



Revista Ibero Americana de Estratégia

E-ISSN: 2176-0756

admin@revistaiberoamericana.org

Universidade Nove de Julho

Brasil

Kusch Brey, Nathanael; Oliveira Camilo, Silvio Parodi; Marcon, Rosilene; Alberton, Anete
A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS CORPORAÇÕES: CONEXÕES POLÍTICAS SOB A
PERSPECTIVA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS
Revista Ibero Americana de Estratégia, vol. 10, núm. 3, septiembre-diciembre, 2011, pp. 126-146
Universidade Nove de Julho
São Paulo, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=331227120007>

- Como citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

redalyc.org

Sistema de Información Científica

Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal

Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

**A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS CORPORAÇÕES: CONEXÕES POLÍTICAS
SOB A PERSPECTIVA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS**

**THE OWNERSHIP STRUCTURE OF CORPORATIONS: POLITICAL CONNECTIONS
FROM THE RESOURCE DEPENDENCE PERSPECTIVE – A THEORICAL ESSAY**

**ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS DE LA PROPIEDAD: LAS CONEXIONES
POLÍTICAS BAJO LA PERSPECTIVA DE LA DEPENDENCIA DE RECURSOS**

Nathanael Kusch Brey

Mestrando em Administração pela Universidade do Vale do Itajaí – UNIVALI

E-mail: nathan@netuno.com.br (Brasil)

Silvio Parodi Oliveira Camilo

Doutor em Administração e Turismo pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí – PPGA/UNIVALI

E-mail: parodi@parodiconsultoria.com.br (Brasil)

Rosilene Marcon

Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC

Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí – PPGA/UNIVALI

E-mail: rmarcon@univali.br (Brasil)

Anete Alberton

Doutora em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC

Professora do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade do Vale do Itajaí – PPGA/UNIVALI

E-mail: anete@univali.br (Brasil)

A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DAS CORPORações: CONEXões POLÍTICAS SOB A PERSPECTIVA DA DEPENDência DE RECURSOS

RESUMO

Após a década de 1990, que ficou marcada como a era das privatizações no Brasil, o governo passou a ser acionista de várias empresas privadas. Esta participação do governo pode interferir nos objetivos, nas estratégias e, por fim, no desempenho e na sobrevivência das corporações. Nesse contexto, esse artigo tem como objetivo discutir este fenômeno e a relevância das conexões políticas no nível de estrutura de propriedade para a sobrevivência das organizações. A princípio, os objetivos dos governos, como proprietários, tendem a ser conflitantes com os dos demais acionistas, pois tendem a possuir foco mais de cunho social e político, propiciando assim deficiência no desempenho organizacional da empresa. Pode-se acreditar que o fato de a empresa possuir o governo como acionista garante sua sobrevivência, segundo a teoria da dependência de recursos. Entretanto, esse fato afeta o desempenho da empresa, devido aos objetivos conflitantes do governo. Ademais, é proposta uma forma de mitigar o problema do desempenho, assegurando os benefícios desta conectividade com o governo, reduzindo a participação acionária do governo a um nível minoritário, o que por sinal reduziria o risco de interferência política.

Palavras-chave: Teoria da Dependência de Recursos; Estrutura de Propriedade; Conexões Políticas.

THE OWNERSHIP STRUCTURE OF CORPORATIONS: POLITICAL CONNECTIONS FROM THE RESOURCE DEPENDENCE PERSPECTIVE – A THEORICAL ESSAY

ABSTRACT

After the 90s, which heralded the era of privatization in Brazil, the government became a shareholder in various private companies. Government participation can interfere in the objectives, strategies and ultimately in the performance and survival of corporations. This paper aims to discuss this phenomenon and the importance of political connections in terms of ownership structure for an organization's survival. The objectives of governments as owners tend to conflict with those of other shareholders, because their goals tend to have more of a social and political element, which can lead to organizational deficiency in the performance of the company. One may come to believe that when a company has the government as a shareholder, its survival is ensured, as suggested by the theory of resource dependence, but this participation may in fact negatively affect the company's performance due to government objectives. This work proposes a way to mitigate the problem while ensuring the benefits of this connection with the government by reducing the stake of government in companies to minimum levels, which would reduce the risk of political interference.

Keywords: Resource Dependence Theory; Ownership Structure; Political Connections.

ESTRUCTURA DE LAS EMPRESAS DE LA PROPIEDAD: LAS CONEXIONES POLÍTICAS BAJO LA PERSPECTIVA DE LA DEPENDENCIA DE RECURSOS

RESUMEN

Después de los 90 que se ha marcado como la era de las privatizaciones en Brasil, el gobierno se convirtió en accionista de varias empresas privadas. Esta participación de los gobiernos pueden interferir con los objetivos, estrategias y, finalmente, el rendimiento y la supervivencia de las empresas. Su objetivo es analizar este fenómeno y la importancia de las conexiones políticas en términos de estructura de la propiedad para la supervivencia de la organización. Los principales objetivos de los gobiernos, los propietarios tienden a estar en conflicto con las de otros accionistas, ya que tienden a tener más enfoque en la vida social y política, ofreciendo así las deficiencias de desempeño organizacional en la empresa. Usted puede creer que el hecho de que la empresa tiene el gobierno como accionista de garantizar su supervivencia, de acuerdo con la teoría de la dependencia de los recursos. Sin embargo, esto afecta al rendimiento de la empresa debido a la gobierno. Ademais objetivos en conflicto, proponemos una forma de mitigar el problema de asegurar los beneficios de rendimiento de la conectividad como el gobierno, la reducción de la participación de los niveles de gobierno de minoría, que por cierto reducir el riesgo de interferencia política.

Palabras-clave: Teoría de la Dependencia de Recursos; Estructura de Propiedad; Las Conexiones Políticas.

1 INTRODUÇÃO

O ambiente das organizações tem se tornado um dos principais fatores no processo de tomada de decisão. Rodrigues e Malo (2006) sugerem que as organizações dependem fortemente da relação com o ambiente externo para sobreviver, e que entende a governança como um conjunto de práticas para desenvolver a relação com o ambiente externo, de modo a conseguir todos os recursos e informações necessárias para assegurar a sobrevivência da organização. A governança corporativa trata dessas relações por meio de mecanismos externos e internos. Os mecanismos externos são aqueles cuja empresa tem pouca ou nenhuma influência. No entanto, os mecanismos internos são aqueles em que a empresa possui poder e recursos para melhorar seu relacionamento com o ambiente. Entre os mecanismos internos de governança, a estrutura da propriedade tem se tornado extremamente preponderante na relação da empresa com seu ambiente (Andrade & Rossetti, 2009).

A estrutura de propriedade possui duas dimensões importantes: a concentração da propriedade e a identidade dos acionistas, principalmente a do majoritário. Neste contexto, Pivovarsky (2003) sugere que a identidade dos acionistas, somente é preponderante em ambientes cuja estrutura de propriedade é concentrada, como no caso do Brasil (Carvalho-da-Silva, 2004; Campos, 2006). A natureza do acionista traz implicações para os objetivos das empresas (Thomsen & Pedersen, 2000), que afetam a relação das corporações com seu ambiente e, por consequência, as estratégias e o desempenho essenciais a sua sobrevivência. Por exemplo, se uma empresa que necessita de recursos possuir na composição societária uma instituição financeira, talvez possa mitigar problemas com a aquisição e custo de capital. Esse fato, segundo a teoria da dependência de recursos, seria uma forma de minimizar a dependência externa. Deste modo, a relação mais intensiva com o ambiente está associada com o grau de dependência que a firma possui. E é isso que a perspectiva da dependência de recursos preconiza, pois entende que o ambiente é flexível, desse modo o agente pode exercer influência no ambiente, a partir de uma escolha estratégica (Astley & Van de Ven, 1983). Nesta visão, as organizações não são moldadas de acordo com critérios técnicos, mas por estratégias baseadas nas políticas por elas adotadas. Percebe-se que na teoria da dependência de recursos, a organização procura administrar ou estrategicamente se adaptar visando reduzir sua dependência pelo aumento do controle do ambiente (Aldrich & Pfeffer, 1976).

Seguindo esses pressupostos, a empresa pode ativamente modificar sua estrutura de propriedade, inserindo determinados acionistas que são importantes para sua sobrevivência e aprimoramento do seu desempenho. Com este intuito, as organizações farão o que for necessário para reduzir sua dependência externa, minimizar incertezas e assegurar os recursos que necessitam.

Uma das maneiras de redução da dependência, dado que o governo exerce papel central por intermédio de políticas públicas e econômicas, é estabelecer vínculos políticos. Estes vínculos podem ser nominados de conexões políticas e alguns estudos tratam a participação do governo como acionista como uma das maneiras de conectividade política (Makhija, 2003; Ang & Ding, 2006; Firth et al, 2009; Wu, 2010).

A partir dessas considerações, o foco principal deste ensaio teórico é discutir o governo como ator protagonista, pois, segundo (Wu, 2010), a participação do governo como acionista, até mesmo em níveis minoritários, pode ter implicações nos resultados das empresas, e Boubakri et al. (2008) também alegam que o governo posicionado como acionista influencia nos objetivos, nas deliberações pertinentes à estratégia e, conseqüentemente, no resultado da firma. Apesar das tendências globais de privatização e desregulamentação, o governo ainda é uma grande fonte de dependência externa das organizações (Hillman & Hitt, 1999). Um fenômeno recorrente no Brasil foi o afastamento do governo de atividades empresariais por intermédio de processos de privatizações. Ao mesmo tempo em que se afastou de determinadas iniciativas, tornou-se acionista de muitas empresas por meio de outras entidades, tais como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI), e a Fundação dos Economistas Federais (FUNCEF) (Lazzarini, 2007). Destaca-se que esse modelo de privatização não é uma peculiaridade brasileira, pois é comum ao redor do mundo (Bortolotti & Faccio, 2009). Atualmente, o governo federal brasileiro é o maior acionista de empresas privadas do Brasil, chegando a 119 (cento e dezenove) empresas que possuem participação acionária do governo, direta ou indireta (Lazzarini, 2011). Tal fato mostra claramente a relevância do governo brasileiro nas estruturas de propriedade das corporações, daí a importância desse estudo.

A literatura acadêmica sugere que a formação de vínculos com o governo pode possibilitar o acesso a recursos escassos, tais como informações privilegiadas (Hillman & Hitt, 1999), capital a menor custo (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Firth et al., 2009), interferência na concorrência (Saffer, 1995), e regulamentação setorial (Ecco, 2010). Tal situação, no entanto, gera um questionamento central: corporações que apresentam governos na sua composição acionária são menos dependentes do ambiente externo? Diante do exposto, pretende-se discutir neste ensaio teórico este fenômeno da relevância das conexões políticas no nível de estrutura de propriedade para a sobrevivência da organização, além de propor hipóteses a serem testadas em futuras pesquisas.

Sendo assim, este ensaio teórico estabelece hipóteses, tendo como base a discussão teórica derivada deste tema. O trabalho está organizado em cinco seções, além da introdução: a primeira

seção apresenta a estrutura de propriedade como mecanismo interno de governança corporativa e suas dimensões; a segunda seção aborda a presença do governo como acionista nas empresas; na terceira seção é discutida a teoria da dependência de recursos, tendo em vista a presença do governo como acionista e o ambiente externo; e por fim, na quarta seção, são apresentadas as considerações finais.

2 A ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

A estrutura de propriedade é um dos mais relevantes mecanismos internos da governança corporativa. O termo estrutura de propriedade foi cunhado por Jensen e Meckling (1976) e se refere especificamente a divisão da propriedade e da gestão, e a composição acionária. Com a separação da propriedade e da gestão surgiram os conflitos de agência. Sua ocorrência está associada a relação difusa entre interesses do principal(acionista) e agente(gestor). Isso pode ocorrer pelo comportamento utilitarista do agente, ou também pela diferença na percepção de risco entre o agente e o principal (Eisenhardt, 1989). A maximização da utilidade do gestor é conflitante com os interesses dos acionistas, pois todo o dinheiro gasto nesse sentido provém da riqueza dos acionistas, ou seja, todo recurso dispendido com o conforto e mordomias para os gestores saem do lucro que os acionistas poderiam ter.

A governança corporativa utiliza diversos mecanismos para minimizar este conflito. Segundo a visão da teoria de dependência de recursos, a governança corporativa é vista como um conjunto de práticas para desenvolver a relação com o ambiente externo, de modo a conseguir os recursos e informações necessárias e, ao mesmo tempo, assegurar a sobrevivência da organização (Rodrigues & Malo, 2006). Também pode ser definida por um grupo de mecanismos utilizados para mitigar os “conflitos de agência” (Jensen & Meckling, 1976). Conflitos esses decorrentes da separação da gestão e da propriedade. Para Leal e Saito (2003), a governança corporativa pode ser definida como um conjunto de regras, práticas e instituições que determinam como os administradores agem visando ao interesse das partes envolvidas na empresa, principalmente dos acionistas.

Esses mecanismos, que tentam reduzir os conflitos de agência, podem ser externos e internos. Andrade e Rossetti (2009) tratam a governança corporativa como forças externas (que eles chamam de mecanismos de mercado) e internas (empresa). Para eles, as forças de controle são uma reação de agentes que se consideram traídos em seus direitos por conflitos de interesses, por

oportunismos perversos, por juízos gerenciais utilitaristas e pelas variadas formas de expropriação dos minoritários praticadas pelos majoritários.

Figura 1- Forças Externas e Internas.

FORÇAS EXTERNAS	FORÇAS INTERNAS
<ul style="list-style-type: none"> • Ambiente legal e regulatório: <ul style="list-style-type: none"> - Regras de proteção dos investidores. - Nível de <i>Enforcement</i>. • Padrões contábeis exigidos das companhias. • Controle pelo mercado de capitais: <ul style="list-style-type: none"> - Ágio e deságio de governança. - Disputa por procurações de votos (<i>Proxy Fights</i>). - <i>Take-Overs</i> hostis. • Mercados competitivos: <ul style="list-style-type: none"> - Mercado do setor de atuação da empresa. - Mercado de trabalho de altos executivos. • Ativismos de investidores institucionais: <ul style="list-style-type: none"> - Fundos mútuos de investimento. - Fundos de pensão. • Ativismo de acionistas: <ul style="list-style-type: none"> - Ações individuais. - Ações organizadas. • Atuação de fundos de <i>Private Equity</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Concentração da propriedade acionária. • Constituição de conselhos de administração guardiões: a representação efetiva dos direitos dos acionistas. • Remuneração do quadro executivo: <ul style="list-style-type: none"> - Constituição de comitês. - Correlação com desempenho * Bonificações (<i>Bonus</i>) * <i>Stock Options</i> - Balanceamento de relações custo/benefícios. - Relação com padrões de mercado. • Monitoramento de grupos de interesse: <ul style="list-style-type: none"> - Compartilhando controle com credores. - Compartilhando controle com trabalhadores. • Estruturas multidivisionais de negócios.

Fonte: Andrade e Rossetti (2009).

As forças internas, descritas na figura 1, são os mecanismos de governança e as variáveis de pleno controle das empresas. Já as forças externas são aquelas em que a dependência de recursos é tratada como dependência externa, e na qual a empresa tem pouco ou nenhum controle. No entanto, é possível realizar uma integração entre as forças internas (em que a empresa tem muito controle) e as externas (pouco, ou nenhum controle) por meio de conexões políticas, visando à redução de dependência externa, e ou, o aprimoramento do desempenho organizacional.

A formação de vínculos entre o governo e a empresa na estrutura de governança pode ocorrer de várias formas, por meio do “conselho de administração” (Hillman, 2005; Faccio, 2006; Niessen & Ruenzi, 2010; Ecco, 2010), da “estrutura de propriedade” (Fisman, 2001; Ang & Ding, 2006; Firth et al, 2009; Faccio, 2006; Lazzarini & Musacchio, 2010), por meio de “contribuições para campanha eleitoral” (Bandeira-De-Mello & Marcon, 2005; Claessens, Feijen & Laeven, 2008), pelo “*Lobbying*” (Shaffer, 1995; Hillman & Hitt, 1999; Hillman, Keim & Schuler, 2004), e também por meio da “alta diretoria executiva” ou pelo “CEO” (Chen, Fan & Wong, 2004; Fisman et al,

2005; Faccio, 2006, Boubakri, Cosset & Saffar, 2009). Entretanto, pode-se dizer que a forma mais contundente é quando o governo é acionista da empresa (estrutura de propriedade), porque ele dispense recursos neste vínculo, e não apenas em favor, ou em troca de favores de cunho político.

Normalmente, os estudos que tratam da governança corporativa e a teoria da dependência de recursos, investigam sua relação por meio do conselho de administração (Hillman, 2005; Hillman, Withers & Collins, 2009, Camilo, Marcon & Bandeira-De-Mello, 2010). Para Hillman e Dalziel (2003), o conselho de administração tem duas funções importantes: monitorar os gestores e prover recursos. As mesmas considerações podem ser feitas para a estrutura de propriedade, pois ela é capaz de fornecer suporte para que haja forte monitoramento da gestão (La Porta et al, 1999), e a provisão de recursos, principalmente para setores fortemente regulamentados (Ecco, 2010; Lazzarini, 2011).

A existência de uma estrutura de propriedade ideal nas empresas tem sido discutida entre estudiosos nos últimos anos (Jensen & Meckling, 1976; Demsetz & Lehn, 1985; Thomsen & Pedersen, 2000). Para Campos (2006), a estrutura ideal seria aquela capaz de possibilitar os melhores resultados organizacionais. Porém, Kang e Sorensen (1999) alegam que não existe uma estrutura ideal, mas sim um contingente, determinado por variáveis, tais como contexto competitivo, autoridade formal, influência social e *expertise* de cada proprietário que favorecem a hipótese de endogeneidade da estrutura de propriedade (Demsetz & Lehn, 1985).

A endogeneidade da estrutura de propriedade, não permite a relação da estrutura de propriedade com o desempenho da empresa (Demsetz & Lehn, 1985). Entretanto, outra corrente de estudos afirma que a estrutura de propriedade esta relacionada negativamente com o desempenho, e que possui características não-lineares e estatisticamente significativas. (Siqueira, 1998; De Miguel, Pintado & Torre, 2004; Mendez, 2009). Mendez (2009) argumenta que o pequeno horizonte temporal do estudo, pode não demonstrar a relação da estrutura de propriedade com o desempenho, como no caso de Demsetz e Lehn (1985) e Demsetz e Villalonga (2001) que estudaram a relação entre concentração de propriedade e desempenho financeiro e seu horizonte temporal foi de apenas quatro anos, fortalecendo assim a hipótese de endogeneidade da estrutura de propriedade. Entretanto, DeMiguel, Pintado e Torre (2004), afirmam que pelos resultados obtidos em sua pesquisa é possível confirmar que a estrutura de propriedade importa, ainda que seja controlando a endogeneidade, e que diferenças em sistemas de governança corporativa podem explicar as diferentes relações entre propriedade e valor em diferentes países.

É possível crer na existência de uma relação positiva entre a redução de dependência externa e incerteza ambiental e o desempenho da firma. Hillman, Withers e Collins (2009), afirmam que o

desempenho da empresa serve como um indicador de uma estratégia bem-sucedida de redução de dependência de recursos. Levando em conta esta relação, existem duas características preponderantes na estrutura de propriedade para determinar a relação entre a propriedade e o desempenho organizacional: a concentração da propriedade e a identidade do acionista majoritário. (Kang & Sorensen, 1999; Thomsen & Pedersen, 2000; Campos, 2006).

La Porta et al (1999) afirmam existir uma correlação fortemente negativa entre concentração de propriedade e qualidade de proteção legal aos investidores em determinados países. Em países cuja lei não protege adequadamente os investidores, obriga que eles tenham participação grande o suficiente para exercerem o monitoramento dos gestores da empresa. No caso do Brasil, que pertence à tradição do direito francês, oferece uma menor proteção legal aos investidores, segundo La Porta et al (1999); portanto, é de se esperar alta concentração de propriedade nas empresas, principalmente no que se refere à capital votante.

É o que se tem percebido no Brasil, onde as empresas de capital aberto tendem a possuírem alta concentração de propriedade (Carvalho-Da-Silva, 2004; Campos, 2006; Okimura, Silveira & Rocha, 2007). Alguns estudos não somente afirmam que a concentração da propriedade afeta o desempenho da firma, mas complementa com a identidade do acionista, principalmente a do majoritário, como ponto-chave no desempenho da firma (Kang & Sorensen, 1999; Pivovarsky, 2003; Thomsen & Pedersen, 2000; Pedersen & Thomsen, 2003).

Segundo Thomsen e Pedersen (2000), a identidade do proprietário tem implicações em seus objetivos e na forma como ele exerce seu poder e isso, por sua vez, é refletido na estratégia da companhia no que diz respeito aos lucros, dividendos, estrutura de capital e taxas de crescimento, sobrevivência, ou seja, no seu desempenho e processo decisório, de um modo geral.

3 O GOVERNO COMO ACIONISTA

Pesquisadores sugerem que a participação do governo em estruturas de propriedade é meio de conectividade política (Makhija, 2003; Ang & Ding, 2006; Firth et al, 2009; Wu, 2010). Segundo Kang & Sorensen (1999), a identidade do proprietário é uma das variáveis consideravelmente relevantes para estabelecer a relação entre a estrutura da propriedade e o desempenho organizacional. Thomsen e Pedersen (2000) afirmam que o governo possui objetivos sociais e políticos, que entram em conflito com a maximização da riqueza, e quando o governo detém posição majoritária articula para que seus objetivos sejam atendidos, afetando assim o desempenho da empresa.

Segundo Boubakri et al (2008), empresas públicas são ineficientes porque sua ineficácia serve aos objetivos dos políticos. De fato, os objetivos perseguidos pelos gestores selecionados e politicamente orientados, não estão, necessariamente, em sintonia com a maximização do lucro ou valor. Seus objetivos são mais para maximizar o emprego e salários, promover o desenvolvimento regional pela localização da produção em regiões politicamente desejáveis, em vez de bairros economicamente atraentes; garantir a segurança nacional; fornecer baixa dos preços dos bens e serviços e produzir bens desnecessários. Estes objetivos visam geralmente garantir o sucesso nas eleições, e uma longa permanência no poder (Boubakri et al, 2008).

Diversos estudos encontraram uma relação negativa entre a propriedade majoritária do governo e o desempenho das empresas (Thomsen & Pedersen, 2000; Pedersen & Thomsen, 2003; Chen, Firth & Xu, 2009; Li, Yue & Zhao, 2009, Wu, 2010). No entanto, este vínculo em que o governo é o acionista majoritário, favorece a visão da dependência de recursos, mesmo que a empresa for orientada a não maximização da riqueza, ela possui estreita relação com o governo (principal legislador), sendo capaz de reduzir a incerteza ambiental e a dependência de recursos externos. O acionista majoritário deve ser capaz de monitorar e prover recursos críticos para a empresa, portanto a formação de vínculos com o governo por meio da estrutura de propriedade pode possibilitar o acesso a recursos escassos, tais como informações privilegiadas (Hillman & Hitt, 1999), capital a menor custo (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Firth et al, 2009), interferência na concorrência (Saffer, 1995), e regulamentação setorial (Ecco, 2010). Tais fatores sugerem a existência de uma relação positiva entre dependência externa e desempenho quando a empresa for estatal (governo majoritário), ou seja, quanto menor for à dependência externa da empresa porque possui conexão forte com o governo, menor será seu desempenho. Essa linha de raciocínio possibilita propor a seguinte hipótese:

HIPÓTESE 1: *Em estruturas de propriedade em que o governo é majoritário existe uma relação positiva entre a dependência externa e o desempenho.*

Uma solução alternativa para mitigar o problema do desempenho organizacional da propriedade majoritária estatal, sem perder os benefícios desta conectividade, seria reduzir a participação do governo em nível minoritário, pois, segundo Wu (2010), entre todos os minoritários, o governo como acionista minoritário merece atenção especial, porque sua participação em tais condições proporciona benefícios, sem o risco da interferência política. De acordo com a teoria da dependência de recursos, manter salvaguardada a conexão política é

fundamental tanto para a sobrevivência da empresa, quanto para mitigar a redução do desempenho causada pela interferência dos objetivos sociais e políticos, normalmente tidos pelos governos. Comprovando isso, em estudo recente no Brasil, Lazzarini e Musacchio (2010), encontraram um efeito positivo no desempenho quando a participação do governo, via estrutura de propriedade, é minoritária, por meio de banco de desenvolvimento (BNDES). Neste caso, tal fato leva a acreditar que a relação é negativa entre a dependência externa e o desempenho, pois os benefícios na conexão reduziram a incerteza ambiental proposta pela teoria da dependência de recursos, sem interferir no desempenho organizacional, o que permite propor:

HIPÓTESE 2: *Em estruturas de propriedade em que o governo é minoritário existe uma relação negativa entre a dependência externa e o desempenho.*

No Brasil, um dos meios que o governo se conecta com as empresas, via estrutura de propriedade, é por meio do BNDES, em estruturas piramidais, ou, ainda, indiretamente por meio dos fundos de pensão de empresas estatais, como o PREVI, e a FUNCEF (Lazzarini, 2011). Destaca-se que tanto o BNDES quanto os fundos de pensão, podem ser vistos como entidades financeiras ou, até mesmo, como provedores de recursos. O BNDES, por ser um banco de desenvolvimento, ao participar da composição acionária de uma dada empresa proporciona redução da sua dependência externa, visto que se encontra conectada via estrutura de propriedade. Vantagens como favorecimento de recursos no longo prazo e custos mais favoráveis, considerando a redução da assimetria de informações entre a firma e o BNDES, são fatores essenciais à performance. Outros estudos que analisam o comportamento de empréstimos de bancos estatais constataram que bancos estatais emprestam mais e com menor custo a empresas conectadas politicamente (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Firth et al, 2009). Tais considerações levam a proposição da seguinte hipótese:

HIPÓTESE 3: *Em estruturas de propriedade em que o governo é acionista por meio de fornecedores de recursos (bancos de desenvolvimento, fundos de pensão) são menos dependentes de recursos financeiros que empresas similares sem este vínculo.*

4 TEORIA DA DEPENDÊNCIA DE RECURSOS E O GOVERNO COMO ACIONISTA

Pfeffer e Salancik (2003), ao discutirem as características do ambiente organizacional, propuseram três dimensões do ambiente: interconectividade, concentração e munificência. A interconectividade representa o número e os padrões de ligações ou conexões entre organizações; a concentração refere-se ao grau em que o poder e a autoridade estão concentrados ou dispersos em relação ao ambiente; e, por fim, a munificência que trata da disponibilidade ou escassez de recursos críticos, que de acordo com Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2010) são essas características que determinam o relacionamento social entre os atores; o nível de conflito e interdependência do sistema social. Para os autores, os conflitos sociais e a interdependência serão mais intensos, quanto menor a intensidade de concentração e munificência ambiental, havendo assim maior interconectividade. É coerente deduzir que a incerteza e a instabilidade ambiental requerem flexibilidade das organizações em suas estratégias políticas (Camilo, Marcon & Bandeira-de-Mello, 2010).

Por isso, a teoria de dependência de recursos (Pfeffer & Salancik, 2003), oferece uma justificativa convincente sobre os motivos que levam as empresas a formarem vínculos com o governo. Segundo essa teoria há dependência interfirmas para realizarem suas atividades e isso causa dependência. Essa dependência oferece risco e causa incerteza, o que pode afetar o desempenho da organização (Hillman, 2005).

A questão central da teoria da dependência de recursos é que as decisões são tomadas dentro das organizações, ou seja, no seu contexto político interno, e se relacionam com condições ambientais enfrentadas por elas. Nela, o gerenciamento das relações externas, além de ser uma das maneiras da firma controlar o ambiente, é a chave para a sobrevivência organizacional, e é fortemente influenciada pelas forças externas (Aldrich & Pfeffer, 1976; Pfeffer & Salancik, 1978).

Segundo a teoria da dependência de recursos, a tomada de decisão é baseada no modelo que sugere que as organizações são ou tentam serem ativas, visando influenciar seu ambiente. Este aspecto contribui para que ocorram as diferenças entre as organizações, pois elas são o resultado das respostas conscientemente planejadas às contingências ambientais. As organizações tentam absorver a interdependência e a incerteza de várias maneiras, por exemplo: por meio de fusões com outras organizações (Pfeffer, 1972b), de maneira parcial pela cooperação (Pfeffer, 1972a), pelo movimento de pessoal entre organizações (Aldrich & Pfeffer, 1976; Frooman, 1999), ou pela formação de vínculos ou conexões políticas (Camilo, Marcon & Bandeira-De-Mello, 2010).

Segundo Rossetto e Rossetto (2005), o ambiente somente é percebido, interpretado e avaliado por atores dentro das organizações. As condições ambientais se transformam em realidade

somente na medida em que forem identificadas por aqueles que tomam as decisões. Diferentes atores podem perceber o mesmo fenômeno de maneiras completamente distintas. O ambiente é atualizado pelos tomadores de decisão com base em suas percepções, interpretações e avaliações.

Uma questão que deve ser considerada quanto à dependência de recursos, é que as organizações tentam se relacionar ativamente com o ambiente, manipulando-o em seu próprio benefício. Em lugar de assumir um papel passivo perante as forças ambientais, as organizações tomam decisões estratégicas para adaptarem-se ao ambiente (Rossetto & Rossetto, 2005). Essa visão permite acreditar que as empresas se utilizam de meios políticos para tentar controlar o ambiente. De forma mais específica, a empresa estabelece vínculos com o governo na tentativa amenizar os custos gerados pela dependência externa, de modo a favorecer o seu controle do ambiente.

Como o governo é uma grande fonte de dependência externa para as empresas, o mesmo ocorre com ele. Percebe-se que o governo também está atrelado aos negócios, pois depende deles para arrecadar impostos, gerar empregos e para receber generosas contribuições financeiras e informações de seus decisores políticos sobre os constituintes das organizações (Hillman & Hitt, 1999). Tais fatores levam a crer que as conexões políticas são interessantes para ambos os lados.

A dependência de recursos fornece base para se acreditar que o ambiente deve ser gerido estrategicamente, pois ele altera a estrutura de governança corporativa da organização. Visando diminuir a dependência externa e preconizando um melhor desempenho organizacional, a teoria da dependência de recursos fornece base para acreditar que incluir os causadores de dependência (com, por exemplo, o governo) na estrutura de propriedade, possibilita a redução da dependência externa. Principalmente em setores fortemente regulamentados, onde o governo exerce muito poder regulando e legislando, torna-se vital um relacionamento estreito com o governo. Esse aspecto possibilita propor:

HIPÓTESE 4: *Em setores fortemente regulamentados haverá maior incidência de estruturas de propriedade em que o governo é acionista, do que em setores sem tais características.*

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na introdução indagou-se: A presença do governo como acionista nas empresas, as tornariam menos dependentes externamente? Teoricamente, pela lógica da teoria da dependência de recursos, quanto menos dependente for a empresa do seu ambiente externo, mais bem assegurada será sua sobrevivência e melhor também será seu desempenho organizacional. Entretanto, quando o governo assume a posição de acionista majoritário, ele impõe seus objetivos não maximizadores de riqueza, não necessariamente por ineficiência gerencial, mas sim por que almeja alcançar objetivos diferentes do comum. Essa interferência pode levar a empresa a mudar sua direção, ao mesmo tempo em que assegura sua sobrevivência. Essa combinação pode afetar negativamente seu desempenho. Outras teorias que abordam esta relação do governo com as empresas, suportam esta orientação não maximizadora de riqueza da parte do governo quando majoritário, como por exemplo, a teoria dos direitos de propriedade (Demsetz, 1967; Alchian & Demsetz, 1972) que sugere que as empresas privadas superam as empresas com participação do governo, pois os direitos de controle e de rendimento dados para as empresas privadas lhes permitem maximizar os objetivos de lucro. A teoria de agência (Jensen & Meckling, 1976; Ng, Yuce & Chen, 2009) postula que proprietários privados estão mais interessados que os funcionários do governo, em monitorar, disciplinar e recompensar seus agentes (gestores) a fim de melhorar o desempenho da empresa. E a teoria de capitalismo de laços (Lazzarini, 2011) que defende a ideia do governo ser um conector para vários grupos, empresas e proprietários, a fim de proporcionar o desenvolvimento macroeconômico em seu país, não necessariamente visando o desempenho das empresas. No entanto, a teoria da dependência de recursos é a que mais se preocupa com a relação da empresa com o ambiente e sua sobrevivência.

No entanto, a existência de uma alternativa que pode mitigar este problema de desempenho gerado por este tipo de propriedade do governo, estabelece as proporções de propriedade do governo em níveis minoritários. Nesse aspecto, a conexão contínua estabelecia, salvaguardando a lógica de redução de dependências externas, fazendo com que o desempenho da empresa não sofra tanto com a interferência política. Lazzarini e Musacchio (2010) confirmam a viabilidade desta alternativa, afirmando que no Brasil, empresas que possuem o BNDES como acionista, tem, em média, um retorno 3,8% maior sobre seus ativos, do que empresas que não possuem esta conexão política.

De forma mais contundente, quando esta conexão for estabelecida por meio da estrutura de propriedade, por fornecedores de recursos como banco de desenvolvimento, além da redução de

dependência externa gerada pela conectividade com o governo, esta conexão pode ser por meio de um fornecedor de recursos. Nesse sentido, ao estreitar laços com esse fornecedor de recursos, pode favorecer redução da dependência externa de crédito, bem como do custo de capital, tornando possível melhores desempenhos, de acordo com o preconizado pela teoria da dependência de recursos.

Com base nessas deduções, esse estudo pretende contribuir com futuras pesquisas que analisem o valor das conexões políticas por meio da estrutura de propriedade. Sua principal contribuição científica é a integração de duas perspectivas teóricas distintas: a teoria da dependência de recursos e a estrutura de propriedade, pois, os vínculos com o governo, via estrutura de propriedade, afetam o desempenho da empresa (Ang & Ding, 2006; Lazzarini & Musacchio, 2010), e a forma como afetam está ligada ao nível de participação do governo na composição acionária (Wu, 2010). Por isso, avaliar como essas relações da firma com o ambiente são formuladas, planejadas e colocadas em prática, no que tange as conexões políticas via estrutura de propriedade, em um país emergente como o Brasil, torna-se um desafio para uma pesquisa.

Este ensaio teórico está limitado por alguns aspectos, como, por exemplo, sua própria natureza, por ser teórica, formulando apenas hipótese a serem testadas, não assume posições afirmativas. Também há outros aspectos não-observáveis que levam as empresas à formação de vínculos, tais como o governo, a corrupção, a aliança política entre partidos, os objetivos sociais, políticos, ecológicos e demográficos, entre outros tantos que não são possíveis mensurar, levando em conta, os objetivos do governo ou da coalizão política dominante e não os da corporação.

Pesquisas futuras poderão explorar este tema testando empiricamente as hipóteses delineadas, notadamente em um país emergente como o Brasil, onde há pouca clareza na relação firma-governo. Nesse aspecto, analisar essa relação estrutura de propriedade das firmas e a participação do governo como membro acionista, em posição majoritária e minoritária, pode possibilitar novas descobertas em termos de vantagens comparativas com firmas que não possuem esse tipo de sócio em sua composição.

REFERÊNCIAS

- Alchian, A. & Demsetz, H. (1972) Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, Vol. 62, p.777–795.
- Aldrich, H. & Pfeffer, J. (1976). Environments and Organizations. *Annual Review of Sociology*, v.2, p. 79-105.
<http://dx.doi.org/10.1146/annurev.so.02.080176.000455>
- Andrade, A. & Rossetti, J. P. (2009). *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 5. ed. São Paulo: Atlas.
- Ang, J. S. & Ding, D. K. (2006). Government ownership and the performance of government-linked companies: The case of Singapore. *Journal of Multinational Financial Management*, v.16, p. 64–88.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.04.010>
- Astley, W. G. & Van De Ven, A. H. (1983). Central perspectives and debates in organization theory. *Administrative Science Quarterly*, v. 28, p. 245-273.
<http://dx.doi.org/10.2307/2392620>
- Bandeira-de-Mello, R. & Marcon, R. (2005). Unpacking Firm Effects: Modeling Political Alliances in Variance Decomposition of Firm Performance in Turbulent Environments *Brazilian Administration Review - BAR*, v. 2, n. 1, art. 2, p. 21-37.
- Bortolotti, B. & Faccio, M. (2009). Government Control of Privatized Firms. *Review of Financial Studies*, v. 22, Issue 8, p. 2907-2939.
<http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn077>
- Boubakri, N., Cosset, J. & Saffar, W. (2008). Political connections of newly privatized firms. *Journal of Corporate Finance*, v.14, p. 654–673.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2008.08.003>
- Boubakri, N., Cosset, J. & Saffar, W. (2009) Politically Connected Firms: An International Event Study. p. 01-29 (Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1242402>).
- Camilo, S. P. O., Marcon, R. & Bandeira-d-Mello, R. (2010). Conexões políticas das firmas sob as perspectivas da governança e da dependência de recursos. *In: VI Encontro de Estudos Organizacionais da ANPAD*. Florianópolis/SC.
- Campos, T. C. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, v.41, n.4, p. 369-380.

- Carvalho-da-Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP (RAUSP)*, v.39, n.4, p. 348-361.
- Chen, D., Fan, J. P. H. & Wong, T. J. (2004). Politically-connected CEOs, Corporate Governance and Post-IPO Performance of China's Partially Privatized Firms. *CEI Working Paper Series*, 44p. Disponível em: http://www.afajof.org/pdfs/2005program/UPDF/P251_Corporate_Governance.pdf
- Claessens, S., Feijen, E. & Laeven, L. (2008). Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions. *Journal of Financial Economics*, 88, p. 554–580. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.003>
- Dami, A. B. T., Rogers, P. & Ribeiro, K. C. S. (2007). Estrutura de propriedade no Brasil: evidências empíricas no grau de concentração acionária. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 5(2), p. 21-30.
- De Miguel, A; Pintado, J. & Torre, C. (2004). Ownership structure and firm value: new evidence from Spain. *Strategic Management Journal*, 25, p. 1199-1207. <http://dx.doi.org/10.1002/smj.430>
- Demsetz, H. (1967) Toward a theory of property rights. *The American Economic Review*, p.347-360.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), p. 1155-1177. <http://dx.doi.org/10.1086/261354>
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *Journal of Corporate Finance*, 7(3), p. 209-233. [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(01\)00020-7](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(01)00020-7)
- Dinç, S. (2005). Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77, p. 453–479. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>
- Ecco, I; L. (2010). Conselhos de administração das empresas reguladas no Brasil: conexões políticas e o seu desempenho. 126p. *Dissertação (Mestrado)*, Programa de pós-graduação em administração, curso de mestrado acadêmico em administração, Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, 2010.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management*, 14(1), p. 57-74. <http://dx.doi.org/10.2307/258191> <http://dx.doi.org/10.5465/AMR.1989.4279003>

- Faccio, M. (2006). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), p. 369-386.
<http://dx.doi.org/10.1257/000282806776157704>
- Firth, M., Lin, C., Liu, P. & Wong, S. M. L. (2009). Inside the black box: Bank credit allocation in China's private sector. *Journal of Banking & Finance*, 33, p.1144–1155.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.12.008>
- Fisman, R. (2001). Estimating the Value of Political Connections. *American Economic Review*, 91, 1095-1102.
<http://dx.doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Fisman, D., Fisman, R., Galef, J. & Khurana, R. (2006). Estimating the value of connections to Vice-President Cheney. *Working Paper*.
- Frooman, J. (1999). Stakeholder influence Strategies. *Academy of Management Review*, 24(2), April.
<http://dx.doi.org/10.2307/259074>
<http://dx.doi.org/10.5465/AMR.1999.1893928>
- Hillman, A., & Hitt, M. (1999). Corporate political strategy formulation: A model of approach, participation and strategy decisions. *Academy of Management Review*, 20, p. 193-214.
<http://dx.doi.org/10.2307/258892>
- Hilman, A. & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), p. 383-396.
<http://dx.doi.org/10.5465/AMR.2003.10196729>
<http://dx.doi.org/10.2307/30040728>
- Hillman, A., Keim, G. D. & Schuler, D. (2004). Corporate Political Activity: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 30(6), p. 837-857.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jm.2004.06.003>
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the board of directors: Do connections affect the bottom line? *Journal of Management*, 31, p. 464-481.
<http://dx.doi.org/10.1177/0149206304272187>
- Hillman, A., Withers, M. C. & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35, p. 1404-1427.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kang, D. & Sorensen, A. B. (1999). Ownership organizational and firm performance. *Annual Review of Sociology*, 25, p. 121-142,
<http://dx.doi.org/10.1146/annurev.soc.25.1.121>
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), p. 471-517.
<http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00115>
- Lazzarini, S. G. (2007). Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como “mundos pequenos”. *RAE-eletrônica*, 6(1), art. 6.
- Lazzarini, S. G. & Musacchio, A. (2010). Leviathan as a Minority Shareholder: A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES), 1995-2003. 2010 (*in press*).
- Lazzarini, S. G. (2011). *Capitalismo de laços: Os donos do Brasil e suas conexões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Leal, R. P. C. & Saito, R. (2003). Finanças Corporativas no Brasil. *RAE-eletrônica*, 2(2).
<http://dx.doi.org/10.1590/S1676-56482003000200005>
- Li, K., Yue, H. & Zhao, L. (2009). Ownership, institutions, and capital structure: Evidence from China. *Journal of Comparative Economics*, 37, p. 471–490.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jce.2009.07.001>
- Makhija, M. V. (2003). The value of restructuring in emerging economies: the case of the Czech Republic. *Strategic Management Journal*, 25(3), p. 243–267.
<http://dx.doi.org/10.1002/smj.378>
- Méndez, C. E. (2009). Estructura de propiedad y desempeño de la firma: el caso chileno. *Revista Latinoamericana de Administración*, 43, p. 41-62.
- Morck, R; Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, p. 293-315.
[http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Ng, A; Yuce, A. & Chen, E. (2009) Determinants of state equity ownership, and its effect on value/performance: China's privatized firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.17, p.413–443.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.pacfin.2008.10.003>
- Niessen, A. & Ruenzi, S. (2010). Political Connectedness and Firm Performance: Evidence from Germany. *German Economic Review*, 11(4), p. 441–464.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0475.2009.00482.x>

- Okimura, R. T.; Silveira, A. M. & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *RAC-Eletrônica*, 1(1), art. 8, p. 119-135.
- Pedersen, T. & Thomsen, S. (2003). Ownership Structure and Value of the Largest European Firms: The Importance of Owner Identity. *Journal of Management and Governance*, 7, p. 27–55.
<http://dx.doi.org/10.1023/A:1022480016567>
- Pfeffer, J. (1972a). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, p. 218-228.
<http://dx.doi.org/10.2307/2393956>
- Pfeffer, J. (1972b). Merger as a response to Organizational Interdependence. *Administrative Science Quarterly*, 17, p. 382-394.
<http://dx.doi.org/10.2307/2392151>
- Pfeffer, J. & Salancik, G. (2003). *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. Stanford, California: Stanford University Press, 2003. (Originally Published: New York: Harper & Row 1978)
- Pivovarsky, A. (2003). Ownership Concentration and Performance in Ukraine's Privatized Enterprises. *IMF Staff Papers*, 50(1), p. 10-42.
- Rodrigues, A. L. & Malo, M. C. (2006). Estruturas de governança e empreendedorismo coletivo: o caso dos doutores da alegria. *Revista de Administração Contemporânea-RAC*, 10(3), p. 29-50,
- Rossetto, C. R. & Rossetto, A. M. (2005). Teoria institucional e dependência de recursos na adaptação organizacional: Uma visão complementar. *RAE-Eletrônica*, 4(1).
- Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72, p. 357–384.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.10.002>
- Shaffer, B. (1995). Firm level responses to government regulation: Theory and research approaches. *Journal of Management*, 21, p. 495-514.
<http://dx.doi.org/10.1177/014920639502100305>
- Shleifer, A. (1998). State versus private ownership. *Journal of Economic Perspectives*, 12, p. 133–150.
<http://dx.doi.org/10.1257/jep.12.4.133>
- Silveira, A. M. & Saito, R. (2008). Governança Corporativa: Custos de Agência e Estrutura de Propriedade. *RAE*, 48, p. 79-85.

Siqueira, T. V. (1998). Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista do BNDE*, 5(10), p. 37-62.

Thomsen, S. & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economics performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), p. 689-705.

[http://dx.doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200006\)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y](http://dx.doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200006)21:6<689::AID-SMJ115>3.0.CO;2-Y)

Wu, H. (2010). Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. *Journal of Business Research*, (in press).

Recebido: 23/09/2011

Aprovado: 07/11/2011