ações especiais ocorrem em três empresas listadas em bolsa de valores: Embraer, Vale e IRB. No caso da Embraer, a transferência do controle da companhia ocorreu em 1994, em que originou a *Golden Share* detida exclusivamente pela União, com veto sobre importantes matérias como por exemplo: criação e alteração de programas militares que envolvam, capacitação de terceiros em tecnologia para programas militares, interrupção do fornecimento de peças de manutenção e reposição de aeronaves militares, e transferência do controle acionário.

No ano de 1997, foi à vez da mineradora Vale montar seu edital de privatização com *Golden Share*, de forma que foram previstas duas ações preferenciais de classe especial. Podendo a empresa exercer poder de veto nas seguintes hipóteses: mudança da sede social; mudança no objeto social no que se refere à exploração mineral; liquidação da sociedade; alienação ou encerramento das atividades de qualquer uma ou do conjunto das seguintes etapas dos sistemas integrados de minério de ferro da sociedade: (a) depósitos minerais, jazidas, minas; (b) ferrovias; (c) portos e terminais marítimos. No caso da Vale, existe o receio de que o controle acionário da companhia pudesse ser adquirido por investidores estrangeiros, o que poderia modificar os interesses da companhia para o exterior, além do minério de ferro ser fundamental para o desenvolvimento da economia do país. Assim, justificando o uso de um mecanismo capaz de assegurar que nenhuma etapa produtiva desse bem seria alienada. Desta forma, a



criação destas *Golden Shares* estaria associada à necessidade de se garantir a estabilidade no fornecimento de um bem, do qual o país mostrava forte dependência naquele momento econômico (PELA, 2017).

A última empresa listada em bolsa a receber a *Golden Share* no Brasil foi a empresa resseguradora IRB-Brasil RE, que contém em seu estatuto social uma *Golden Share* em benefício da União, conferindo poder de veto nas seguintes matérias:

- Mudança de denominação da Sociedade ou de seu objeto social;
- Transferência de controle acionário da Sociedade;
- Definição das políticas de subscrição e retrocessão, representadas por normas de caráter geral, sem indicação individualizada de negócios, devendo esse direito ser exercido de forma a se buscar o equilíbrio econômico-financeiro das carteiras correspondentes, salvo disposição expressa em acordo de acionistas do qual a União faça parte;
- Operações de transformação, fusão, incorporação e cisão que envolvam a Sociedade, que possam implicar em perdas de direitos atribuídos à *Golden Share*; e
- Qualquer alteração dos direitos atribuídos à *Golden Share*, sem a anuência escrita manifestada pela União.

Desta forma, a *Golden Share*, além de descumprir as regras do Tratado sobre a liberdade de circulação de capitais, também gera implicações econômicas no comportamento do mercado interno. É o caso, em particular, de medidas que impliquem um tratamento discriminatório com base na nacionalidade. No que diz respeito às medidas não discriminatórias, são permitidas pelo direito da União Europeia (UE), na medida em que sejam justificadas por requisitos imperativos de interesse geral e sejam proporcionais à realização desse interesse. Esta interpretação da Comissão foi confirmada numa série de recentes acórdãos do Tribunal de Justiça das Comunidades Europeias. A análise das informações recolhidas pela Comissão identificou os direitos especiais como uma das principais restrições aos movimentos transfronteiriços de capitais na UE (EUROPEAN COMMISSION, 2005).

Kočenda e Hanousek (2012) documentaram que a presença de direitos especiais nas empresas privatizadas tem um efeito negativo sobre o desempenho da empresa. A falha em transferir o controle total e em exercer os incentivos corretos, combinada com a incerteza quanto à intervenção do governo e o custo de impor certas condições, tem um impacto na avaliação de mercado da empresa e pode resultar em uma subvalorização das ações da empresa.

Contudo, o controle estatal por meio de *Golden Shares*, normalmente supera o desempenho de outras empresas controladas pelo Estado, o que mostra que as *Golden Shares* devem ter um efeito não negativo na lucratividade, eficiência e valor, porque esse controle normalmente não aumenta os conflitos entre os grupos de proprietários, enquanto pode permitir rendas fora do mercado para a empresa (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008). Esse efeito no desempenho pode ocorrer devido às *Golden Shares* serem capazes de proteger a administração da disciplina de mercado e, assim, se traduzir em governança corporativa mais pobre. Os direitos especiais, muitas vezes, não fornecem critérios claros a serem usados pelo governo no exercício dos poderes discricionários concedidos por direitos especiais, levando, assim, a uma gestão subótima (BEN-NASR, 2012).

### 2.3 GOLDEN SHARES E GOVERNANÇA CORPORATIVA

A presença de *Golden Shares* nas empresas atribui ao governo poderes especiais e restrições estatutárias, poderes diferentes dos direitos de voto das ações comuns. Normalmente, esses poderes especiais são o direito de nomear membros em conselhos corporativos, o direito de consentir ou vetar a aquisição de participações relevantes nas empresas privatizadas e outros direitos, como vetar a transferência de subsidiárias, dissolução da sociedade e funcionam como um mecanismo de governança corporativa (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009). Esses poderes se assemelham muito ao de grandes acionistas, podendo causar efeitos positivos ou negativos para as empresas. Nos efeitos positivos pode-se citar o efeito incentivo, por ter maior investimento na companhia, e no caso das *Golden Shares*, interesses estratégicos, onde os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar os gestores (CLAESSENS; FAN, 2002). Desse modo, os acionistas têm poder para que seus interesses sejam respeitados, podendo solucionar parcialmente os problemas de monitoramento dos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; SHLEIFER; VISHNY, 1986). Entretanto essa concentração de poder também é capaz de acarretar em custos para a empresa, o principal efeito negativo é o entrenchamento, quando os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados do controle às custas dos demais investidores (SILVEIRA, 2006).

A boa governança corporativa melhora o poder da empresa em conter os desvios de seus fluxos de caixa (GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003), também aumenta o valor da empresa ao reduzir os problemas de agência e de informação e, portanto, a taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros esperados da empresa. Desta forma, a ferramenta de governança corporativa,

serve como um mecanismo pelo qual os investidores externos se salvagam dos abusos de poder da gestão (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999). Bressan e Bressan (2008) mostraram que a rentabilidade média das empresas com maiores níveis de governança corporativa foi superior à média das demais empresas, demonstrando que uma maior transparência e menor assimetria de informações permite que as empresas tenham um melhor desempenho. Entretanto, a presença de *Golden Shares* reduz a qualidade da governança corporativa em consonância com sua função de mecanismo de controle do Estado, permitindo montar várias decisões corporativas (BORISOVA et al., 2012).

Como as *Golden Shares* geralmente concedem ao Estado o direito de nomear membros do conselho, diretores relacionados ao governo podem ser selecionados para manter o controle da empresa, resultando na diminuição associada à independência do conselho. O comportamento egoísta do governo pode estar por trás da relação negativa significativa entre as *Golden Shares* e as medidas de transparência do conselho, uma vez que o Estado busca o controle das decisões de auditoria e transações com partes relacionadas (GUEDHAMI; MISHRA, 2009). No geral, estudos apontam que acesso dos governos às *Golden Shares*, apresenta um efeito prejudicial a qualidade da governança corporativa, devido a capacidade do governo de alavancar seu poder de voto (BORISOVA et al., 2012).

## 2.4 HIPÓTESES DO ESTUDO

A questão geral da presente pesquisa refere-se ao estudo se as *Golden Shares* têm efeitos diferentes no desempenho da empresa do que uma privatização sem esses direitos especiais. Os governos fazem uso das ações especiais para alavancar o poder de voto associado a seus investimentos, aumentando sua influência na empresa mesmo sendo acionista minoritário (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009).

Diversos estudos empíricos comparam mudanças de desempenho pré e pós-privatização para empresas privatizadas através de ofertas públicas de ações: Megginson et al. (1994) expõem que após serem privatizadas, as empresas aumentam as vendas, tornam-se mais lucrativas e melhoraram sua eficiência operacional. Boubakri e Cosset (1998), apresentaram aumentos significativos na lucratividade, eficiência operacional, gastos com investimento de capital e dividendos. D'Souza e Megginson (1999), documentam aumentos significativos na lucratividade, produção, eficiência operacional e pagamentos de dividendos para a amostra de empresas após a privatização.

A maior ênfase será dada aos lucros e à eficiência, somente se a privatização transferir o controle e a propriedade do governo para os acionistas privados, que se esforçarão para maximizar o valor da empresa (BOYCKO; SHLEIFER; VISHNY, 1996). Isso pode ser explicado pelo impacto da influência do governo no desempenho e valorização pós-privatização, uma vez que os gerentes de empresas estatais (SOE) podem ser induzidos a perseguir os objetivos políticos dos líderes governamentais, em vez de maximizar os lucros (BEN-NASR, 2012)

Quando estudado o efeito da privatização no contexto brasileiro através dos resultados de 15 indicadores de desempenho, foi percebido um aumento na lucratividade e na eficiência operacional destas empresas (ANUATTI-NETO et al., 2005). Porém, os resultados do estudo de Villalonga (2000), na Espanha, demonstram que a privatização não aumenta a eficiência das empresas, aspectos organizacionais e políticos podem explicar essa relação.

O desempenho financeiro de empresas estatais, privadas e mistas na Índia de 1973 a 1989, foi identificado que as empresas mais lucrativas foram as de propriedade privada seguida por as de propriedade mista (KUMAR, 2003). Desse modo, propriedades mistas se assemelham as *Golden Shares*, uma vez que pode ocorrer interferência política (BOUBAKRI et al., 2009).

Essa “interferência política” associa a maior influência do governo a um maior risco de agência e, portanto, diminui o desempenho corporativo pós-privatização e o valor da empresa (BEN-NASR, 2012). O governo não é o proprietário final, mas o agente. E não são os verdadeiros donos que exercem a governança, mas sim os burocratas. Não há interesse pessoal que os burocratas usem sua influência para garantir que a organização seja administrada de forma eficiente, uma vez que eles não têm nenhum benefício da boa governança (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008).

Contudo, Hanousek et al. (2004) trouxeram em seu estudo, que a presença da *Golden Share* estimula a reestruturação lucrativa, registrando um efeito positivo no ROA, entretanto, esse efeito positivo não refletiu sobre o lucro. Em seu estudo dentro do contexto russo Liljebloom, Maury e Hörhammer (2020), as *Golden Shares* obtêm algum significado positivo em relação ao desempenho relacionado ao retorno sobre ativos (ROA). De modo que esses resultados, são consistentes com a ideia de que as *Golden Shares* não estão associadas à expropriação pelo ou do Estado, possivelmente fornecendo alguns benefícios estratégicos para a empresa.

Hanousek et al. (2007) apresentaram resultados onde as empresas nas quais o Estado detém uma *Golden Share* registram efeitos positivos no ROA. Esses efeitos sugerem que o

estado persegue o objetivo de aumentar o emprego e a produção (receitas), ao mesmo tempo em que induz a reestruturação orientada para o lucro em relação aos ativos.

Desta forma, o presente estudo analisa tomando por base um grupo de empresas privatizadas com *Golden Shares* das quais existe uma maior influência estatal, e outro de empresas privatizadas, mas sem as *Golden Shares*, com o intuito de buscar evidências estatísticas que indiquem a existência de diferenças de desempenho contábil. Com base nesse argumento, formula-se a seguinte hipótese:

**H1. Empresas privatizadas que possuem *Golden Shares* sofrem maior impacto positivo no desempenho contábil do que as empresas privatizadas sem essa cláusula.**

A capacidade do governo de alavancar seu poder de voto, através das *Golden Shares* tem um impacto na avaliação de mercado da empresa, uma vez que o governo é guiado pelo altruísmo social, que pode não estar alinhado com a motivação do lucro (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008). Zeitun e Tian (2007) estudaram o desempenho das empresas de diferentes estruturas de propriedade listadas na Jordânia de 1989 a 2002, apresentando resultados positivamente relacionados ao desempenho do mercado com base no Tobin's Q.

Mrad e Hallara (2012) examinaram o contexto francês, mostrando a relação entre a propriedade residual do governo, o desempenho e a criação de valor no período pós-privatização. Seus resultados revelam que níveis muito altos de propriedade do governo estão associados a um aumento no desempenho e criação de valor dentro da empresa privatizada.

Beuselinck et al. (2017) estudaram a influência da crise nos retornos das ações das estatais europeias em relação a empresas privadas. As SOEs apresentaram uma queda menos severa nos preços das ações e *market-to-book*, do que as empresas privadas em países com fortes proteções aos investidores. Boubakri et al. (2017) demonstram que o envolvimento do governo em empresas privadas pode ser valioso, uma vez que encontrou evidências fortes e robustas de que as empresas estatais exibem uma avaliação de mercado do que as empresas não governamentais na amostra de empresas listadas na Ásia Oriental.

Para Bortolotti e Faccio (2004) o fato de os governos não renunciarem ao controle após a privatização, demonstra que os índices *market-to-book* das empresas privatizadas convergem ao longo do tempo para os de uma amostra de controle. Assim, grandes participações governamentais não têm efeito negativo no valor de mercado ajustado ou no desempenho do preço das ações.

Para Boardman e Laurin (2000), a presença de propriedade do governo na forma de *Golden Share* sustenta a hipótese de que a falha em transferir o controle total para o setor privado, combinada com a incerteza em torno dessa participação, com isso, sugerem que a presença de uma *Golden Share* teria um efeito negativo no desempenho do preço das ações a longo prazo. Entretanto os achados de Muhamed, Strätling e Salama (2014) demonstram uma associação positiva e significativa entre *Golden Shares* e desempenho de mercado em todas as medidas de Tobin's Q.

O estudo de Liljeblom, Maury e Hörhammer (2020) analisou as mais diferentes formas de controle das empresas, e mostrou que a variável Tobin's Q é mais baixa para empresas controladas indiretamente pelo Estado, enquanto é mais alta para empresas de controle privado e empresas com *Golden Share*. Demonstrando que as *Golden Share* não aumentam os conflitos entre os grupos de proprietários enquanto pode permitir o governo ajudar a empresa a acessar outras fontes de receitas.

Como as *Golden Shares* dão ao governo o direito de veto a certas decisões, espera-se que, se a propriedade estatal vier dessa forma, ela possa mitigar os efeitos negativos da propriedade estatal. No cenário do presente estudo, espera-se que o desempenho de mercado seja superior no período pós-privatização, indicando que as *Golden Shares* apresentam melhor desempenho de mercado do que empresas totalmente privatizadas:

**H2. Empresas privatizadas que possuem *Golden Shares* sofrem maior impacto positivo no desempenho de mercado do que as empresas privatizadas sem essa cláusula.**

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo é descrito os procedimentos metodológicos elaborados no presente estudo e divide-se em quatro seções. Segundo Lakatos e Marconi (2017) o método é um meio de alcançar um resultado específico, mesmo que esse meio não tenha sido previamente estabelecido de maneira intencional e consciente.

Na primeira seção demonstra-se o enquadramento científico. A segunda seção apresenta a população, amostra e os procedimentos de coleta de dados. A terceira seção considera o método aplicado na pesquisa. Em seguida, descreve-se o modelo econométrico proposto e a constituição das variáveis do estudo, assim como a relação esperada destas com os pressupostos teóricos. Por último, expõe-se os procedimentos relativos à análise multinível considerando os efeitos de variáveis latentes e variáveis constantes de cada país ao longo do tempo.

#### 3.1 ENQUADRAMENTO CIENTÍFICO

A pesquisa é um processo formal que envolve um método de pensamento reflexivo e exige um tratamento científico. É utilizada como um meio para compreender a realidade ou para descobrir verdades parciais (LAKATOS; MARCONI, 2017). Além disso, pode ser classificada quanto aos objetivos, procedimentos técnicos e abordagem do problema.

A pesquisa quanto aos objetivos pode ser enquadrada como pesquisa descritiva. Silva e Menezes (2000) ressaltam que uma pesquisa descritiva visa descrever as características de uma determinada população, fenômeno ou estabelecer relação entre variáveis.

No que diz respeito aos procedimentos, este estudo caracterizou-se como documental. Gil (2008), resalta que a diferença principal entre a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental está na natureza das fontes, enquanto a bibliográfica utiliza contribuições de diversos autores, a documental usa materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, podendo ser reelaboradas de acordo com os objetivos da pesquisa.

Com relação à abordagem do problema, a pesquisa é considerada quantitativa, uma vez que se caracteriza pelo emprego de quantificação nas modalidades de coleta de informações e no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas (RICHARDSON, 1999).

## 3.2 POPULAÇÃO, AMOSTRA E COLETA DOS DADOS

Para responder ao objetivo de pesquisa, primeiramente define-se a amostra que é composta pelas empresas *Golden Shares* e empresas não *Golden Shares* de capital aberto no Brasil, Reino Unido, França, Espanha, Itália e Portugal. As empresas que receberam a cláusula *Golden Share* após o processo de privatização no período de 1980 e 2020 fizeram parte do grupo tratamento, e as não *Golden Share* constituíam o grupo controle. Estuda-se tais empresas por diversas razões, onde primeiramente porque um grande número de empresas ao redor do mundo possui participação governamental (BORTOLOTTI; FACCIO, 2009; BORISOVA et al., 2012). Portanto, foi possível generalizar os resultados e conclusões. A amostra de um estudo é definida como “[...] uma pequena parte da população ou do universo selecionado em conformidade às regras” (BEUREN, 2006, p. 120). Os dados foram recuperados do banco de dados *Refinitiv*<sup>®</sup> e sites das próprias empresas.

## 3.3 MÉTODO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS (DID)

Para investigar os efeitos das *Golden Shares* nas empresas recém-privatizadas no desempenho contábil e de mercado, utilizou-se o método de quase-experimento. O método vem sendo amplamente utilizado desde sua aplicação no estudo de Ashenfelter e Card (1984), onde foi aplicado um marco legal para verificar como as empresas de tratamento foram afetadas. Neste estudo, o marco legal considerado é a privatização das companhias.

O método Diferença-em-Diferenças (DiD) é um dos mais utilizados para estudos de análise de impactos, onde compara antes e depois de grupo tratamento e controle, sendo amplamente utilizado em economia, políticas públicas, pesquisa em saúde, entre outros. O método DiD calcula duas subtrações, na primeira é a diferença das médias da variável entre períodos anterior e posterior a introdução da *Golden Share*, para o grupo tratamento e controle. A segunda é a diferença da primeira diferença para ambos os grupos (FREDRIKSSON; OLIVEIRA, 2019). Nesse método são analisados dois grupos (tratamento e controle) o que permite verificar o efeito de um evento em um objeto de estudo comparando ambos os grupos, antes e depois do acontecimento desse evento. Assim, evitando problemas de endogenia (ZHANG; TANG; LIN, 2016).

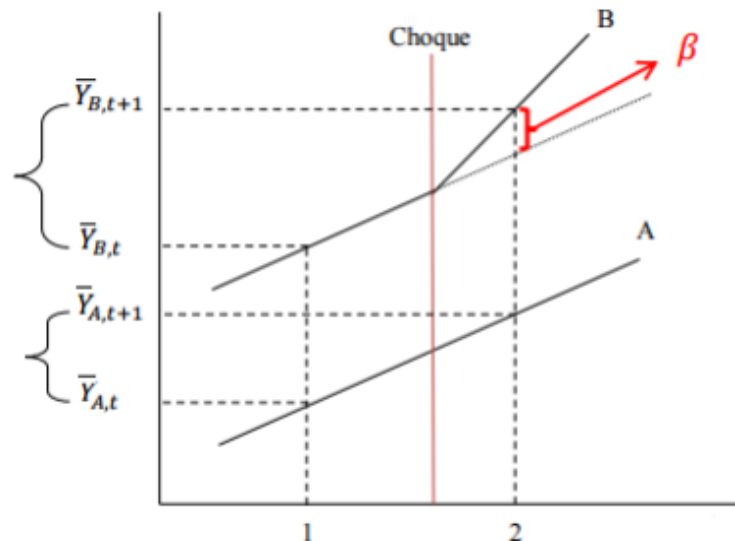
As empresas privatizadas que contenham *Golden Shares* estão no grupo chamado de tratamento, o outro grupo chamado de controle, a empresa é privatizada, mas não contém



*Golden Share*. Assim, consegue-se verificar se houve efeito no desempenho contábil das empresas que mantiveram *Golden Shares*, comparando com o grupo controle. O impacto analisado será a diferença entre as empresas após receberem o efeito das *Golden Shares*, pois o grupo controle representa o que ocorreria com o grupo tratado na ausência da *Golden Share* (FREDRIKSSON; OLIVEIRA, 2019). Isto são as chamadas “tendências paralelas” ou “*parallel trends*” (CHOWDHURY; HODGSON; PATHAN, 2020), em caso de inexistência do choque exógeno, a mudança média da variável apresentaria tendência similar entre empresas tratadas e não tratadas (VILLA, 2016).

A Figura 6 demonstra as tendências paralelas e os efeitos do DiD a partir da ocorrência de um choque exógeno.

Figura 6 – Efeito captado pelo modelo DiD na tendência da variável analisada



Fonte: Silva (2017).

Conforme a Figura 6, quanto maior o valor do coeficiente  $\beta$ , maior o efeito desse choque exógeno sobre as variáveis em análise no estudo. Imediatamente após a vigência do marco, a média da variável de resultados do grupo de tratamento parece sofrer uma ruptura repentina em seu comportamento, o que não acontece com o grupo de controle. Essa mudança abrupta nos indivíduos tratados, e a ausência dessa alteração no grupo de controle, corresponde a variação que o estimador DiD usa para identificar o efeito do marco (ROBERTS; WHITED, 2013). A confirmação do pressuposto das tendências paralelas, reforça a ideia de que o choque exógeno seria o principal responsável pela alteração do comportamento da variável de resultados do

grupo de tratamento. Dessa forma, o impacto da *Golden Share* nas empresas através do DiD pode ser escrito conforme a Equação (1):

$$DID = \{E(Y_{it=1}|D_{it=1} = 1, W_i = 1) - E(Y_{it=1}|D_{it=1} = 0, W_i = 0)\} - \{E(Y_{it=0}|D_{it=0} = 0, W_i = 1) - E(Y_{it=0}|D_{it=0} = 0, W_i = 0)\} \quad (1)$$

Onde  $Y_{it=1}$  ;  $D_{it=1}$  ;  $W_i$

Apesar da existência do evento exógeno permitir separar os grupos controle e tratados, o método DiD não garante que o grupo controle seja significativo ao grupo tratado. Para tentar controlar os vieses que podem surgir, utilizou-se a técnica de correspondência estatística de *Kernel Propensity Score Matching* (K-PSM). Este método, por sua vez, vale-se de um conjunto de covariáveis para identificar empresas do grupo de controle e tratamento com características semelhantes, exceto quanto à variável que distingue os grupos.

O marco deste estudo é dinâmico, ou seja, cada empresa apresentará seu marco em períodos diferentes, sendo ele vigência da *Golden Share*, sendo este o artefato que permite o poder de veto para o governo, em algumas situações pontuais. Atribui-se o valor “1” para o ano da implementação e para os dois anos seguintes, e “0” para os três anos anteriores. Da mesma forma, a amostra foi separada em dois grupos: tratamento e controle. Assim, o número “1” representa as empresas do grupo de tratamento, ou seja, empresas que foram privatizadas com a *Golden Share*, e para o grupo controle foi utilizado “0”, que serão compostas por empresas privatizadas, mas que não contém a *Golden Share*. Para isso, é utilizada uma regressão linear para o modelo de regressão *DID*, conforme a Equação (2).

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot time_t + \beta_2 \cdot treated_i + \beta_3 \cdot (treated_i \times time_t) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde  $i$  representa a empresa;  $t$  o tempo;  $Y_{it}$  a variável dependente;  $\beta_0$  é o resultado médio do grupo de controle no período pré-tratamento;  $\beta_1$  é o parâmetro de interesse;  $\beta_2$  capta as diferenças permanentes entre os grupos de tratamento e controle;  $\beta_3$  representa o coeficiente de interesse;  $\varepsilon_{it}$  é o erro padrão.

O coeficiente *DiD* ( $d1$ ) equivale ao estimador de diferença-em-diferenças, de acordo com o apresentado na Equação (3). É calculado através da diferença média dos grupos tratamento e controle nos períodos anterior e posterior ao marco.

$$\delta_1 = \left[ \left( (W_i = 1) \times (t_1) \right) - \left( (W_i = 1) \times (t_0) \right) \right] - \left[ \left( (W_i = 0) \times (t_1) \right) - \left( (W_i = 0) \times (t_0) \right) \right] \quad (3)$$

Com o objetivo de validar o modelo *DiD*, e ainda, conforme Roberts e Whited (2013), foram realizadas pesquisas de robustez e sensibilidade, a seguir listadas:

- Diferenças em DiD: Consiste na determinação de vários grupos de tratamento e controle, para aplicação de uma terceira diferença em relação ao já realizado. Assim, propõe-se a uma validação interna da estimação original *DiD*;
- Teste de falsificação: Alteração no período de vigência do “choque”, considerando que os efeitos do marco legal iniciaram um período anterior à sua real vigência;
- Múltiplos grupos de tratamento e controle: Ao utilizar múltiplas comparações entre os grupos de tratamento e controle nas dimensões, busca-se reduzir ruídos e vieses relacionados a uma única comparação.

### 3.4 MODELOS E VARIÁVEIS

De modo a acrescentar à análise, aplica-se o método do *Ordinary Least Squares* (OLS) como complemento ao estudo. A utilização de uma estimativa *Ordinary Least Squares* do efeito de o estimador *DiD* é mais eficiente com controles exógenos adicionais, reduzindo a variância do erro (ROBERTS; WHITED, 2013). A Equação (4) contempla o modelo econométrico OLS:

$$Y_{igt} = \alpha + \delta_3 \cdot treated_i \times time_t + \beta \cdot X_{igt} + Y_g + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Onde  $Y_{igt}$  são as variáveis dependentes;  $i$  se refere à empresa;  $g$  ao período;  $t$  ao segmento;  $\delta_3$  ao estimador de diferença-em-diferenças;  $X_{igt}$  ao vetor de variáveis de controle;  $Y_g$  e  $\lambda_t$  indicam, respectivamente, os efeitos fixos setoriais e efeitos fixos temporais; por fim,  $\varepsilon_{it}$  é o parâmetro de erro.

Na estimação de modelos OLS, foi realizado um pareamento entre as empresas dos grupos de tratamento e controle, por meio do *Propensity Score Matching* (PSM), adotando os critérios de empresas sem repetição (*one-to-one*) e grupos tratamento e controle semelhantes (*nearest-neighbors matching*) com base na variável ativo total (AT) e setor das empresas. O PSM contempla um conjunto de métodos de correspondência de pontuação de propensão com o propósito de casar diferenças que podem ser observadas entre os dois grupos (empresas

tratadas e empresas não tratadas). A base utilizada é um conjunto de covariáveis definidas previamente. Desta maneira, foi possível conceber uma subamostra para cada país, a ser empregada no Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Em um primeiro momento, foi definida como estratégia a realização de regressão com dados em painel. Inicialmente foi utilizada a regressão de dados em painel *pooled* por MQO. Para rodar o modelo, foram aplicados os seguintes testes para a validação dos pressupostos básicos do OLS: Teste de Doornik-Hansen, de modo que a distribuição dos dados seja normal, reduzindo os *outliers*. A avaliação da multicolinearidade foi realizada utilizando-se do fator de inflação da variância (VIF). Nos modelos de regressão, o teste de Breusch-Pagan é comumente utilizado para avaliação de heterocedasticidade. Também se utiliza o teste de Wooldridge e teste de Dorbin-Wy-Husman.

Pode-se observar a partir do Quadro 1 os testes utilizados para validação.

Quadro 1 – Testes utilizados para validação.

<b>Teste</b>	<b>Objetivo</b>
Teste de Doornik- Hansen	Teste de Normalidade dos resíduos
<i>Variance Inflation Factor</i> (VIF)	Teste de Multicolinearidade
Teste de Breuch-Pagan	Teste de Heterocedasticidade
Teste de Wooldridge	Teste de autocorrelação para painel
Teste de Dorbin-Wu-Husman	Verificar a adequabilidade do Painel por Efeitos Aleatórios em detrimento ao Painel por Efeitos Fixos

Fonte: Autoria Própria.

No Quadro 2 é apresentado as variáveis dependentes, suas descrições e principais estudos que as utilizaram. Para analisar o desempenho contábil das companhias, as variáveis utilizadas foram, *return on assets* (ROA), que é a lucratividade utilizando a razão entre lucro líquido e ativos totais e *return on equity* (ROE), sendo o retorno sobre o patrimônio líquido (KRIVOGORSKY, 2006; BORTOLOTTI; FACCIO, 2009; LILJEBLOM; MAURY; HÖRHAMMER, 2020). Quanto ao desempenho de mercado, as variáveis *market-to-book* (MB) (KRIVOGORSKY, 2006; BORTOLOTTI; FACCIO, 2009; BEN-NASR, 2012; BEN-NASR; COSSET, 2014) e Tobin's Q ( $Q_t$ ) (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008; CHEN, 2017; LILJEBLOM; MAURY; HÖRHAMMER, 2020), apresentam as oportunidades de crescimento das companhias.

Quadro 2 – Variáveis Dependentes

Definição	Equação	Autores
<i>Return On Assets</i> (ROA)	$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}}$	Krivogorsky (2006); Razak, Ahmad e Aliahmed (2008); Boubakri, Cosset e Guedhami e Mishra (2009); Borisova et al. (2012); Ben-Nasr (2012); Ben-Nasr e Cosset (2014); Chen (2017); Liljeblom, Maury e Hörhammer (2020).
<i>Return On Equity</i> (ROE)	$ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}$	Krivogorsky (2006); Bortolotti, Faccio (2009); Liljeblom, Maury e Hörhammer (2020).
Tobin's Q (Qt)	$QT = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Dívidas}}{\text{Ativo Total}}$	Razak, Ahmad e Aliahmed (2008); Chen (2017); Liljeblom, Maury e Hörhammer (2020).
<i>Market-to-book</i>	$MTB = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Valor Contábil das Ações}}$	Krivogorsky (2006); Bortolotti, Faccio (2009); Ben-Nasr (2012); Ben-Nasr e Cosset (2014).
Retorno da Ação	$RA = \frac{\text{Preço da Ação } t - \text{Preço da Ação } t - 1}{\text{Preço da Ação } t - 1}$	Boardman e Laurin (2000); Bortolotti e Faccio (2004).

Fonte: Autoria Própria.

Seguindo modelos existentes na literatura, é utilizado um conjunto de variáveis de controle para os modelos de desempenho contábil e desempenho de mercado. Primeiro, inclui-se a alavancagem, e como a dívida afeta a lucratividade e a avaliação, sendo definida como a relação das dívidas de longo prazo e o ativo total. A alavancagem é usualmente utilizada em estudos usando ROE ou ROA como variável dependente, uma vez que os retornos sobre o patrimônio podem ser impulsionados pela contratação de mais dívidas (LILJEBLOM; MAURY; HÖRHAMMER, 2020).

Em segundo, o tamanho da empresa é  $\ln(\text{Ativo})$ , definida como o logaritmo natural do ativo total. Empresas maiores têm se mostrado mais lucrativas do que as pequenas devido às economias de escala (FAMA; FRENCH, 1995). A seguir apresenta-se no Quadro 3 as variáveis de controle.

Quadro 3 – Variáveis de Controle

<b>Definição</b>	<b>Equação</b>	<b>Autores</b>
Alavancagem	A relação entre dívida de longo prazo e ativos totais.	Borisova et al. (2012)
Tamanho	O logaritmo dos ativos totais de uma empresa em dólares americanos.	Borisova et al. (2012)
Variável de ano	<i>Dummies</i> : 1 indica que a empresa pertence ao ano em que o dado é gerado e 0 caso contrário	Sonza e Kloeckner (2014)
Variável de País	<i>Dummies</i> : 1 indica que a empresa pertence ao país em que o dado é gerado e 0 caso contrário	Sonza e Kloeckner (2014)
Variável de Setor	<i>Dummies</i> : indica que a empresa pertence ao setor em que o dado é gerado e 0 caso contrário	Sonza e Kloeckner (2014)

Fonte: Autoria Própria.

## 4 RESULTADOS

Nesta seção são expostos os resultados obtidos com base na revisão de literatura deste trabalho, apresentando os efeitos das *Golden Shares* no desempenho contábil e de mercado. A primeira etapa desta seção contempla a estatística descritiva, assim como o teste de correlação. Em segundo momento, são apresentados os principais resultados da pesquisa através da análise gráfica das variáveis de desempenho contábil e de mercado, a fim de contrapor empresas do grupo de tratamento e controle e, posteriormente, o resultado do modelo e a discussão dos resultados. Por último, são evidenciados os testes de robustez.

### 4.1 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS E ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS

A seguir apresenta-se a estatística descritiva das variáveis do grupo de tratamento (empresas que passaram pelo processo de privatização e aplicaram a cláusula da *Golden Share*) e controle (empresas privatizadas sem *Golden Share*), buscando comparação entre os grupos e ressaltando o marco do estudo, conforme a influência das *Golden Shares*. Desta forma, é possível verificar o tamanho da amostra, média, variância, mínimo, máximo e desvio padrão, aplicando-se também o teste *t* e o *p value*. Na Tabela 1 pode ser observada a estatística descritiva para o grupo controle e na Tabela 2 tem-se a estatística descritiva para o grupo tratamento, de modo que o período de dados para a amostra é de 1980 a 2020, e ressalta-se que foram winsorizados as variáveis a 1%, para reduzir a existência de *outliers*.

Ao analisar as variáveis de desempenho de Mercado entre os períodos anterior e posterior a privatização para empresas do grupo de tratamento, ficou evidenciado que as variáveis relativas ao valor de mercado (Tobin's Q e *Market-to-book*) apresentaram valores menores antes da privatização (0,62 e 0,79), em comparação aos valores após esse período (0,87 e 1,02), sendo que essa diferença é significativa a 5%. Entretanto, no Retorno da Ação o inverso ocorreu, o valor passou de 0,94 para 0,32, com diferença significativa a 5%.

A respeito das variáveis de desempenho contábil, o retorno sobre o ativo (ROA) apresentou valor de 0,0297 antes do marco, e passou para 0,0292 posterior ao marco, significativo estatisticamente ao nível de 5% por meio do teste *t*. No caso do ROE as empresas do grupo de controle mostraram-se mais rentáveis no período anterior a privatização, os índices foram de 17,39% para 8,81% no período posterior, a qual não apresentou significância estatística no teste *t*.

Tabela 1 – Estatística descritiva: Grupo de Controle

<i>Grupo de Controle – Antes do marco</i>							
	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Qt</b>	<b>MB</b>	<b>Retorno da Ação</b>	<b>AT*</b>	<b>AL</b>
<b>N</b>	60	39	28	28	28	65	65
<b>Média</b>	0,0297	0,1739	0,6191	0,7870	0,9433	12,8	0,1585
<b>Variância</b>	0,0029	0,0911	0,4091	0,3336	2,8224	8,48e+20	0,0228
<b>Min</b>	-0,2068	-0,3754	-0,2129	0,1162	-0,2444	1083,9	0
<b>Max</b>	0,1286	1,2120	2,0605	2,0831	5,4616	107	0,5253
<b>Dp</b>	0,0538	0,3018	0,6396	0,5776	1,6800	29,1	0,1512
<i>Grupo de Controle – Depois do marco</i>							
	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Qt</b>	<b>MB</b>	<b>Retorno da Ação</b>	<b>AT</b>	<b>AL</b>
<b>N</b>	69	52	36	36	33	69	69
<b>Média</b>	0,0292	0,0881	0,8736	1,0176	0,3224	12,5	0,1654
<b>Variância</b>	0,0040	0,0930	0,4665	0,4008	0,9808	9,07e+20	0,0280
<b>Min</b>	-0,2068	-1,0466	-0,2129	0,1162	-0,5853	1083,9	0
<b>Max</b>	0,1425	1,1714	2,0605	2,0831	4,4673	107	0,5253
<b>Dp</b>	0,0632	0,3050	0,6830	0,6330	0,9903	30,1	0,1674
<b>T</b>	<b>-2,343**</b>	-0,828	<b>-2,293**</b>	<b>-2,164**</b>	<b>-1,997**</b>	<b>-1,483*</b>	1,224
<b>P</b>	0,010	0,205	0,012	0,017	0,025	0,070	0,111

Nota: \*em bilhões.  
Fonte: Autoria Própria.

Em relação as variáveis de controle, no tamanho da empresa (ativo total) e na alavancagem foram notadas alterações pequenas nos momentos anteriores e posteriores a privatização da empresa do grupo controle. Quanto ao tamanho da empresa, foi aplicado o logaritmo neperiano, onde foram obtidas médias de 12,8 e 12,5 para os períodos anteriores e posteriores ao marco do estudo, respectivamente, diferença esta estatisticamente significativa ao nível de confiança de 10%. Sobre medidas de alavancagem, é notável que o período posterior ao marco apresentou maiores níveis de alavancagem, as médias foram de 0,1585 antes do marco e 0,1654 posteriormente, onde não apresentou significância estatística no teste t.

Ao abordar o grupo tratamento na Tabela 2, a média das variáveis de desempenho de Mercado (Tobin's Q e *Market-to-book*) apresentaram superiores na amostra para o período posterior a privatização, os valores passaram de 0,171 e 0,363 antes do marco, para 0,356 e 0,528 para depois do marco, para Tobin's Q e MB, respectivamente, estatisticamente significativo a 10%. O coeficiente Retorno sobre a ação apresentou média de 0,239 antes do marco e 1,014 no período posterior ao marco, de modo que apresentaram significância estatística 5%.



Tabela 2 – Estatística descritiva: Grupo de Tratamento antes da privatização

<i>Grupo de Tratamento – Antes do marco</i>							
	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Qt</b>	<b>MB</b>	<b>Retorno da Ação</b>	<b>AT*</b>	<b>AL</b>
<b>N</b>	46	29	22	22	26	57	54
<b>Média</b>	0,0065	0,0371	0,1712	0,3630	0,2399	11,0	0,2182
<b>Variância</b>	0,0115	0,4233	0,0943	0,0609	1,2774	3,91e+20	0,0224
<b>Min</b>	-0,2068	-1,0466	-0,2129	0,1162	-0,5853	1083,9	0
<b>Max</b>	0,1425	1,2120	0,8816	1,0777	5,4616	77,8	0,5253
<b>Dp</b>	0,1076	0,6506	0,3072	0,2467	1,1302	19,8	0,1497
<i>Grupo de Tratamento – Depois do marco</i>							
	<b>ROA</b>	<b>ROE</b>	<b>Qt</b>	<b>MB</b>	<b>Retorno da Ação</b>	<b>AT*</b>	<b>AL</b>
<b>N</b>	64	47	37	37	39	64	61
<b>Média</b>	0,0470	0,1414	0,3566	0,5285	1,0142	17,8	0,1856
<b>Variância</b>	0,0054	0,2004	0,0878	0,0920	3,0470	8.71e+20	0,0182
<b>Min</b>	-0,2068	-1,0466	-0,1408	0,1162	-0,5853	1083,9	0
<b>Max</b>	0,1425	1,2120	0,9973	1,1083	5,4616	107	0,5253
<b>Dp</b>	0,0735	0,4477	0,2963	0,3034	1,7455	29,5	0,1352
<b>T</b>	0,057	<b>1,333*</b>	<b>-1,510*</b>	<b>-1,501*</b>	<b>1,789**</b>	0,063	-0,251
<b>P</b>	0,477	-0,093	0,066	0,069	0,039	0,475	0,401

Nota: \*em bilhões.

Fonte: Autoria Própria.

Em termos de desempenho contábil, é possível observar que as empresas de controle, após a privatização, passaram a ter desempenho superior. O ROA alterou-se de 0,045 anterior a privatização para 0,102, nos períodos posteriores a esse marco, não sendo estatisticamente significativa. De mesmo modo, o ROE também cresceu, alterando-se de 0,019 para 0,049, essas variações apresentaram significância estatística de 1%.

Quanto ao tamanho, não foi encontrada diferença estatisticamente significativa nos períodos analisados, mas a média passou de 11 para 17,8 no período posterior a privatização. De maneira oposta, a alavancagem reduziu em 3,26% em comparação ao período anterior (de 0,218 a 0,185). As alterações às medidas de alavancagem não foram significativas estatisticamente por meio do teste t.

Nas Tabelas 1 e 2, comparando as variáveis dos grupos de tratamento e controle, verifica-se que no ROA, as empresas do grupo de controle são mais rentáveis que aquelas do grupo de tratamento. Em média, o ROA das empresas do grupo de controle antes do marco é de 0,297, e 0,292 depois do marco, ao passo que nas empresas do grupo de tratamento, aumenta de 0,006, para 0,047 após do marco. As empresas do grupo de controle, tiveram coeficiente ROE médio de 0,173 antes do evento estudado e passa para 0,088 para o período

posterior. No grupo de tratamento esse indicador subiu de 0,037 antes para 0,141 após a privatização.

Para o Tobin's Q e o *Market-to-book*, apresentam um comportamento semelhante e significativo, tanto para o grupo controle quanto para o grupo tratamento. No grupo controle, as empresas passam de 0,62 e 0,79 para 0,87 e 1,02 após o marco, significativo a 5%. No grupo tratamento, o crescimento foi de 0,17 e 0,36 antes do marco para 0,35 e 0,52 após o marco do estudo, significativo a 10%. Deste modo, empresas privatizadas sem *Golden Shares* apresentam um desempenho de mercado superior, que pode ser explicado pela presença da propriedade do governo na forma de *Golden Share* representar uma falha em transferir totalmente o controle para o setor privado, além da incerteza sobre em que circunstâncias as ações podem ser exercidas (BOARDMAN; LAURIN, 2000). Ademais, pode-se notar que tanto o grupo controle e tratamento, apresentaram melhora no desempenho de mercado no período posterior a privatização, ratificando estudos de Boubakri e Cosset (1998) e D'Souza e Megginson (1999).

Na variável Retorno da Ação, nas empresas do grupo controle o valor é de 0,943 antes do marco e 0,322 para depois do marco, significativo a 5%. Entretanto, no grupo tratamento esse comportamento ocorreu de forma inversa, passando de 0,239 para 1,014 após a privatização, significativo a 5%. Esses resultados apontam que as *Golden Shares* apresentaram um crescimento superior ao grupo controle.

Nas variáveis de controle, o ativo total médio passou de 12,8 para 12,5 após a privatização no grupo controle, sendo estatisticamente significativo a 10%. No grupo tratamento, os valores passaram de 11 para 17,8 posterior ao marco, entretanto não sendo significativamente estatístico. Esse resultado corrobora que governos não estão dispostos a perder o controle das empresas privatizadas nos setores estratégicos, uma vez que essas empresas são as maiores e com maior potencial de seus países (BORTOLOTTI; SINISCALCO, 2004). A alavancagem não apresentou significância estatística para nenhum dos grupos.

Depois de observadas e discutidas as estatísticas descritivas das variáveis, segue-se para a análise da correlação das variáveis estudadas, cujas informações são apresentadas na Tabelas 3.

Tabela 3 – Matriz de correlação das variáveis estudadas

	Tobin's Q	MB	ROA	ROE	Retorno da Ação	Tamanho	Alavancagem
Tobin's Q	1,0000						
MB	<b>0,9795*</b>	1,0000					
ROA	<b>0,2406*</b>	<b>0,2393*</b>	1,0000				
ROE	0,1355	0,1359	<b>0,7701*</b>	1,0000			
Retorno da Ação	0,1286	0,1519	<b>-0,2008*</b>	<b>-0,3333*</b>	1,0000		
Tamanho da Empresa	<b>-0,1898*</b>	<b>-0,2179*</b>	0,0024	0,0393	-0,1051	1,0000	
Alavancagem	<b>-0,4679*</b>	<b>-0,2845*</b>	<b>-0,3042*</b>	<b>-0,2210*</b>	0,0561	<b>-0,1289*</b>	1,0000

Fonte: Autoria Própria.

A análise permitiu através da Tabela 3 verificar correlação das medidas de desempenho de mercado, onde o Tobin's Q evidencia correlação positiva com o ROA, corroborando com estudos de Villalonga (2000) e Lopes e Carvalho (2021), que demonstraram quanto maior o retorno sobre o ativo (ROA) maior o Tobin's Q, que é composto pelo valor de mercado da empresa e suas dívidas dividido pelo valor de reposição. De mesmo modo, o *market-to-book* também apresentou correlação positiva com o ROA, com coeficiente de 0,2393, corroborando com o estudo Ben-Nasr e Cosset (2014), o que demonstra que um maior desempenho contábil impacta em um maior desempenho de mercado.

Encontrou-se duas correlações quase perfeitas entre o Tobin's Q e o *market-to-book*, e o ROA e ROE, ambas sendo acima de 0,7. Assim, não é necessário se utilizar as duas variáveis no mesmo cálculo. O estudo de Krivogorsky (2006) também encontrou correlação positiva entre ROA e ROE.

A correlação negativa entre o Tobin's Q e o ativo total corrobora com Ben-Nasr et al. (2012), onde demonstram que empresas menores tendem a ter melhor desempenho de mercado na variável Tobin's Q. Na Tabela 3, o coeficiente da correlação entre Tobin's Q e a alavancagem é -0,4679, o que evidencia que empresas menores tendem a obter um melhor potencial de crescimento, corroborando com estudos de Alfawareh1 et al. (2022). Esses resultados também estão de acordo com a outra variável de desempenho de mercado *Market-to-book*, sendo correlação negativa entre *Market-to-book* e o ativo total e também, entre o *Market-to-book* e a alavancagem.

O Retorno da Ação somente demonstra correlação significativa com as variáveis de desempenho contábil: ROA e ROE, ambas negativas nos valores de -0,2008 e -0,3333, respectivamente, sugerindo que empresas com melhor desempenho no valor da ação apresentam menores retornos sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido. Quanto a variável de controle alavancagem, foi negativamente significativa para o ROA e o ROE, ratificando achados de Boubakri et al. (2013) e Saidat, Silva e Seaman (2019), que apontam que empresas mais endividadas obtêm maiores retornos sobre seus ativos e patrimônio líquido.

O ativo total se correlaciona negativamente e significativamente com a alavancagem no valor de -0,1289 na média, evidenciando que empresas maiores tendem a necessitar menos de capital de terceiros.

Posteriormente no estudo, foi feita uma análise de VIF para verificar se as variáveis são colineares. Após apresentar a estatística descritiva e a correlação das variáveis do estudo, na próxima etapa analisa-se os resultados obtido no estudo, a qual consistiu na estimação do modelo diferença-em-diferenças.

#### 4.2 RESULTADO DO MODELO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS

Para atingir o objetivo do estudo, o modelo diferença-em-diferenças (DiD) foi escolhido por possibilitar a comparação entre dois grupos, o de tratamento e de controle, em dois períodos distintos, portanto é possível analisar a diferença entre o grupo tratamento e controle no período pós-privatização.

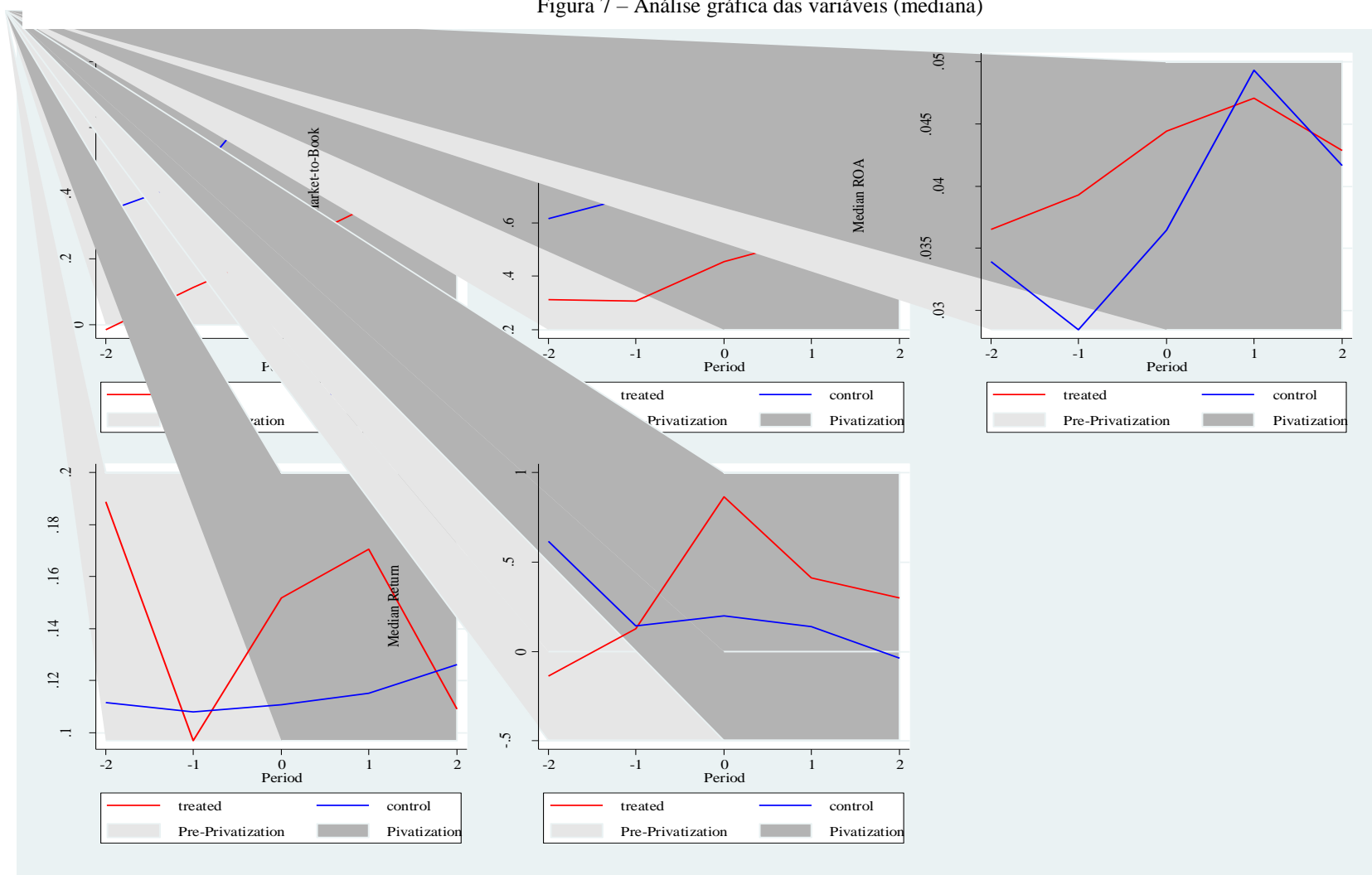
O grupo de tratamento, é formado por empresas que sofreram o processo de privatização e tiveram inclusa a cláusula da *Golden Share*, e o de controle, composto por empresas privatizadas, mas sem a inclusão das *Golden Shares*. Desse modo, o marco do estudo é o momento da privatização da empresa, onde utiliza-se o modelo diferença-em-diferenças (DiD), de modo a comparar os resultados através de alterações pós-privatização nos grupos.

O estudo engloba dois anos anteriores a privatização e dois anos posteriores, de modo que foi optado por um período menor, uma vez que em períodos superiores ocorre uma maior possibilidade de interferência de eventos não referentes ao objeto do estudo.

Desta forma, parte-se para a análise gráfica dos resultados das variáveis, sendo duas de desempenho contábil (ROE e ROA) e três de desempenho de mercado (Tobin's Q, *Market-to-book* e retorno sobre a ação), das empresas dos grupos de tratamento e controle. A análise gráfica permite identificar o comportamento da variável estudada ao satisfazer a premissa de tendências

paralelas, verificando como a variável se comporta no grupo tratamento e controle, antes e depois do marco do estudo. A análise gráfica é evidenciada na Figura 7.

Figura 7 – Análise gráfica das variáveis (mediana)



Fonte: Autoria Própria.

Conforme a Figura 7, são evidenciadas tendências paralelas para as variáveis de mercado (Q de Tobin e *Market-to-Book*) antes da privatização das empresas, sendo que, em ambos os casos, as empresas que possuíam *Golden Shares* apresentaram um crescimento mais acentuado que as demais no primeiro ano, evidenciando um efeito positivo desse mecanismo para as referidas variáveis. Esse resultado se assemelha ao de Muhamed, Strätling e Salama (2014) e de russo Liljebloom, Maury e Hörhammer (2020), que encontraram evidências que sustentam que a propriedade por meio de *Golden Shares* pode mitigar os efeitos negativos da propriedade estatal.

Para as variáveis contábeis (ROA e ROE) não foram identificados padrões significativos que possam determinar um efeito das *Golden Shares* sobre essas variáveis. Esse comportamento demonstra a não existência de tendências paralelas.

Com base na Figura 7, o comportamento da variável Retorno da Ação nas empresas tratadas da amostra apresenta crescimento nos dois primeiros anos, atingindo seu pico no marco do estudo. No grupo de controle, a variável se mantém decrescente nos anos anteriores ao marco, e como no grupo tratamento, é seguido de uma retração um ano antes do marco. Esse resultado similar aponta que o choque exógeno reduziu a diferença entre as medianas da variável entre os grupos, o que leva a crer que existe tendências paralelas com relação retorno da ação nas empresas. Esses resultados corroboram com estudo de Bortolotti e Faccio (2004), mostrando que a presença de *Golden Shares* tem um efeito negativo sobre os preços das ações.

Na etapa seguinte, conforme pode ser visto na Tabela 4, parte-se para a análise da estimação do modelo de diferença-em-diferenças, sendo fundamental a análise por evidenciar as diferenças entre os grupos e também entre os períodos anterior e posterior ao marco. Foram expostos os resultados das variáveis: Tobin's Q, *Market-to-book*, ROA, ROE e retorno sobre a ação. O resultado apresenta a diferença de valores entre o grupo tratamento e o grupo controle, onde em primeiro momento, antes do marco e também, posterior ao marco do estudo. Por último, apresenta-se a diferença-em-diferenças (DiD).

Os resultados encontrados na análise gráfica, vão ao encontro dos resultados obtidos no modelo DiD. Conforme exposto na Tabela 4, diferenças estatisticamente significativas foram encontradas nas variáveis de desempenho de Mercado: Tobin's Q e *Market-to-book*, aos níveis de significância estatística de 1% e Retorno sobre a ação com 5% de significancia.

Tabela 4 – Resultados modelo Diferença-em-Diferenças

	Tobin's Q	MB	Retorno	ROA	ROE
<b>Antes</b>					
Controle	1,461	1,535	1,053	0,021	0,014
Tratamento	0,175	0,363	0,266	0,002	0,041
Diff (T-C)	<b>-1,286***</b>	<b>-1,172***</b>	-0,787	-0,020	0,026
DP	0,175	0,159	0,477	0,016	0,131
T	-7,330	-7,370	-1,650	-1,260	0,200
<b>Depois</b>					
Controle	0,985	1,135	0,101	0,035	0,099
Tratamento	0,357	0,529	1,014	0,047	0,141
Diff (T-C)	<b>-0,628***</b>	<b>-0,606***</b>	<b>0,913**</b>	0,012	0,042
DP	0,157	0,142	0,393	0,013	0,088
T	4,010	4,270	2,320	0,950	0,480
Diff-in-Diff	<b>0,658***</b>	<b>0,566***</b>	<b>1,700***</b>	0,032	0,016
DP	0,235	0,213	0,618	0,020	0,158
T	2,80	2,65	2,75	1,58	0,10
R2	0,4	0,41	0,07	0,05	0,01

Fonte: Autoria Própria.

No Tobin's Q, anteriormente ao marco, o efeito nas empresas do grupo tratamento é de 0,175, sendo inferior ao impacto nas empresas que não foram afetadas pelo marco, representando 1,461. Assim, a diferença entre os dois grupos é de -1,286, ao nível de significância de 1%. Após o marco do estudo, ou seja, a privatização, a influência do grupo tratamento aumenta para 0,357 e o do controle cai para 0,985, fornecendo uma diferença de -0,628, significativo ao modelo a 1%. Desse modo, o coeficiente de diferença-em-diferenças é de 0,658, significativo a 1% ao modelo, indica que a cláusula da *Golden Share* influencia positivamente o Tobin's Q das empresas.

Da mesma forma, a presença da *Golden Share* aponta uma influência positiva no *Market-to-book* das empresas, devido ao período anterior ao marco ter efeito do tratamento nas empresas tratadas de 0,363, e o do controle nas não tratadas, de 1,535, ocasionando um coeficiente de diferença-em-diferenças de -1,172, com relevância estatística ao modelo de 1%. Após a marco, a interferência do tratamento sobe para 0,529, e do controle cai para 1,135, sendo a diferença entre o grupo tratamento e controle de -0,606, significativa a 1%. Deste modo, o estimador DiD resultante é de 0,566, ao nível de significância de 1%, demonstrando que as *Golden Shares* também influenciam positivamente o *Market-to-book*.



Os resultados positivos para Tobin's Q e *Market-to-book* podem ser explicados pela importância estratégica para o desenvolvimento econômico e social que as empresas com *Golden Share* costumam ter para o país, beneficiando-se de medidas protecionistas e apoio financeiro (TAN, 2007). Esses resultados apontam para o governo como um bom monitor para as empresas, discordando da teoria da agência, uma vez que os benefícios do monitoramento do governo superam os custos. No entanto, o fato de os valores do grupo tratamento serem inferiores ao grupo de controle, podem estar relacionados a teoria dos direitos de propriedade, em que a disparidade entre o fluxo de caixa e as *Golden Shares* dos direitos de controle aumentam os incentivos do governo para explorar as empresas e outros investidores (BENNEDSEN; NIELSEN, 2010).

No que se refere ao coeficiente retorno da ação, antes do marco, mostra que o impacto do tratamento nas empresas que receberam *Golden Shares* é de 0,266, inferior ao efeito do controle nas empresas não tratadas, de 1,053, causando uma diferença de -0.787, sem significância estatística ao modelo. Após o marco do estudo, a influência do tratamento aumenta para 1,014, ao mesmo tempo que o do controle cai para 0,101, causando uma diferença de 0,913, com significância estatística a 5%. Entretanto, o estimador de diferença-em-diferenças de 1,700 é significativo a 1%, sugerindo que as *Golden Shares* impactam positivamente o retorno da ação das empresas.

De modo geral, os resultados dos modelos DiD indicam que as *Golden Shares* sofrem maior impacto positivo do que as empresas privatizadas sem essa cláusula nas variáveis de desempenho de mercado *Market-to-Book*, Tobin's Q e Retorno da Ação das empresas. Assim, a valorização e o desempenho mais elevados, podem resultar da presença de rendas e benefícios especiais, que são concedidos a empresas privatizadas e não a seus concorrentes privados. Podendo proteger as empresas privatizadas da concorrência, proporcionar-lhes um ambiente regulatório favorável, subsidiando empréstimos e garantindo contratos. Esses benefícios superam o custo da interferência política (BORTOLOTTI; FACCIO, 2004). Borisova et al. (2012), apontam que os governos fornecem um capital mais "paciente", proporcionando as estatais que efetuem projetos caros. Portanto, não se pode rejeitar a hipótese 2 do estudo.

Por fim, as regressões das variáveis retorno sobre ação (ROA) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) de desempenho contábil não apresentaram diferenças significativas entre os grupos de tratamento e controle. Desta forma, não é possível sugerir que as *Golden Shares* não influenciam o desempenho contábil das empresas, rejeitando a hipótese 1 do estudo.

Desse modo, as *Golden Shares* não influenciam o desempenho contábil, mas sim a percepção do mercado para essas empresas.

Tabela 5 – Resultados modelo OLS

	<i>Qt</i>	<i>MB</i>	<i>ROA</i>	<i>ROE</i>	<i>Retorno</i>
<b>AT</b>	0,014	0,014	<b>0,006</b>	<b>0,092</b>	-0,097
	0,380	0,370	2,090	2,640	-1,070
	0,700	0,710	0,040	0,010	0,290
<b>AL</b>	<b>-1,724</b>	-0,728	<b>-0,244</b>	<b>-0,806</b>	-0,354
	-2,470	-1,040	-5,290	-2,100	-0,150
	0,020	0,300	0,000	0,040	0,880
<b>França</b>	<b>-0,658</b>	<b>-0,657</b>	-0,005	<b>-0,995</b>	-0,210
	-2,330	-2,300	-0,250	-2,410	-0,330
	0,020	0,020	0,810	0,020	0,740
<b>Itália</b>	-0,314	-0,324	0,033	<b>-0,811</b>	0,032
	-1,170	-1,190	1,280	-1,830	0,040
	0,250	0,240	0,200	0,070	0,960
<b>Portugal</b>	-0,294	-0,311	0,020	<b>-1,170</b>	-0,522
	-1,120	-1,180	0,800	-2,360	-0,610
	0,260	0,240	0,420	0,020	0,550
<b>Espanha</b>	0,003	0,002	<b>0,050</b>	-0,663	0,150
	0,010	0,010	2,230	-1,370	0,180
	0,990	0,990	0,030	0,170	0,860
<b>UK</b>			<b>0,140</b>	<b>0,792</b>	
			3,170	2,420	
EF SETOR	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM
EF TEMPO	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Fonte: Autoria Própria.

Conforme pode ser visto na Tabela 5, o resultado do modelo de regressão do coeficiente para o ativo total, indica significância estatística de 5% e 10%, respectivamente para o ROA e ROE. Esse resultado se deve ao capital financeiro ajudar as empresas a aproveitar vantagens competitivas e obter maior lucratividade. Além disso, com uma maior escala de produção também se espera uma maior taxa de retorno (NANDA; PANDA, 2018).

No que se refere a alavancagem, esta se mostrou negativamente significativa para o Qt, ROA e ROE. Esse resultado da alavancagem afeta negativamente o ROA e ROE das empresas, mostrando que as empresas com maior rentabilidade são menos endividadas, corroborando com a teoria da *Pecking Order*, devido o fato de que recursos gerados internamente não têm custos de transação, e que a emissão de novas dívidas tende a sinalizar uma informação positiva sobre a empresa (NAKAMURA et al., 2007).

Na França, o impacto ocorre nas empresas nas variáveis Qt em -0,658 e no *Market-to-book* de -0,657, significativo em 5% ao modelo. O ROE das empresas francesas é de -0,995, sendo significativo em 5%. Corroborando Mrad e Hallara (2012), que também estudou o

contexto francês, e seus resultados revelam que níveis altos de propriedade do governo estão associados a um aumento no desempenho e criação de valor dentro da empresa privatizada.

Na Espanha, o efeito foi de 0,050 no ROA, significativo em 5%. Nas empresas Italianas e Portuguesas, o valor do ROE foi de -0,811 e -1,170, respectivamente, ambas significantes estatisticamente. Entretanto, nas empresas Britânicas, ambas as variáveis de desempenho contábil foram significativas estatisticamente, sendo o valor do ROA de 0,140 e do ROE de 0,792. Esses resultados podem ser explicados por La Porta et al. (1998), onde os países com leis comuns, como o Reino Unido, desenvolvem ambientes com forte proteção a acionistas e credores, e os países originários em leis civis francesas, por exemplo Brasil, Portugal, Espanha, França e Itália, têm um menor nível de proteção. Portanto, em países de fraca proteção legal, existe a possibilidade de expropriação de acionistas minoritários por acionistas majoritários (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Também, em países de leis comuns, os governos tendem a manter o controle usando *Golden Shares*, e é improvável que mantenham grandes posições de propriedade, enquanto em países de leis civis francesas, os governos tendem a manter grandes posições de propriedade (BEN-NASR; COSSET, 2014). A etapa seguinte da análise consiste nos testes de pressupostos OLS no Quadro 4.

Quadro 4 – Testes dos pressupostos do modelo

Teste	Suposição	Tipo	Valor	p-value	Situação
Doornik-Hansen	Normalidade	$\chi^2$	205,771	0,00	Rejeitada
Shapiro-Wilk	Normalidade	Z	2,721	0,00	Rejeitada
Matrizdecovariância	Covariância	$\chi^2$	223,28	0,00	Rejeitada
Wooldridge	Autocorrelação	F	7,413	0,012	Rejeitada
Breuch-Pagan	Homosticidade	$\chi^2$	26,51	0,00	Rejeitada
VIF	Linearidade	-	2,02	-	Rejeitada
Durbin-Wu-	Endogeneidade	F	688,37	0,00	Não rejeitou

Fonte: Autoria Própria.

O teste Doornik-Hansen para normalidade multivariada (DOORNIK; HANSEN, 2008) são transformados para garantir a independência, considerando o nível de significância de 1%. Também foi efetuado o teste de Shapiro e Wilk (1965), afim de verificar se o conjunto de dados independentes segue a distribuição normal. O valor da estatística de Shapiro-Wilk, permite rejeitar a hipótese nula de Normalidade dos dados. A matriz de covariância, rejeita a hipótese nula, ou seja, que a matriz de covariância não é diagonal.

No teste de Wooldridge, rejeita-se a hipótese nula, o que indica que há autocorrelação serial. Sobre o teste de Breusch-Pagan, rejeita-se a hipótese nula no modelo, não havendo

problema de heterocedasticidade. No VIF médio o valor é baixo, não indicando multicolinearidade. O teste Durbin-Wu-Hausman, aponta que há endogenia, por esse motivo, é necessário encontrar um método que diminua o problema de endogenia, como o Diferença-em-Diferenças.

#### 4.3 TESTE DE ROBUSTEZ PARA O MODELO DIFERENÇA-EM-DIFERENÇAS

Após a discussão dos resultados do estudo, nesta seção testa-se a robustez do modelo DiD para assegurar confiabilidade dos achados. Assim, o teste de robustez e sensibilidade Placebo foi realizado.

##### 4.3.1 Teste Placebo

A Tabela 6 apresenta o resultado do Teste Placebo, onde é possível verificar a credibilidade do modelo. O teste consiste em adotar um choque placebo em marco alternativo para verificar os resultados que esse choque fornecerá. Desse modo, os testes placebo devem produzir resultados nulos (ATANASOV; BLACK, 2016). Caso os resultados forem significativos, pode-se afirmar que houveram outros choques endógenos relacionados à empresa ou choques exógenos independentes, que influenciaram na relação estudada (TO SUN, 2016).

Para efetuar o teste, deve-se manter a estrutura principal do modelo, apenas modificando o momento do choque do estudo. Assim, pode-se verificar se os resultados não foram influenciados por características não observáveis (TRISTÃO; SOUZA, 2019). Roberts e Whited (2013) aplicaram o teste placebo, com dois anos antes do marco real. De mesmo modo, para a realização do teste Placebo, altera-se o choque exógeno do presente estudo, ou seja, o período de privatização das empresas para 2 anos antes ao marco, mantendo o horizonte de dois anos anterior e posterior de análise.

Conforme a Tabela 6, dos resultados do teste placebo, percebe-se níveis de desempenho de Mercado (Tobin's Q e *Market-to-book*) superiores para as empresas do grupo controle, para os períodos anterior e posterior ao marco, também apresenta-se diferenças estatisticamente significativas a 1%, entre o tratamento e controle nas variáveis Tobin's Q (-0,589) e *market-to-book* (-0,580) das empresas antes do marco. Contrariamente, os coeficientes da diferença das variáveis Retorno da Ação (0,207), ROA (0,010) e ROE (0,018), não demonstraram estatística significativa. De modo semelhante ao período anterior ao marco, no período posterior ao marco

diferenças significativas a 1% foram encontradas para o Tobin's Q (-0,765) e *Market-to-book* (-0,695). Entretanto, o Retorno da Ação, ROA e ROE não apontam relevância estatística.

Tabela 6 – Resultado Teste Placebo

	Tobin's Q	MB	Retorno da Ação	ROA	ROE
<b>Antes</b>					
Controle	0,871	1,044	0,693	0,026	0,101
Tratamento	0,282	0,464	0,900	0,036	0,119
Diff (T-C)	<b>-0,589***</b>	<b>-0,580***</b>	0,207	0,010	0,018
DP	0,135	0,126	0,375	0,013	0,093
T	-4,36	-4,61	0,55	0,82	0,20
<b>Depois</b>					
Controle	1,157	1,251	-0,149	0,054	0,232
Tratamento	0,391	0,556	0,725	0,045	0,119
Diff(T-C)	<b>-0,765***</b>	<b>-0,695***</b>	0,874	-0,009	-0,113
DP	0,202	0,188	0,630	0,021	0,137
T	3,79	3,7	1,39	0,42	0,83
<b>Diferença-em-Diferenças</b>					
	-0,176	-0,115	0,667	-0,019	-0,131
DP	0,243	0,226	0,733	0,024	0,165
T	0,73	0,51	0,91	0,79	0,79
R2	0,3	0,3	0,04	0,02	0,01

Fonte: Autoria Própria.

O coeficiente DiD do teste Placebo, não apresentou significância estatística para nenhuma das variáveis do modelo. Esse resultado, ao contrariar os achados do modelo principal (Tabela 4), onde encontrou-se significância estatística das diferença-em-diferenças para as medidas Tobin's Q, *Market-to-book* e Retorno da Ação, permite deduzir que o momento da privatização das empresas esclarece as diferenças encontradas no modelo principal, uma vez que a não significância do Teste Placebo demonstra que os resultados do modelo principal não foram afetados por outras tendências além do marco estudado.

## 5 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste tópico delimitam-se as principais conclusões do estudo, trazendo o alcance dos objetivos específicos propostos e as contribuições da pesquisa. Por fim, apresentam-se sugestões de estudos futuros.

### 5.1 CONCLUSÃO

Esse estudo teve como objetivo analisar a influência das *Golden Shares* no desempenho contábil das empresas de capital aberto que sofreram processo de privatização em vários países no período de 1980 e 2020. Através de uma pesquisa quase-experimental efetuada pelo modelo de Diferença-em-Diferenças (DiD), onde comparou-se as variáveis afetadas pela privatização com *Golden Shares* (grupo de tratamento) e sem *Golden Shares* (grupo de controle). A primeira diferença é entre tratamento e controle para períodos anteriores e posteriores ao marco. Após, calculou-se a diferença dessas diferenças verificando o impacto das *Golden Shares* nas companhias.

No geral, os resultados da estatística descritiva, análise gráfica e dos modelos diferença-em-diferenças convergem quanto a influência das *Golden Shares* no desempenho contábil das empresas. Desse modo, os resultados dos modelos DiD apontam que as *Golden Shares* não apresentam um impacto significativo no ROA e ROE de empresas da amostra, o que sugere a rejeição da hipótese 1 do presente estudo.

Com relação ao desempenho de mercado, os resultados do modelo Diferença-em-Diferenças indicam que o marco referente a implantação das *Golden Shares* impacta positivamente no valor de mercado das empresas. Esses achados corroboram com estudos de Liljoborn et al. (2019), e apontam que a presença das *Golden Shares* aumenta os valores de desempenho de mercado das empresas, o que justifica a não rejeição da hipótese 2 deste estudo. Uma explicação teórica é que os governos tendem a proteger as empresas privatizadas com *Golden Shares* da concorrência, proporcionando-lhes um ambiente regulatório favorável, subsidiando empréstimos e garantindo contratos (BORTOLOTTI; FACCIO, 2004). Devido a importância das *Golden Shares*, o país também costuma oferecer medidas protecionistas e apoio financeiro (TAN, 2007).

Esse estudo contribui para a literatura de várias maneiras, ampliando o conhecimento sobre *Golden Shares*, ou seja, dispositivos usados pelos governos para manter o controle em

empresas privatizadas. Esse tema é considerado relevante e pouco estudado na literatura de contabilidade e finanças (DENIS; MCCONNELL, 2003).

Até onde é sabido, existe apenas um estudo que investiga o desempenho contábil e de mercado, sendo o de LILJOBORN (2019). Seu estudo analisa as *Golden Shares* usando uma amostra composta por empresas da República Tcheca. Desta forma, acrescentou-se a este último estudo, usando uma amostra multinacional maior de empresas. A inclusão de empresas de mais países é importante pois permite examinar como os fatores políticos, que variam entre os países, podem afetar as informações específicas da empresa na presença da participação do governo (BEN-NASR; COSSET, 2014). Finalmente, o estudo contribui para a literatura sobre o impacto das *Golden Shares* no desempenho contábil e no desempenho de mercado da ação pós-privatização (RAZAK; AHMAD; ALIAHMED, 2008).

Apesar das conclusões conforme as duas hipóteses do estudo, de acordo com os resultados empíricos demonstrados, pode-se destacar algumas limitações. A primeira delas é referente a coleta de dados, visto a dificuldade no encontro de um banco de dados atualizado. Além disso, a falta de pesquisas anteriores dificulta a comparação dos resultados, entretanto, em contrapartida destaca-se a relevância do tema estudado. Os métodos utilizados, instrumentos e técnicas também podem ser citados com uma fragilidade no que se refere a endogenia. Desta maneira, destaca-se que outras técnicas devem ser exploradas, comprovando os resultados do presente estudo.

## 5.2 RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

No entanto, considerando essas limitações, para pesquisas futuras, recomenda-se ampliar a análise a outros países com não contemplados em nossa amostra. Também utilizar outras variáveis para ajudar a compreender o desempenho contábil e de mercado.

## REFERÊNCIAS

- ANUATTI-NETO, Francisco et al. Os efeitos da privatização sobre o desempenho econômico e financeiro das empresas privatizadas. **Revista Brasileira de Economia**, v. 59, n. 2, p. 151-175, 2005.
- ASHENFELTER, Orley C.; CARD, David. Using the longitudinal structure of earnings to estimate the effect of training programs. **The Review of Economics and Statistics**, v. 67, n. 4, p. 648-60, 1985.
- ATANASOV, Vladimir A.; BLACK, Bernard S. Shock-based causal inference in corporate finance and accounting research. **Critical Finance Review**, v. 5, n. 2, p. 207-304, 2016.
- BEN-NASR, Hamdi; COSSET, Jean-Claude. State ownership, political institutions, and stock price informativeness: Evidence from privatization. **Journal of Corporate Finance**, v. 29, p. 179-199, 2014.
- BEN-NASR, Hamdi. Golden Shares in Privatized Firms: International Evidence. **Available at SSRN 2139914**, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2139914>. 2012.
- BENNEDSEN, Morten; NIELSEN, Kasper Meisner. Incentive and entrenchment effects in European ownership. **Journal of Banking & Finance**, v. 34, n. 9, p. 2212-2229, 2010.
- BERLE, A. A., MEANS, G., 1933: The Modern Corporation and Private Property. **University of Pennsylvania Law Review and American Law Register**, v. 81, n. 6, p. 782-785, 1932.
- BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BEUSELINCK, Christof et al. The value of government ownership during the global financial crisis. **Journal of Corporate Finance**, v. 42, p. 481-493, 2017.
- BOARDMAN, Anthony E.; LAURIN, Claude. Factors affecting the stock price performance of share issued privatizations. **Applied Economics**, v. 32, n. 11, p. 1451-1464, 2000.
- BOYCKO, Maxim; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A theory of privatisation. **The Economic Journal**, v. 106, n. 435, p. 309-319, 1996.
- BORISOVA, Ginka et al. Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 11, p. 2917-2934, 2012.
- BORTOLOTTI, Bernardo; FACCIO, Mara. **Reluctant privatization**. Nota di Lavoro, 2004.
- BORTOLOTTI, Bernardo; FACCIO, Mara. Government control of privatized firms. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 8, p. 2907-2939, 2009.



BORTOLOTTI, Bernardo; SINISCALCO, Domenico. The challenges of privatization: an international analysis. **The Challenges of Privatisation: An International Analysis**. London: Oxford University Press, p. 160, 2004.

BOUBAKRI, Narjess; COSSET, Jean-Claude; GUEDHAMI, Omrane. From state to private ownership: Issues from strategic industries. **Journal of Banking & Finance**, v. 33, n. 2, p. 367-379, 2009.

BOUBAKRI, Narjess; COSSET, Jean-Claude. The financial and operating performance of newly privatized firms: Evidence from developing countries. **The Journal of Finance**, v. 53, n. 3, p. 1081-1110, 1998.

BOUBAKRI, Narjess; MIRZAEI, Ali; SAMET, Anis. National culture and bank performance: Evidence from the recent financial crisis. **Journal of Financial Stability**, v. 29, p. 36-56, 2017.

BOUBAKRI, Narjess et al. Privatization and bank performance in developing countries. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 8-9, p. 2015-2041, 2005.

BRESSAN, Valéria Gama Fully; BRESSAN, Aureliano Angel. Existe diferença entre a rentabilidade das ações das empresas que adotam governança corporativa com relação às empresas do mercado tradicional? **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 10, n. 2, p. 250-263, 2008.

CHEN, Ruiyuan et al. Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. **Journal of Corporate Finance**, v. 42, p. 408-421, 2017.

CHOWDHURY, Hasibul; HODGSON, Allan; PATHAN, Shams. Do external labour market incentives constrain bad news hoarding? The CEO's industry tournament and crash risk reduction. **Journal of Corporate Finance**, v. 65, 2020.

CLAESSENS, Stijn; FAN, Joseph PH. Corporate governance in Asia: A survey. **International Review of Finance**, v. 3, n. 2, p. 71-103, 2002.

D'SOUZA, Juliet; MEGGINSON, William L. The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 4, p. 1397-1438, 1999.

CARDOSO, Vanessa Ingrid da Costa et al. O impacto da privatização no desempenho econômico: um estudo em empresas brasileiras de grande porte. **Revista Ibero Americana de Estratégia**, v. 12, n. 3, p. 183-211, 2013.

DHARWADKAR, Bavi; GEORGE, Gerald; BRANDES, Pamela. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. **Academy of Management Review**, v. 25, n. 3, p. 650-669, 2000.

DENIS, Diane K.; MCCONNELL, John J. International corporate governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 38, n. 1, p. 1-36, 2003.

EUROPEAN COMMISSION, Special rights in privatised companies in the enlarged Union – a decade full of developments, **Commission Staff Working Document**, Brussels, 2005.

FACCIO, Mara; MASULIS, Ronald W.; MCCONNELL, John J. Political connections and corporate bailouts. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, p. 2597-2635, 2006.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Size and book-to-market factors in earnings and returns. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 1, p. 131-155, 1995.

FRANK, Murray Z.; GOYAL, Vidhan K. Capital structure decisions: which factors are reliably important? **Financial Management**, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009.

FREDRIKSSON, Anders; OLIVEIRA, Gustavo Magalhães de. Impact evaluation using Difference-in-Differences. **RAUSP Management Journal**, v. 54, n. 4, p. 519-532, 2019.

GAUR, Sanjaya S.; BATHULA, Honaku; SINGH, Deeksha Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework, **Management Decision**, v. 53, n. 5, p. 911-931, 2015.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. Corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-156, 2003.

GUEDHAMI, Omrane; MISHRA, Dev. Excess control, corporate governance and implied cost of equity: International evidence. **Financial Review**, v. 44, n. 4, p. 489-524, 2009.

HANOUSEK, Jan; KOČENDA, Evžen; SVEJNAR, Jan. **Ownership, Control and Corporate Performance after Large-Scale Privatization** (February 2004). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=508623> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.508623>

HANOUSEK, Jan; KOČENDA, Evžen; SVEJNAR, Jan. Origin and concentration: Corporate ownership, control and performance in firms after privatization. **Economics of Transition**, v. 15, n. 1, p. 1-31, 2007.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KANOJIA, Sunaina; BHATIA, Bunny S. Corporate governance and dividend policy of the US and Indian companies. **Journal of Management and Governance**, v. 26, n. 4, p. 1339-1373, 2022.

KOČENDA, Evžen. Beware of breaks in exchange rates: evidence from European transition countries. **Economic Systems**, v. 29, n. 3, p. 307-324, 2005.

KOČENDA, Evžen; HANOUSEK, Jan. State ownership and control in the Czech Republic. **Economic Change and Restructuring**, v. 45, n. 3, p. 157-191, 2012.

KRIVOGORSKY, Victoria. Ownership, board structure, and performance in continental Europe. **The International Journal of Accounting**, v. 41, n. 2, p. 176-197, 2006.

LA PORTA, Rafael La et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, 1999.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. **Metodologia científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

LILJEBLOM, Eva; MAURY, Benjamin; HÖRHAMMER, Alexander. Complex state ownership, competition, and firm performance—Russian evidence. **International Journal of Emerging Markets**, v. 15, n. 2, p. 189-221, 2020.

LOCH, Murialdo et al. O Governo como Acionista e o Conflito Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro. **Brazilian Business Review**, v. 17, n. 1, p. 24-45, 2020.

LOPES, Fernanda Cristina; CARVALHO, Luciana. Intangible assets and business performance in Latin America. **RAUSP Management Journal**, v. 56, n. 4, p. 408-424, 2021.

MEGGINSON, William L.; NASH, Robert C.; VAN RANDENBORGH, Matthias. The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis. **The Journal of Finance**, v. 49, n. 2, p. 403-452, 1994.

MRAD, Mouna; HALLARA, Slaheddine. The impact of residual government ownership on performance and value creation: The Case of privatized French companies. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 62, p. 473-488, 2012.

MUHAMED, Amiruddin Bin; STRÄTLING, Rebecca; SALAMA, Aly. The impact of government investment organizations in Malaysia on the performance of their portfolio companies. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 85, n. 3, p. 453-473, 2014.

NAKAMURA, Wilson Toshiro et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. 44, p. 72-85, 2007.

PELA, Juliana Krueger. **Golden shares**. Enciclopédia jurídica da PUC-SP. Celso Fernandes Campilongo, Alvaro de Azevedo Gonzaga e André Luiz Freire (coords.). Tomo: Direito Comercial. Fábio Ulhoa Coelho, Marcus Elidius Michelli de Almeida (coord. de tomo). 1. ed. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2017.

RAZAK, Nazrul Hisyam; AHMAD, Rubi; ALIAHMED, Huson Joher. Government ownership and performance: An analysis of listed companies in Malaysia. **Corporate Ownership and Control**, v. 6, n. 2, p. 434-442, 2008.

ROBERTS, Michael R.; WHITED, Toni M. Endogeneity in empirical corporate finance1. In: **Handbook of the Economics of Finance**. Elsevier, 2013. p. 493-572.

SAIDAT, Zaid; SILVA, Mauricio; SEAMAN, Claire. The relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from Jordanian family and nonfamily firms. **Journal of Family Business Management**, v. 9, n. 1, p. 54-78, 2019.

SHAPIRO, Samuel Sanford; WILK, Martin B. An analysis of variance test for normality (complete samples). **Biometrika**, v. 52, n. 3/4, p. 591-611, 1965.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 3, p. 461-488, 1986.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Politicians and firms. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 109, n. 4, p. 995-1025, 1994.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, E. L., MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2000.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SONZA, Igor Bernardi; KLOECKNER, Gilberto de Oliveira. Governance in concentrated ownership structures: new evidences from Brazil. **Revista de Administração**, v. 49, n. 2, p. 322-338, 2014.

TAN, Jeff. **Privatization in Malaysia: Regulation, rent-seeking and policy failure**. Routledge, 2007.

TIROLE, Jean. **The Theory of Corporate Finance**. Princeton University press Princeton. 2006.

TIAN, Longwei et al. Social movements and international business activities of firms. **Journal of International Business Studies**, v. 52, n. 6, p. 1200-1214, 2021.

TRISTÃO, Pamela A.; SONZA, Igor B. A estrutura de capital no Brasil é estável? **Revista de Administração Mackenzie**, v. 20, n. 4, 2019.

VICKERS, John; YARROW, George K. **Privatization: An economic analysis**. MIT press, 1988.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. **Revista do BNDES**, v. 11, n. 22, 2004.

VILLA, Juan M. diff: Simplifying the estimation of difference-in-differences treatment effects. **The Stata Journal**, v. 16, n. 1, p. 52-71, 2016.

VILLALONGA, Belen. Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 42, n. 1, p. 43-74, 2000.

ZHANG, X.; TANG, G.; LIN, Z. Managerial power, agency cost and executive compensation – an empirical study from China. **Chinese Management Studies**, v. 10, n. 1, p. 119–137, 2016.

ZEITUN, Rami; TIAN, Gary Gang. Does ownership affect a firm's performance and default risk in Jordan? **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 7, n. 1, p. 66-82.