

Governança corporativa: os investidores institucionais importam para as empresas brasileiras?

Filipe Manarte Scaramussa

<https://orcid.org/0000-0001-5127-5985>

Patricia Maria Bortolon

<https://orcid.org/0000-0001-8087-3837>

Resumo

Objetivo: Este estudo analisou a relação entre a presença de investidores institucionais no quadro acionário das companhias brasileiras e suas práticas de governança corporativa.

Método: A amostra abrangeu 118 empresas observadas entre 2010 e 2020, totalizando 1.298 observações empresa-ano. O Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC) foi utilizado para mensurar a qualidade da governança corporativa das empresas da amostra. Observou-se a quantidade de investidores institucionais presentes no quadro acionário das companhias, classificando individualmente aqueles com participações relevantes.

Resultados: Os achados obtidos por meio de regressão por GMM-Sys demonstram uma relação positiva entre a participação de fundos de pensão e o IPGC, resultado contrário ao de estudos nacionais anteriores e em linha com a literatura internacional. Demonstram ainda que empresas que apresentam base acionária com maior presença de investidores institucionais tendem a apresentar melhores práticas de governança.

Contribuições: Os achados do estudo detalham a relação entre os investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas nas quais eles investem, bem como permitem que o leitor compreenda a evolução da governança corporativa e da participação dos investidores institucionais no mercado brasileiro durante a última década.

Palavras-chave: Governança corporativa; Investidores institucionais; GMM-Sys; Índice de governança.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 8/10/2023. Pedido de revisão em 4/1/2024. Rodada 2: Resubmetido em 19/2/2024. Aceito em 21/3/2024 por Vinícius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 30/9/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Este trabalho busca analisar qual a relação entre a participação acionária de vários tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras listadas na B3.

Segundo o IBGC (2015), governança corporativa é o conjunto de estruturas pelo qual as empresas são dirigidas e monitoradas, e desempenha função central no gerenciamento dos relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais *stakeholders*. Silveira *et al.* (2003) apontam que a governança corporativa pode ser vista como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle utilizados para a mitigação dos conflitos de agência propostos por Jensen & Meckling (1976). Chen *et al.* (2012) corroboram isso ao encontrarem evidências de que a adoção de melhores práticas de governança corporativa leva a uma redução do problema de agência nas empresas.

Um sistema funcional e bem estruturado de governança corporativa pode ter um efeito positivo no desempenho financeiro e econômico das empresas (IFC, 2018), bem como na preservação e maximização do valor econômico e social de longo prazo das companhias (Zaman *et al.*, 2022). Diversos estudos encontraram evidências de que os acionistas minoritários se beneficiam de melhorias na governança e que há uma relação positiva entre governança e valor da firma (Gompers *et al.*, 2003; Brown & Caylor, 2006; Aggarwal *et al.*, 2009; Ararat *et al.*, 2017; Latif *et al.*, 2017).

Por sua vez, os investidores institucionais desempenham papel-chave para o desenvolvimento de um mercado de capitais robusto e sustentável, constituindo um dos grupos mais influentes dentro dos mercados de capitais da maioria dos países (OECD, 2019; Fonseca *et al.*, 2020). Isso se deve por conta do forte aumento no volume de recursos geridos e no grau de participação dos investidores institucionais na propriedade das empresas observado no decorrer dos últimos anos (Dasgupta *et al.*, 2021), o que garante a esse grupo de investidores a capacidade de impactar as decisões tomadas nas empresas que investem (Lou *et al.*, 2020).

O cenário observado nos últimos anos de grande aumento na presença de investidores institucionais no quadro acionário das companhias faz com que esses atores possuem, efetivamente, a capacidade de influenciar a governança corporativa das empresas nas quais investem (Lewellen & Lewellen, 2022), sendo comumente considerados como um componente-chave para a evolução das práticas de governança corporativa das empresas no mercado de capitais (Gillan & Starks, 2003; Bushee *et al.*, 2014).

No Brasil, a literatura sobre a relação entre os investidores institucionais e a governança corporativa tem apresentado resultados inconclusivos ou menos abrangente. Alguns estudos observaram apenas um tipo específico de investidor institucional, como os fundos de pensão (Punsuvo *et al.*, 2007; de Oliveira *et al.*, 2012; De Souza Lima, 2013). Outros não utilizaram um índice abrangente para mensurar as práticas de governança corporativa (Melo, 2017; Vasconcelos & Martins, 2020).

Além disso, não se encontrou no mercado brasileiro estudos que tenham observado a relação entre a quantidade de investidores institucionais no quadro de acionistas das empresas e as práticas de governança corporativa delas. Ante o exposto, identificou-se a necessidade de investigar qual a relação entre os diferentes tipos de investidores institucionais atuantes no mercado brasileiro e o desenvolvimento das práticas de governança corporativa das empresas presentes em seus portfólios.

Para tanto, foram definidos quatro objetivos específicos para o trabalho, iniciando-se com a tentativa de i) levantar as principais características de governança corporativa das empresas por meio do Índice de Práticas de Governança Corporativa (IPGC), composto por 20 perguntas objetivas. Na sequência, buscou-se ii) observar a quantidade total de investidores institucionais presente no quadro de acionistas das empresas da amostra para cada ano entre 2010 e 2020.

Por sua vez, procurou-se iii) identificar quais os investidores institucionais com participação relevante presentes entre os cinco maiores acionistas diretos das empresas da amostra para cada ano do período analisado, classificando-os em diferentes categorias mediante os critérios sugeridos pela literatura (tipo legal, origem nacional ou estrangeira e natureza do capital). Por fim, para responder à pergunta de pesquisa, buscou-se iv) verificar quantitativamente qual a relação entre a presença dos vários tipos de investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, utilizando-se principalmente do método de regressão GMM-Sys.

Com isso, espera-se contribuir com os participantes e reguladores do mercado brasileiro proporcionando uma percepção de risco mais precisa, uma vez que os resultados obtidos permitem melhor compreensão da relação entre os investidores institucionais e as práticas de governança corporativa das empresas nas quais eles investem e, conseqüentemente, quais deles apresentam maior capacidade de monitoramento dessas empresas.

Além disso, o estudo contribui com a literatura ao apresentar a evolução das práticas de governança corporativa medidas pelo IPGC no mercado brasileiro durante a última década; bem como ao apontar a quantidade de investidores institucionais no quadro acionário como uma possível variável explicativa relevante para a pontuação do IPGC. Por fim, temos que os fundos de pensão apresentaram relação positiva e robusta com boas práticas de governança, contrário aos resultados de pesquisas nacionais anteriores e em linha com a literatura internacional.

2. Referencial Teórico e Desenvolvimento das Hipóteses

2.1 Governança corporativa

Na Teoria da Agência, uma relação de agência é definida como um contrato no qual o proprietário (principal) delega a um terceiro (agente) a autoridade para a tomada de decisões, permitindo ao agente atuar como gestor em busca de atender aos interesses do principal. Entretanto, assumindo-se que esses atores são ambos maximizadores de valor, há motivos para crer que os interesses das partes nem sempre serão convergentes. Assim, os conflitos de agência surgem devido às diferenças nos interesses do principal e do agente, quando este último se utiliza da autoridade a ele delegada para tomar decisões contrárias aos interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976).

Nos mercados de capitais em que há uma predominância da estrutura acionária dispersa, o principal conflito de agência se dá entre acionistas e gestores. Entretanto, nos mercados com elevado grau de concentração da estrutura acionária, o conflito de agência preponderante passa a ser entre os acionistas majoritários, que possuem a capacidade e o incentivo de expropriar os demais investidores, e os acionistas minoritários (La Porta *et al.*, 2000; Aldrighi & Mazzer Neto, 2005).

Nesse contexto, a governança corporativa assume papel central. Silveira *et al.* (2003) a definem como o conjunto de mecanismos de incentivo e controle para minimização dos problemas de agência. Punsuvo *et al.* (2007) consideram a governança corporativa como um sistema de controles externos e internos que busca balancear e mitigar os conflitos de interesse gerados pela separação entre propriedade e gestão. Shleifer & Vishny (1997) apontam que a governança corporativa pode ser vista como um conjunto de práticas utilizadas pelos fornecedores de capital às empresas para se assegurar de que irão obter os retornos esperados de seus investimentos.

Seguindo essa linha, a adoção de boas práticas de governança corporativa tem a capacidade de maximizar a geração de valor aos *stakeholders* ao mitigar a ocorrência e os efeitos dos conflitos de interesse intrínsecos às companhias. No âmbito internacional, diversos estudos encontraram evidências de que os acionistas minoritários e demais *stakeholders* se beneficiam de melhorias na governança e que há uma relação positiva entre governança e valor da firma (Gompers *et al.*, 2003; Aggarwal *et al.*, 2009; Latif *et al.*, 2017).

Dessa forma, pesquisadores na área de finanças têm desenvolvido e utilizado índices para mensuração das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas. Tanto pesquisas nacionais (A. L. Carvalho & Leal, 2005; Punsvuo *et al.*, 2007; Leal *et al.*, 2015; Maranhão *et al.*, 2020) quanto internacionais (Gompers *et al.*, 2003; Black *et al.*, 2012; Arora & Bodhanwala, 2018), utilizaram a abordagem de selecionar indicadores ou perguntas considerados mais relevantes para representar as práticas de governança corporativa que determinada companhia adota.

Um dos principais índices de governança corporativa utilizado na literatura brasileira tem sido o IPGC, desenvolvido inicialmente por Carvalho & Leal (2005) e atualizado por Leal *et al.* (2015). O IPGC tem sido utilizado por estudos que buscam analisar a relação entre as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras e vários aspectos, tais como: desempenho e valor da firma (A. L. Carvalho & Leal, 2005; Leal *et al.*, 2015), qualidade das informações contábeis (Gabriel, 2011), ativismo de fundos de *private equity* (A. Carvalho & Souza, 2014), restrição financeira (Silva *et al.*, 2019), grau de envolvimento de investidores institucionais (Maranhão *et al.*, 2020), dentre outros.

O IPGC é construído com base em respostas objetivas que podem ser obtidas em informações públicas divulgadas pelas empresas de capital aberto brasileiras, principalmente no formulário de referência. A versão atual do índice é composta por 20 perguntas subdivididas em quatro dimensões: *disclosure*; composição e funcionamento do conselho de administração; ética e conflito de interesses; e direitos dos acionistas. O valor do índice é a soma dos pontos atribuídos a cada uma das respostas. O presente estudo utilizará o IPGC como medida das práticas de governança corporativa e examinará como elas se relacionam com diferentes tipos de investidores institucionais presentes nas estruturas de propriedade das empresas.

2.2 Investidores institucionais

Em relação aos mecanismos de governança corporativa presentes nas empresas de capital aberto, os acionistas enquanto proprietários e a partir do seu poder de voto constituem um dos principais grupos com capacidade para promoção de melhorias nas práticas adotadas pelas companhias (Gillan & Starks, 2000, 2003; Lewellen & Lewellen, 2022). Dentre os diferentes tipos de acionistas, os investidores institucionais se destacam. Eles podem ser definidos como instituições jurídicas que fazem a gestão de valores monetários oriundos de um vasto número de indivíduos (OECD, 2014; Bebchuk *et al.*, 2017).

Com isso, os investidores institucionais apresentam grande volume de recursos sob sua gestão e, conseqüentemente, são capazes de adquirir participações relevantes nas empresas nas quais decidem investir, podendo então exercer controle interno mediante o voto ou externo via negociação das ações no mercado (Gillan & Starks, 2003; Crane *et al.*, 2016). Atualmente, os investidores institucionais detêm grande influência nos mercados de capitais da maioria dos países, uma vez que sua participação na propriedade em mercados desenvolvidos e em desenvolvimento aumentou drasticamente durante as últimas duas décadas (Lou *et al.*, 2020; Dasgupta *et al.*, 2021).

No mercado brasileiro, não é diferente: aproximadamente metade das empresas listadas em 2012 apresentavam ao menos um investidor institucional com participação relevante, possuindo acima de 5% do capital votante ou 10% do capital total (OECD, 2013). O estudo desenvolvido por Fonseca *et al.* (2020) identificou que 165 das 269 (61%) empresas analisadas durante os anos de 2011 e 2016 apresentavam investidores institucionais entre os seus principais acionistas.

Uma vez que esse grupo de instituições apresenta um grande volume de recursos financeiros sob sua gestão e uma capacidade mais efetiva de monitoramento das empresas em relação aos acionistas individuais minoritários (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal *et al.*, 2011; Maranhão *et al.*, 2020; Dasgupta *et al.*, 2021), espera-se que empresas com uma maior quantidade de investidores institucionais em seu quadro de acionistas tenham maior propensão a apresentar boas práticas de governança corporativa.

O motivo para essa assunção se dá em razão do tamanho da base acionária, algo relevante para uma empresa de capital aberto, dado que empresas com maior base acionária tendem a ser mais acompanhadas e monitoradas pelo mercado (Amihud *et al.*, 1999; Chia *et al.*, 2020). Dessa forma, companhias com maior quantidade de investidores institucionais presentes em sua base acionária podem sofrer maior pressão para a adoção de boas práticas de governança corporativa, como forma de mitigar os conflitos e custos de agência presentes nessas empresas, a partir de uma estrutura adequada de governança (A. di M. da Silveira, 2004). Com base nisso, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: O número de investidores institucionais presentes no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.

Entretanto, cabe destacar que os investidores institucionais não são um grupo homogêneo. Estudos realizados por pesquisadores em diferentes mercados e contextos apontam que os investidores institucionais diferem significativamente quanto aos tamanhos e aos objetivos de suas participações, bem como no tocante aos esforços de monitoramento e ao tipo de relação com a administração e com os *stakeholders* da empresa investida (Ferreira & Matos, 2008; Isaksson & Çelik, 2014; Katan & Mat Nor, 2015; Fonseca *et al.*, 2020; Kałdoński *et al.*, 2020; Pathan *et al.*, 2021).

No âmbito nacional, Fonseca *et al.* (2020) buscaram investigar o grau de heterogeneidade existente entre os investidores institucionais atuantes no mercado brasileiro a partir de suas principais características e perfil de investimento. Os resultados encontrados apontam para a existência de quatro grupos distintos de investidores institucionais e corroboram que, além do tipo legal, é necessário observar outros elementos para a categorização dos investidores institucionais, como o fato de serem privados ou estatais, nacionais ou estrangeiros, e ainda o relacionamento que possuem com os gestores da companhia investida.

Chen *et al.* (2007), Katan & Mat Nor (2015) e Borochin & Yang (2017) encontraram evidências de que diferentes tipos legais de investidores institucionais apresentam impacto distinto, e até mesmo no sentido oposto, sobre os mecanismos de governança corporativa adotados pelas empresas presentes em seus portfólios.

Com relação aos fundos de pensão, estudos internacionais apontam que eles têm capacidade de promover melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas investidas, sob o argumento de que possuem um relacionamento independente com as companhias e são orientados para investimentos estáveis e de longo prazo (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008).

Entretanto, trabalhos anteriores no mercado brasileiro encontraram evidências opostas (Punsvuo *et al.*, 2007; De Souza Lima, 2013), com as práticas de governança das empresas analisadas sendo impactadas negativamente pela presença de grandes fundos de pensão como acionistas, ou ainda encontraram que a relação é estatisticamente insignificante (de Oliveira *et al.*, 2012). A justificativa dada para o resultado baseou-se nas diferenças entre o mercado brasileiro e o americano, bem como as características intrínsecas dos únicos fundos de pensão que foram analisados (Previ, Petros e Funcef), que possuem estreita relação com o Governo.

Como a metodologia utilizada no presente estudo se aproxima mais da utilizada pelos estudos internacionais citados, por não escolher especificamente quais fundos de pensão estudar, mas sim analisar todos os fundos encontrados dentro dos critérios escolhidos para a amostra do estudo, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_{2A}: A participação de fundos de pensão no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.

Já em relação aos fundos de investimento, alguns autores encontraram evidências de que a presença desse tipo de investidor institucional está positivamente relacionada com mudanças na governança corporativa das empresas nas quais investem (X. Chen *et al.*, 2007; Isaksson & Çelik, 2014).

Seguindo essa linha, Gomtsian (2019) estudou como os grandes *asset managers* se comportam e votam nas assembleias das empresas no Reino Unido. Os resultados sugerem que os grandes *asset managers*, inclusive os gestores de fundos de índices (descritos como investidores passivos), têm se esforçado na tentativa de promover melhorias nas práticas de governança corporativa das empresas presentes em seus portfólios. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_{2B}: A participação de fundos de investimento no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.

Além disso, a literatura aponta que os investidores institucionais vinculados à instituições financeiras (bancos e seguradoras) têm maior propensão a apresentar um relacionamento estreito com a administração das empresas nas quais investem, devido à possível existência de vínculos comerciais relevantes entre eles (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Z. Chen *et al.*, 2019).

Dessa forma, a qualidade do monitoramento por parte desse tipo de investidor institucional tende a ser pior, até mesmo levando a uma deterioração na estrutura de governança corporativa adotada pelas empresas de seus portfólios quando estão totalmente alinhados com o bloco de controle das empresas. Nessa linha, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H_{2C}: A participação de fundos geridos por instituições financeiras no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.

Além do tipo legal, outro ponto de destaque é a origem nacional ou estrangeira da instituição. Ferreira & Matos (2008) apontam em seu trabalho que investidores institucionais estrangeiros e independentes trazem um monitoramento efetivo da gestão e aumentam o valor para os acionistas, enquanto os demais não. Já o trabalho desenvolvido por Aggarwal *et al.* (2011) analisou os investidores institucionais separando-os conforme seu país de origem e sua tradição legal de proteção aos direitos dos acionistas. Os resultados sugerem que os investidores internacionais são mais efetivos no monitoramento das empresas do que os investidores domésticos.

Analisando os mercados de nove países do leste asiático, Lou *et al.* (2020) identificaram que a presença de investidores institucionais está positivamente correlacionada com retornos anormais em longos horizontes de tempo (acima de três anos), sendo esse efeito fortemente impulsionado por instituições estrangeiras quando comparado com as domésticas. Os autores argumentam que seus resultados sugerem que investidores institucionais estrangeiros têm a capacidade de efetivamente monitorar e melhorar a qualidade das decisões tomadas pela gestão das empresas investidas. Assim, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₃: A participação de investidores institucionais estrangeiros no quadro acionário da empresa tem efeito positivo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC.

A natureza do capital investido tem sido outro aspecto estudado pela literatura com a capacidade de impactar a forma como essas instituições se relacionam com as empresas nas quais investem. Chen *et al.* (2017) analisaram a relação entre a propriedade por diferentes tipos de investidores institucionais e as alocações de capital ao nível da firma após processos de privatização em 64 países. Os resultados sugerem que a presença de investidores institucionais ligados ao governo está significativamente relacionada com uma redução na eficiência dos investimentos das empresas, ao passo que investidores estrangeiros aumentaram essa eficiência.

No mercado brasileiro, os investidores institucionais relacionados ao capital estatal foram objeto de alguns estudos, que em geral não encontraram evidências conclusivas de que sua presença como acionistas impactou positivamente o desempenho e as práticas de governança corporativa das empresas nas quais investem seus recursos (de Oliveira *et al.*, 2012; Sonza & Granzotto, 2018; Duarte & Leal, 2021). O trabalho desenvolvido por Fonseca *et al.* (2020) no mercado brasileiro entre 2011 e 2016 concluiu que o fato do investidor institucional ser privado ou estatal influenciou fortemente em seu perfil de investimento. Com base nisso, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H₄: A participação de investidores institucionais estatais brasileiros no quadro acionário da empresa tem efeito negativo nas práticas de governança corporativa mensuradas pelo IPGC..

3. Metodologia

3.1 Coleta de dados

As participações acionárias e os dados econômicos e financeiros necessários para a realização do estudo foram coletados por meio da base de dados Comdinheiro. As informações necessárias para realizar a classificação dos investidores institucionais foram coletadas a partir dos endereços eletrônicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e das próprias instituições, bem como da Comdinheiro. Os dados necessários para construção do IPGC foram coletados por meio da base de dados Comdinheiro, dos formulários de referência, das demonstrações financeiras e dos estatutos sociais das empresas analisadas.

A quantidade de investidores institucionais no quadro acionário das empresas da amostra final foi coletada por meio do item 15.3 do formulário de referência. A quantidade utilizada corresponde ao número de investidores institucionais que são acionistas, conforme o último formulário de referência ativo de cada ano analisado.

3.2 Seleção da amostra

A população do estudo é composta pelas empresas de capital aberto negociadas nos segmentos Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado da bolsa de valores da B3, e o período de seleção da amostra compreende-se entre 2010 e 2020. O período do estudo se inicia em 2010, pois várias das informações necessárias para construção do índice que mede as práticas de governança corporativa foram coletadas dos formulários de referência, que passaram a ser publicados compulsoriamente desse ano em diante.

Com a finalidade de observar as variações nas participações acionárias dos investidores institucionais, foram selecionadas para a amostra somente as empresas que abriram capital em 2010 ou anteriormente e que mantiveram ações em negociação para todo o período analisado. Com base nisso, a amostra inicial foi composta por 279 empresas. Em seguida, a fim de atender aos objetivos do estudo, adotou-se a condição de que as empresas precisam ter pelo menos um investidor institucional entre os cinco maiores acionistas em pelo menos três anos do período entre 2010 e 2020, o que resultou em um conjunto de 140 empresas que atendiam a esse critério.

O motivo da adoção desses dois critérios se deve ao fato de que as práticas de governança corporativa das empresas e sua estrutura de controle tendem a não variar muito entre um ano e outro (Bortolon, 2013; Leal *et al.*, 2015; Maranhão *et al.*, 2020). Assim, para conseguir observar de forma mais adequada a evolução das práticas de governança corporativas das empresas e a relação delas com a presença de diferentes investidores institucionais em seu quadro acionário, é necessário que as mesmas empresas sejam observadas por um período mais longo de tempo.

Por fim, foram excluídas da amostra as empresas cujos investidores institucionais apresentaram participação acionária igual a 0% ou que apresentavam dados faltantes para a maioria das variáveis utilizadas durante o período analisado. Dessa forma, a amostra final é composta por 118 empresas, com um total de 1298 pares empresa-ano.

3.3 Classificação dos investidores institucionais

Quanto à forma de identificação dos investidores institucionais, seguiu-se a mesma utilizada por Nieiro & Bortolon (2020). Para ser classificado como investidor institucional, o acionista deveria ser uma pessoa jurídica que possuísse recursos financeiros provenientes de terceiros sob sua gestão, capaz de aplicar altos volumes de capital em seus investimentos e representando um número elevado de pessoas, conforme OECD (2014) e Bebchuk *et al.* (2017).

A Tabela 1 apresenta as classificações adotadas. Optou-se por classificar os investidores institucionais em fundos de investimento, fundos de pensão e fundos geridos por instituições financeiras (bancos e seguradoras), que são vistos como os tipos legais clássicos de investidores institucionais e que concentram a maioria dos recursos de terceiros geridos por instituições (Isaksson & Çelik, 2014).

Foi definido que seriam classificados e analisados somente os investidores institucionais presentes entre os 5 maiores acionistas das empresas da amostra. Essa escolha foi feita devido ao fato de as empresas brasileiras de capital aberto somente serem obrigadas a divulgar as participações percentuais de acionistas que detenham mais de 5% das ações ordinárias ou 10% do total de ações. Espera-se que a configuração dos cinco maiores acionistas seja capaz de capturar a maior parte dos investidores institucionais com participações acionárias divulgadas, dada a predominância de estrutura de propriedade concentrada nas empresas brasileiras negociadas em bolsa (Valadares & Leal, 2000; Okimura *et al.*, 2007; Sternberg *et al.*, 2011; Caixe & Krauter, 2013; Bezerra *et al.*, 2015).

Tabela 1

Classificação dos Investidores Institucionais

Fundos de Pensão	
Tipo	Sigla
Fundo de Pensão Privado Nacional	FPPN
Fundo de Pensão Estrangeiro	FPE
Fundo de Pensão Estatal	FPGOV
Fundos de Investimento	
Tipo	Sigla
Fundo de Investimento Privado Nacional	FIPN
Fundo de Investimento Estrangeiro	FIE
Fundo de Investimento Estatal	FIGOV
Fundos Geridos por Instituições Financeiras	
Tipos	Siglas
Fundo Gerido por Instituição Financeira Privada Nacional	IFPN
Fundo Gerido por Instituição Financeira Estrangeira	IFE
Fundo Gerido por Instituição Financeira Estatal	IFGOV

Fonte: Nieiro & Bortolon (2020).

3.4 Variáveis e modelo econométrico

Para realização dos testes empíricos das hipóteses de pesquisa, foi desenvolvido o modelo econométrico (1), representado pela equação abaixo:

$$\begin{aligned}
 IPGC_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \ln QII_{i,t} + \beta_2 \text{PercentFP}_{i,t} + \beta_3 \text{PercentFI}_{i,t} \\
 & + \beta_4 \text{PercentFIF}_{i,t} + \beta_5 dEST_{i,t} + \beta_6 dPUB_{i,t} + \Sigma_1^c * \beta_c \\
 & * VControle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

A variável dependente $IPGC_{i,t}$ corresponde ao IPGC. Esse índice foi desenvolvido por Carvalho da Silva & Leal (2005) e atualizado por Leal *et al.* (2015), sendo computado por meio de respostas objetivas obtidas a partir de dados secundários para 20 perguntas, que incluem aspectos como transparência, composição do conselho de administração, estrutura de propriedade e controle, proteção aos direitos dos acionistas e *disclosure* de informações. O valor do índice é a soma do conjunto de respostas positivas obtidas para determinada empresa.

A Tabela 2 apresenta informações sobre as variáveis independentes, detalhando o que cada uma mensura, qual hipótese de pesquisa responde e qual o sinal esperado para seu coeficiente, conforme o referencial teórico e o tópico de desenvolvimento das hipóteses. As variáveis que representam as participações acionárias percentuais dos investidores institucionais foram incluídas por potencialmente representarem o grau de envolvimento deles com as empresas investidas (Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal *et al.*, 2011; Maranhão *et al.*, 2020).

Tabela 2

Descrição e Composição das Variáveis Independentes

Variável	Descrição	Hipótese vinculada	Sinal Esperado	Literatura Suporte
$\ln Q_{i,t}$	Logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais	H_1	+	(Gillan & Starks, 2007; Borochin & Yang, 2017; Lou <i>et al.</i> , 2020)
$\text{PercentFP}_{i,t}$	Participação percentual dos Fundos de Pensão na empresa i no ano t	H_{2A}	-	(Punsuvo <i>et al.</i> , 2007; de Oliveira <i>et al.</i> , 2012; De Souza Lima, 2013)
$\text{PercentFI}_{i,t}$	Participação percentual dos Fundos de Investimento na empresa i no ano t	H_{2B}	+	(X. Chen <i>et al.</i> , 2007; Isaksson & Çelik, 2014; Gomtsian, 2019)
$\text{PercentFIF}_{i,t}$	Participação percentual dos Fundos Geridos por Instituição Financeira na empresa i no ano t	H_{2C}	-	(Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Z. Chen <i>et al.</i> , 2019)
$dEST_{i,t}$	<i>Dummy</i> indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira	H_3	+	(Ferreira & Matos, 2008; Aggarwal <i>et al.</i> , 2011; Maranhão <i>et al.</i> , 2020)
$dPUB_{i,t}$	<i>Dummy</i> indicando a presença de investidores institucionais estatais	H_4	-	(R. Chen <i>et al.</i> , 2017; Fonseca <i>et al.</i> , 2020; Duarte & Leal, 2021)

Fonte: elaborada pelo autor.

Além disso, com o objetivo de mitigar o efeito da endogeneidade proveniente da omissão de variáveis simultaneamente correlacionadas com os regressores e com a variável dependente, adotou-se um conjunto de variáveis de controle semelhante ao dos trabalhos de Aggarwal *et al.* (2011), Barros *et al.* (2015) e Maranhão *et al.* (2020).

Dessa forma, foram incluídas no modelo econométrico (1) variáveis de controle que representam o desempenho, o tamanho, o grau de alavancagem, a estrutura de controle, o segmento de listagem e o risco das empresas analisadas. Para construção das variáveis de controle, foram considerados os dados referentes a 31 de dezembro de cada ano. A Tabela 3 apresenta informações sobre as descrições das variáveis de controle e suas fórmulas de cálculo.

Assim como os demais dados econômicos e financeiros, a variável Beta do CAPM foi coletada por meio da plataforma Comdinheiro. Ao tentar utilizar o Beta de 60 meses, obteve-se uma grande quantidade de dados faltantes para as empresas da amostra. Do total de 1.298 observações empresa-ano possíveis, conseguiu-se obter somente 544 (42%) para o Beta de 60 meses. Desafio semelhante foi encontrado ao tentar construir a variável manualmente. Por conta disso, optou-se por utilizar o Beta de 36 meses, sendo possível obter 988 observações empresa-ano das 1.298 possíveis (76%). Assim, serão apresentados os resultados do modelo com e sem a variável Beta do CAPM, uma vez que, apesar de ser uma variável de controle relevante, a sua inclusão reduz significativamente o tamanho da amostra disponível.

Table 3

Control Variables Description

Variável	Descrição	Fórmula
$ROA_{i,t}$	Retorno sobre os ativos	$\frac{Lucro\ Operacional_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$Q_{i,t}$	Q de Tobin	$\frac{(Ativo\ Total_{i,t} - Patrimônio\ Líquido_{i,t} + Valor\ de\ Mercado_{i,t})}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$TAM_{i,t}$	Proxy de tamanho	$\ln(Ativo\ Total_{i,t})$
$END_{i,t}$	Grau de alavancagem	$\frac{Dívida\ Bruta_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}}$
$MTB_{i,t}$	Market-to-book	$\frac{Valor\ de\ Mercado_{i,t}}{Patrimônio\ Líquido_{i,t}}$
$CONT_{i,t}$	Controlador	Variável <i>dummy</i> que recebe 1 se a empresa possui um acionista controlador ou bloco de acionistas controlador
$NM_{i,t}$	Novo Mercado	Variável <i>dummy</i> que recebe 1 se a empresa está listada no Novo Mercado
$Beta_{i,t}$	Beta do CAPM (36m)	β do CAPM nos últimos 36 meses

Fonte: elaborada pelo autor.

3.5 Método de regressão (GMM-Sys)

A presença de endogeneidade dos regressores em modelos econométricos faz com que os estimadores se tornem inconsistentes, o que resulta em inferências inadequadas (Roberts & Whited, 2013). A endogeneidade proveniente do problema de variáveis omitidas, que é comumente tratada por meio da inclusão de um grande conjunto de variáveis de controle no modelo, não é a única forma de endogeneidade que afeta as pesquisas na área de finanças (Barros *et al.*, 2020).

Um problema muitas vezes ignorado pelos pesquisadores e presente para variáveis de governança corporativa é a endogeneidade dinâmica, que ocorre quando choques que afetam a variável dependente possuem a capacidade de afetar também os regressores em períodos subsequentes. Nesse caso, é necessária a inclusão de defasagens da variável dependente como variável explicativa (Wintoki *et al.*, 2012).

Com base nisso, o principal método de regressão utilizado neste estudo foi o GMM-Sys. Esse método foi proposto por Blundell & Bond (1998), visando à estimação de modelos dinâmicos, utilizando defasagens das variáveis endógenas do modelo que não são correlacionadas com o termo de erro como instrumentos. Para assegurar a consistência dos estimadores, o GMM-Sys assume premissas menos restritivas, apresentando resultados mais robustos do que os métodos de efeitos fixos e efeitos aleatórios, tradicionalmente mais utilizados por pesquisas da área (Wintoki *et al.*, 2012; Barros *et al.*, 2020).

Para aplicação do GMM-Sys, o primeiro passo consiste em definir quantas defasagens da variável dependente (IPGC) devem ser incluídas no modelo como variáveis explicativas. Considerando-se que Maranhão *et al.* (2020) utilizaram uma defasagem do IPGC como variável explicativa no modelo de GMM-Sys de seu estudo, partiu-se da premissa de que uma defasagem do IPGC seria suficiente para capturar completamente o efeito dinâmico existente. Para checar a validade dessa premissa, seguiu-se a mesma metodologia adotada por Wintoki *et al.* (2012) de estimar um modelo OLS (*ordinary least squares*) com o IPGC sendo explicado por suas quatro primeiras defasagens, incluindo-se as variáveis de controle do modelo (1).

Inicialmente, rodou-se a regressão com as quatro primeiras defasagens do IPGC, sendo que a primeira defasagem apresentou significância estatística, enquanto as demais não. Na sequência, as duas primeiras defasagens foram excluídas da regressão e manteve-se apenas a terceira e a quarta defasagem, conforme metodologia descrita por Wintoki *et al.* (2012). Nesse caso, somente a terceira defasagem apresentou significância estatística. Conclui-se que apesar das defasagens mais antigas incluírem informação relevante, a primeira defasagem já é suficiente para capturar o aspecto dinâmico presente no IPGC.

Com base nisso, o método de regressão por meio do GMM-Sys utilizado neste estudo apresenta a primeira defasagem do IPGC como variável explicativa, com as demais defasagens sendo utilizadas como instrumentos.

4. Análises de Dados e Resultados

4.1 Estatística descritiva

A variável dependente analisada no estudo, o IPGC, foi apurada anualmente para o período entre 2010 e 2020, buscando-se observar as mudanças nas práticas de governança corporativa das empresas da amostra. A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva para o IPGC e suas dimensões ao longo do período analisado.

De forma geral, as práticas de governança corporativa das empresas da amostra apresentaram melhoria ao longo do período, com a pontuação do IPGC saindo de uma média de 12,58 e mediana de 13,00 em 2010 para uma média de 14,56 e mediana de 15,00 em 2020. Esse achado está em linha com pesquisas anteriores que utilizaram o mesmo índice no mercado brasileiro e constataram uma evolução semelhante na pontuação das empresas no IPGC (Leal *et al.*, 2015; Maranhão *et al.*, 2020).

Cabe destacar que as empresas EDP Brasil (ENBR3) e Natura (NTCO3) apresentaram a maior pontuação constatada no período analisado, sendo as únicas a atingirem a pontuação de 19,00 dos 20,00 pontos possíveis no IPGC. Por outro lado, as empresas Biom (BIOM3) e Graziotin (CGRA3) foram os destaques negativos por apresentarem a menor pontuação das empresas da amostra, com 6,00 dos 20,00 pontos possíveis no IPGC.

Quando observadas as pontuações das quatro dimensões que compõem o IPGC, percebe-se que foi na dimensão relacionada à composição e ao funcionamento do conselho de administração que as empresas apresentaram melhor desempenho. Para essa dimensão, de um total de 5,00 pontos possíveis, as companhias da amostra pontuaram com uma média em torno de 4,50 e mediana de 5,00 para a maior parte do período analisado.

Em contrapartida, a dimensão de ética e conflito de interesses apresentou uma pontuação geral relativamente menor do que as demais. Do total de 4,00 pontos possíveis nessa dimensão, as empresas da amostra pontuaram com uma média entre 1,79 e 2,10 e uma mediana de 2,00 ao longo do período. Além disso, essa foi a única dimensão que apresentou empresas com pontuação zero.

Dessa forma, conclui-se que o objetivo específico de pesquisa i, que buscou levantar as principais características de governança corporativa das empresas por meio de um índice amplamente utilizado na literatura nacional, foi atendido.

Tabela 4

Estatística descritiva do IPGC

Variáveis		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dimensão Disclosure (0 a 6 pontos)	Média	3,46	3,52	3,64	3,69	3,76	3,81	3,94	3,98	4,12	4,25	4,37
	Mediana	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	3,50	4,00	4,25	4,50
	Desvio-Padrão	1,10	1,09	1,10	1,11	1,13	1,20	1,20	1,22	1,19	1,25	1,25
	Mínimo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
	Máximo	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Dimensão Composição e Funcionamento do Conselho (0 a 5 pontos)	Média	4,17	4,25	4,34	4,45	4,47	4,49	4,47	4,51	4,46	4,51	4,55
	Mediana	4,00	4,50	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
	Desvio-Padrão	0,97	0,89	0,84	0,78	0,77	0,79	0,81	0,77	0,81	0,80	0,78
	Mínimo	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	1,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	Máximo	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Dimensão Ética e Conflito de Interesses (0 a 4 pontos)	Média	1,79	1,84	1,89	1,94	1,94	1,97	2,00	2,06	2,08	2,09	2,10
	Mediana	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
	Desvio-Padrão	1,04	1,01	1,04	1,02	1,02	1,01	1,00	0,98	1,00	1,02	1,01
	Mínimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Máximo	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Dimensão Direitos dos Acionistas (0 a 5 pontos)	Média	3,16	3,18	3,20	3,28	3,28	3,28	3,29	3,44	3,54	3,50	3,53
	Mediana	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,50	4,00	3,50	3,50
	Desvio-Padrão	1,03	1,03	1,02	0,92	0,89	0,87	0,89	0,87	0,85	0,86	0,90
	Mínimo	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	2,00	2,00	1,00
	Máximo	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
Pontuação do IPGC (0 a 20 pontos)	Média	12,58	12,79	13,07	13,36	13,45	13,56	13,69	13,99	14,20	14,36	14,56
	Mediana	13,00	13,00	13,50	13,50	14,00	14,00	14,00	14,50	14,50	14,50	15,00
	Desvio-Padrão	2,29	2,38	2,31	2,27	2,24	2,36	2,44	2,42	2,45	2,42	2,43
	Mínimo	7,00	6,00	6,00	7,00	7,00	7,00	6,00	7,00	7,00	7,00	7,00
	Máximo	18,50	18,50	18,50	18,50	18,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00	19,00

Fonte: elaborada pelo autor.

A Tabela 5, por sua vez, apresenta a estatística descritiva para as variáveis independentes e para as variáveis de controle. Os valores médios das participações dos diferentes tipos de investidores institucionais reportados na Tabela 5 consideraram em seu cálculo os casos de pares empresa-ano sem a presença desses investidores, ou seja, que apresentavam participação igual a 0%.

Seguindo esse critério, a média dos valores das variáveis que representam a participação dos Fundos de Pensão, Fundos de Investimento e Fundos Geridos por Instituição Financeira, respectivamente, foi de 0,031, 0,088 e 0,012. Todavia, desconsiderando-se os pares empresa-ano sem participação dos tipos de investidores institucionais, a média da participação acionária dos Fundos de Pensão presentes nas empresas da amostra é de 15,84%, a dos Fundos de Investimento é de 14,32%, e a dos Fundos Geridos por Instituição Financeira é de 13,68%.

Tabela 5

Estatística descritiva das variáveis independentes e das variáveis de controle

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
lnQII	1298	4,775	5,316	2,179	0,000	13,729
PercentFP	1298	0,031	0,000	0,080	0,000	0,574
PercentFI	1298	0,088	0,051	0,122	0,000	0,860
PercentFIF	1298	0,012	0,000	0,054	0,000	0,457
dEST	1298	0,355	0,000	0,479	0,000	1,000
dPUB	1298	0,297	0,000	0,457	0,000	1,000
ROA	1298	0,045	0,054	0,116	-1,421	0,629
Q	1298	1,450	1,143	0,981	0,350	13,644
TAM	1298	8,558	8,495	1,851	1,591	14,342
END	1298	0,315	0,313	0,211	0,000	1,996
MTB	1298	2,056	1,259	5,476	-12,634	15,922
CONT	1298	0,586	1,000	0,493	0,000	1,000
NM	1298	0,581	1,000	0,494	0,000	1,000
BETA	988	0,692	0,660	0,410	0,182	1,919

lnQII – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; PercentFP – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; PercentFI – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; PercentFIF – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; dEST – *dummy* indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; dPUB – *dummy* indicando a presença de investidores institucionais estatais; ROA – retorno sobre os ativos; Q – Q de Tobin; TAM – logaritmo natural do ativo total; END – grau de alavancagem; MTB – *market-to-book*; CONT – *dummy* indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; NM – *dummy* indicando listagem no Novo Mercado; BETA – beta do CAPM de 36 meses.

Fonte: elaborada pelo autor.

Outro ponto de interesse diz respeito às *dummies* que capturam a presença de investidores de origem estrangeira e estatal. O total de 35,50% dos pares empresa-ano apresentou pelo menos um investidor institucional estrangeiro entre os cinco maiores acionistas. Ao mesmo tempo, identificou-se a presença de pelo menos um institucional estatal em 29,70% dos 1.298 pares empresa-ano analisados.

Além disso, a média do número de investidores institucionais dentro do quadro acionário das empresas da amostra variou entre 368 e 474, sendo que o menor valor ocorreu em 2016 e o maior em 2020. A partir disso, o objetivo específico de pesquisa ii, que buscou identificar a quantidade total de investidores institucionais presente no quadro de acionistas das empresas da amostra para cada ano entre 2010 e 2020, foi atendido.

A Tabela 6 traz informações a respeito da quantidade de cada tipo de investidor institucional que foi identificada dentre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra em cada ano do período analisado. Vale ressaltar que, em um mesmo ano, determinada empresa pode apresentar entre seus cinco maiores acionistas mais de um tipo de investidor institucional.

Assim, verifica-se que o objetivo específico de pesquisa iii, que procurou identificar os investidores institucionais com participação relevante presentes entre os cinco maiores acionistas diretos das empresas da amostra para cada ano do período analisado, bem como classificá-los em tipos distintos mediante os critérios sugeridos pela literatura, foi atendido.

Tabela 6

Número de observações de cada tipo de investidor institucional nas empresas da amostra por ano

Tipo	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
FPPN	2	2	1	2	3	4	5	4	5	5	7
FPE	3	3	3	3	3	2	3	3	2	2	2
FPGOV	13	13	15	18	24	30	30	30	27	25	26
Total de Fundos de Pensão	18	18	19	23	30	36	38	37	34	32	35
FIPN	44	43	45	53	44	35	27	33	30	20	18
FIE	41	45	61	64	66	69	60	53	54	53	42
FIGOV	14	14	16	18	17	17	19	23	22	23	21
Total de Fundos de Investimento	99	102	122	135	127	121	106	109	106	96	81
IFPN	1	2	2	4	3	5	4	4	2	2	4
IFE	4	3	4	5	10	6	8	12	9	13	7
IFGOV	4	4	4	4	5	5	4	2	1	0	2
Total de Fundos Geridos por Instituições Financeiras	9	9	10	13	18	16	16	18	12	15	13

FPPN - Fundo de Pensão Privado Nacional; FPE - Fundo de Pensão Estrangeiro; FPGOV - Fundo de Pensão Estatal; FIPN - Fundo de Investimento Privado Nacional; FIE - Fundo de Investimento Estrangeiro; FIGOV - Fundo de Investimento Estatal; IFPN - Fundo Gerido por Instituição Financeira Privada Nacional; IFE - Fundo Gerido por Instituição Financeira Estrangeira; IFGOV - Fundo Gerido por Instituição Financeira Estatal.

Fonte: elaborada pelo autor.

4.2 Análise do modelo de regressão

Conforme discutido na metodologia, o principal método de regressão adotado foi o GMM-Sys, devido à sua robustez para os tipos de variáveis que estão sendo estudadas. Todavia, para efeitos de comparação e a fim de trazer mais completude ao estudo, essa seção também apresenta os resultados do modelo (1) utilizando os métodos OLS (*ordinary least squares*) e OLS dinâmico, conforme metodologia adotada por Wintoki *et al.* (2012). A Tabela 7 apresenta os resultados das regressões do modelo (1).

Os resultados de todos os métodos apresentaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a quantidade de investidores institucionais, medida pela variável $\ln QII$, e as práticas de governança corporativa, medida pelo IPGC, ou seja, foram encontradas evidências de que a presença de um maior número de investidores institucionais no quadro acionário da empresa está associada à adoção de práticas de governança corporativa de melhor qualidade. Esse achado **confirma a hipótese de pesquisa H_1** e é relevante porque, durante a revisão de literatura, não foram encontradas outras pesquisas sobre práticas de governança corporativa no mercado brasileiro que tenham estudado essa variável.

Uma possível explicação para o resultado encontrado se dá pelo fato de o tamanho da base acionária ser algo relevante para uma empresa de capital aberto, dado que empresas com maior base acionária tendem a ser mais acompanhadas e monitoradas pelo mercado (Amihud *et al.*, 1999; Chia *et al.*, 2020). Dessa forma, companhias com maior quantidade de investidores institucionais presentes em sua base acionária podem sofrer uma maior pressão para a adoção de boas práticas de governança corporativa, de modo a mitigar os custos decorrentes dos conflitos de agência entre principais (acionistas majoritários e minoritários) ou entre principal (acionistas) e agente (administradores), a depender da estrutura de propriedade de cada empresa (La Porta *et al.*, 2000; Aldrichi & Mazzer Neto, 2005; Crisóstomo & Brandão, 2019).

Outra possível explicação para o resultado encontrado seria haver algum grau de causalidade reversa não tratada pelo modelo utilizado, dado que as empresas que já apresentam boas práticas de governança corporativa e, conseqüentemente, uma pontuação elevada no IPGC sejam mais atrativas como investimento para os investidores institucionais.

Em relação aos impactos dos diferentes tipos de investidores institucionais sobre as práticas de governança corporativa, os achados em termos de confirmação das demais hipóteses de pesquisa foram mistos. Os resultados apontam para uma relação positiva e significativa entre a participação de Fundos de Pensão (PercentFP) e o IPGC. Esse achado estaria em linha com a literatura internacional (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008), e contrário aos resultados de pesquisas nacionais anteriores (Punsuvo *et al.*, 2007; de Oliveira *et al.*, 2012; De Souza Lima, 2013).

Tabela 7

Resultado das regressões do modelo (1)

Variáveis	OLS	OLS sem β	OLS Dinâmico	OLS Dinâmico sem β	GMM-Sys	GMM-Sys sem β
	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)
IPGC (t - 1)			0,673*** (0,020)	0,630*** (0,017)	0,796*** (0,066)	0,833*** (0,045)
lnQII	0,126*** (0,035)	0,197*** (0,031)	0,058** (0,024)	0,108*** (0,022)	0,053* (0,027)	0,058** (0,026)
PercentFP	4,392*** (0,745)	3,038*** (0,696)	1,653*** (0,513)	1,245** (0,493)	1,021 (0,662)	0,856* (0,473)
PercentFI	1,773*** (0,531)	0,888** (0,426)	1,043*** (0,362)	0,654** (0,301)	0,569** (0,278)	0,266 (0,233)
PercentFIF	-5,308*** (1,450)	1,124 (0,942)	-2,145** (0,990)	0,978 (0,665)	-1,346* (0,799)	0,778 (0,579)
dEST	0,182 (0,121)	0,214* (0,116)	-0,020 (0,083)	0,010 (0,082)	0,011 (0,081)	0,044 (0,063)
dPUB	-0,349** (0,143)	0,032 (0,129)	-0,140 (0,098)	0,052 (0,091)	-0,001 (0,115)	0,068 (0,091)
ROA	0,770 (0,543)	0,530 (0,445)	0,257 (0,370)	0,206 (0,314)	0,879** (0,387)	0,822*** (0,241)
Q	0,113* (0,066)	0,031 (0,054)	0,051 (0,045)	-0,001 (0,038)	0,030 (0,041)	0,041 (0,029)
TAM	0,465*** (0,043)	0,348*** (0,037)	0,198*** (0,030)	0,159*** (0,026)	0,076* (0,042)	0,047* (0,027)
END	-0,439* (0,266)	-0,486** (0,239)	-0,310* (0,181)	-0,269 (0,169)	0,031 (0,208)	-0,163 (0,159)
MTB	0,007 (0,009)	0,014 (0,009)	-0,005 (0,006)	0,001 (0,007)	-0,001 (0,005)	-0,004 (0,007)
CONT	0,359*** (0,130)	0,342*** (0,121)	0,150* (0,089)	0,160* (0,086)	0,084 (0,101)	0,016 (0,081)
NM	2,966*** (0,132)	2,930*** (0,122)	1,160*** (0,104)	1,292*** (0,097)	0,632** (0,257)	0,454*** (0,149)

Variáveis	OLS	OLS sem β	OLS Dinâmico	OLS Dinâmico sem β	GMM-Sys	GMM-Sys sem β
BETA	0,009 (0,141)		0,044 (0,096)		0,025 (0,092)	
Constant	6,887*** (0,378)	7,564*** (0,302)	1,661*** (0,300)	2,268*** (0,259)	1,247** (0,569)	1,193*** (0,420)
Teste AR (2) (p-valor)					0,104	0,165
Teste J de Hansen (p-valor)					0,193	0,253
Observações	988	1,298	988	1,298	988	1298
R ²	0,497	0,530	0,768	0,766		
R ² Ajustado	0,490	0,525	0,764	0,763		
Estatística F	68,669***	111,182***	213,894***	299,840***		

IPGC – pontuação no índice de práticas de governança corporativa; $\ln QII$ – logaritmo natural da quantidade de investidores institucionais no quadro acionário da empresa; PercentFP – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Pensão; PercentFI – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo de Investimento; PercentFIF – participação percentual dos investidores institucionais classificados como Fundo Gerido por Instituição Financeira; dEST - *dummy* indicando a presença de investidores institucionais de origem estrangeira; dPUB - *dummy* indicando a presença de investidores institucionais estatais; ROA – retorno sobre os ativos; Q – Q de Tobin; TAM – logaritmo natural do ativo total; END – grau de alavancagem; MTB – *market-to-book*; CONT – *dummy* indicando a presença de acionista ou bloco de acionistas controlador; NM – *dummy* indicando listagem no Novo Mercado; BETA – beta do CAPM de 36 meses.

Nota: estatísticas t entre parênteses e ***, **, * representam significância estatística a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Fonte: elaborada pelo autor.

Como a construção da hipótese de pesquisa relacionada aos Fundos de Pensão seguiu a literatura internacional, **confirma-se a hipótese de pesquisa H_{2A}**. Uma possível explicação para esse resultado é a diferença entre os fundos de pensão presentes na análise de cada estudo, uma vez que as pesquisas brasileiras citadas optaram por estudar fundos de pensão específicos (Punsuvo *et al.*, 2007; de Oliveira *et al.*, 2012; De Souza Lima, 2013), enquanto o presente trabalho não fez esse tipo de restrição e abordou todos os fundos de pensão que estavam presentes entre os cinco maiores acionistas das empresas da amostra.

A participação de Fundos de Investimento (PercentFI), por sua vez, apresentou relação positiva e estatisticamente significativa com o IPGC em todos os modelos reportados, exceto no GMM-Sys sem variável Beta do CAPM inclusa (coluna F da Tabela 7). Esse achado indica que a presença de investidores institucionais do tipo fundo de investimento está associada a melhores práticas de governança corporativa das empresas investidas, o que vai ao encontro da literatura (Chen *et al.*, 2007; Isaksson & Çelik, 2014; Gomtsian, 2019) e, assim, **confirma-se a hipótese de pesquisa H_{2B}**.

Já a participação dos Fundos Geridos por Instituição Financeira (PercentFIF) apresentaram uma relação negativa e estatisticamente significativa nos modelos que incluíram a variável Beta do CAPM (colunas A, C e E da Tabela 7) e não apresentaram significância estatística nos modelos que não incluíram a variável Beta do CAPM (colunas B, D e F da Tabela 7). Dessa forma, foram encontradas algumas evidências de que a presença de Fundos Geridos por Instituição Financeira estaria associada a piores práticas de governança corporativa das empresas presentes em seu portfólio, o que converge com a literatura estudada (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen *et al.*, 2019), porém o resultado foi inconclusivo. Logo, **confirma-se parcialmente a hipótese de pesquisa H_{2C}**.

Em relação às *dummies* que indicam a presença de investidores institucionais de origem estrangeira ou estatal, dEST e dPUB, respectivamente, somente foi encontrada relação estatisticamente significativa delas com o IPGC pelo método OLS estático (colunas A e B da Tabela 7), que é o menos robusto dos métodos de regressão utilizado. Isso indica que aparentemente a origem nacional ou estrangeira e a natureza do capital por trás dos investidores institucionais não influenciam a relação deles com as práticas de governança adotadas pelas empresas presentes em seus portfólios. Com isso, as evidências iniciais apontam para a **não confirmação das hipóteses de pesquisa H₃ e H₄**.

Além dos resultados das regressões, a Tabela 7 também apresentou os resultados dos testes de especificação do GMM-Sys. O primeiro deles é o teste de correlação serial de Arellano-Bond (nível 2), que apresentou um p-valor de 0,104 e 0,165 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da Tabela 7). Portanto, não se pode rejeitar a hipótese nula de ausência de correlação serial de segunda ordem, o que indica a consistência dos estimadores dos modelos.

O segundo teste realizado foi o teste J de Hansen, que apresentou p-valor de 0,193 e 0,253 para os modelos com e sem o Beta do CAPM, respectivamente (colunas E e F da Tabela 7). Dessa forma, não se pode rejeitar a hipótese nula de validade dos instrumentos do GMM-Sys utilizados nos modelos.

Com isso, conclui-se que o objetivo específico de pesquisa iv, que consiste em verificar quantitativamente se as práticas de governança corporativa das empresas analisadas são impactadas pela quantidade de investidores institucionais presentes em seu quadro acionário, bem como pelos diferentes tipos de institucionais que detenham participação entre os maiores acionistas, foi atendido.

5. Considerações Finais

O presente estudo analisou se existe relação entre a presença de vários tipos de investidores institucionais no quadro acionário das companhias e suas práticas de governança corporativa entre 2010 e 2020. Para tanto, observou-se a presença de investidores institucionais entre os cinco maiores acionistas de 118 empresas brasileiras de capital aberto negociada na B3 durante o período de análise, classificando-os conforme seu tipo legal, a origem nacional ou estrangeira e natureza do capital por trás da instituição.

A construção do IPGC apontou uma melhoria consistente na pontuação média das empresas ao longo dos anos analisados, saindo de 12,58 para 14,56, com destaque para a dimensão de composição e funcionamento do conselho de administração, na qual as empresas pontuaram melhor, com média de 4,55 pontos de 5,00 possíveis em 2020. Esse achado sugere uma melhoria nas práticas de governança corporativa adotadas no mercado brasileiro, o que estaria em linha com outras pesquisas nacionais realizadas anteriormente (Leal *et al.*, 2015; Maranhão *et al.*, 2020).

Os resultados para os modelos de regressão evidenciam que empresas com maior presença de investidores institucionais em seu quadro acionário tendem a apresentar melhores práticas de governança corporativa, o que culminou na confirmação da hipótese de pesquisa H_1 . Esse achado sugere que essas instituições, considerando todos os tipos de investidores institucionais tomados em conjunto, em média possuem maior capacidade de monitorar os controladores e administradores das empresas presentes em seus portfólios e, com isso, influenciar positivamente no modelo de governança adotado por elas.

Entretanto, quando tomados individualmente, os diferentes tipos legais de investidores institucionais observados no estudo apresentaram relações distintas com o IPGC das empresas investidas. De forma robusta e contrária aos achados de pesquisas anteriores no mercado brasileiro (Punsuvo *et al.*, 2007; de Oliveira *et al.*, 2012; De Souza Lima, 2013), encontrou-se uma relação positiva entre a participação de Fundos de Pensão e a pontuação da empresa no IPGC. Com isso, aceitou-se a hipótese de pesquisa H_{2A} .

Esse achado estaria em linha com a literatura internacional (Gillan & Starks, 2007; Ferreira & Matos, 2008) e sugere que os Fundos de Pensão buscam promover melhorias no sistema de governança corporativa adotado pelas empresas nas quais investem. Esse comportamento pode ser explicado devido à natureza previdenciária dessas instituições, ensejando um enfoque de investimentos e de resultados observando um horizonte mais longo de tempo (Gillan & Starks, 2007; Punsuvo *et al.*, 2007).

Já em relação aos investidores institucionais classificados como Fundos de Investimento, a relação positiva entre a participação desse tipo de investidor institucional e o IPGC fez com que houvesse a confirmação da hipótese de pesquisa H_{2B} . Esse resultado está em linha com a literatura (Gillan & Starks, 2003; Ferreira & Matos, 2008; Chen *et al.*, 2019) e aponta que os Fundos de Investimento, possivelmente por manterem uma relação de independência com as empresas, possuem maior incentivo para efetivamente monitorá-las na busca por melhorias nas práticas de governança corporativa delas.

Por sua vez, os resultados referentes à participação de Fundos Geridos por Instituição Financeira, a origem nacional ou estrangeira e a natureza estatal apresentaram resultados inconclusivos, levando à confirmação parcial de H_{2C} , e à não confirmação de H_3 e H_4 .

Este estudo contribui com os participantes e reguladores do mercado acionário brasileiro com uma melhor percepção de risco, uma vez que os permite compreender qual a relação dos diferentes tipos de investidores institucionais com as práticas de governança corporativa das empresas investidas. Além disso, o trabalho contribui com a literatura ao apontar a variável quantidade de investidores institucionais no quadro acionário como relevante para a pontuação do IPGC. Sugere-se que estudos futuros se aprofundem no estudo dessa variável, inclusive considerando a possibilidade de existência de causalidade reversa.

Finalmente, recomenda-se para pesquisas futuras que busquem analisar o impacto causado pela estabilidade e longevidade das participações dos investidores institucionais nas empresas brasileiras, uma vez que a literatura internacional aponta para a relevância dessa informação. O desafio, nesse caso, se dará em encontrar uma maneira de construir variáveis que mensurem isso de forma consistente para o mercado brasileiro, devido à estrutura de divulgação de informações atualmente vigente.

Referências

- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154–181. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.018>
- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2009). Differences in Governance Practices between U.S. and Foreign Firms: Measurement, Causes, and Consequences. *Review of Financial Studies*, 22(8), 3131–3169. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn107>
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2005). Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Economia Política*, 25(2), 115–137. <https://doi.org/10.1590/S0101-31572005000200009>
- Amihud, Y., Mendelson, H., & Uno, J. (1999). Number of Shareholders and Stock Prices: Evidence from Japan. *The Journal of Finance*, 54(3), 1169–1184. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00141>
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113–132. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.10.001>
- Arora, A., & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence. *Global Business Review*, 19(3), 675–689. <https://doi.org/10.1177/0972150917713812>
- Barros, L. A. B. de C., Di Miceli da Silveira, A., Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2015). Facing the Regulators: Noncompliance With Detailed Mandatory Compensation Disclosure in Brazil. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(sup2), S47–S61. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2014.998942>
- Barros, L., Castro, F. H., da Silveira, A., & Bergmann, D. (2020). Endogeneity in panel data regressions: Methodological guidance for corporate finance researchers. *Review of Business Management*, 22(Special Issue), 437–461. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4059>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Hirst, S. (2017). The Agency Problems of Institutional Investors. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 89–112. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.89>
- Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de Propriedade, Conselho de Administração e Disclosure Voluntário: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25–46. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015210>

- Black, B. S., de Carvalho, A. G., & Gorga, É. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries). *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 934–952. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.10.001>
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), 115–143. [https://doi.org/10.1016/S0304-4076\(98\)00009-8](https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8)
- Borochin, P., & Yang, J. (2017). The effects of institutional investor objectives on firm valuation and governance. *Journal of Financial Economics*, 126(1), 171–199. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.06.013>
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as Empresas Brasileiras Adotam Estruturas Piramidais de Controle. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 2–18. <https://doi.org/10.4013/base.2013.101.01>
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2014). Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123–149. <https://doi.org/10.2308/jmar-50550>
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142–153. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200005>
- Carvalho, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Carvalho, A., & Souza, L. (2014). Private equity and corporate governance in Brazil. *Corporate Ownership and Control*, 12(1), 187–192. <https://doi.org/10.22495/cocv12i1c1p4>
- Carvalho da Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Índice de Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Firma no Brasil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v3n1.2005.1143>
- Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs*: The Agency Problem and SG&A Costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252–282. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01094.x>
- Chen, R., El Ghoul, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2017). Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations. *Journal of Corporate Finance*, 42, 408–421. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.09.001>
- Chen, X., Harford, J., & Li, K. (2007). Monitoring: Which institutions matter? *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279–305. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.005>
- Chen, Z., Forsberg, D., & Gallagher, D. R. (2019). Which institutional investor types are the most informed? *Accounting & Finance*, 59(S1), 449–480. <https://doi.org/10.1111/acfi.12378>
- Chia, Y.-E., Lim, K.-P., & Goh, K.-L. (2020). More shareholders, higher liquidity? Evidence from an emerging stock market. *Emerging Markets Review*, 44, 100696. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100696>
- Crane, A. D., Michenaud, S., & Weston, J. P. (2016). The Effect of Institutional Ownership on Payout Policy: Evidence from Index Thresholds. *Review of Financial Studies*, 29(6), 1377–1408. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhw012>

- Crisóstomo, V. L., & Brandão, I. de F. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120–140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Dasgupta, A., Fos, V., & Sautner, Z. (2021). Institutional Investors and Corporate Governance. *Foundations and Trends in Finance*, 12(4), 276–394. <http://dx.doi.org/10.1561/05000000056>
- de Oliveira, R. M., Leal, R. P. C., & Almeida, V. de S. (2012). Large pension funds and the corporate governance practices of Brazilian companies. *Corporate Ownership and Control*, 9(2), 76–84. <https://doi.org/10.22495/cocv9i2art6>
- De Souza Lima, L. (2013). *Governança Corporativa, Valor e Desempenho de Empresas com Participação Acionária de Fundos de Pensão no Brasil* [mestre em Administração de Empresas, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro]. <https://doi.org/10.17771/PUCRio.acad.34668>
- Duarte, B. E., & Leal, R. P. C. (2021). Principal-principal conflicts leading to activism of a large government-owned investor in Brazil. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(1), 15–21. <https://doi.org/10.22495/cgobrv5i1p2>
- Ferreira, M. A., & Matos, P. (2008). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 499–533. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.003>
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da, & Hiratuka, C. (2020). Heterogeneidade dos investidores institucionais: Evidências entre companhias não financeiras brasileiras. *Estudos Econômicos* (São Paulo), 50(3), 411–446. <https://doi.org/10.1590/0101-41615032crc>
- Gabriel, F. (2011). Impacto da adesão às práticas recomendadas de governança corporativa no índice de qualidade da informação contábil [Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.12.2011.tde-09022012-195619>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2000). Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 57(2), 275–305. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00058-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00058-1)
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Science*, 13(2), 4–22. <https://doi.org/10.2139/ssrn.439500>
- Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*, 19(1), 55–73. <https://doi.org/10.2139/ssrn.959670>
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156. <https://doi.org/10.1162/00335530360535162>
- Gomtsian, S. (2019). Shareholder Engagement by Large Institutional Investors. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3412886>
- IBGC. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*.
- IFC, I. F. C. (2018). *Governance and Performance in Emerging Markets*.
- Isaksson, M., & Çelik, S. (2014). Institutional investors and ownership engagement. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2013(2), 93–114. <https://doi.org/10.1787/fmt-2013-5jz734pwtrkc>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

- Kałdoński, M., Jewartowski, T., & Mizerka, J. (2020). Capital market pressure, real earnings management, and institutional ownership stability—Evidence from Poland. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101315. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.01.009>
- Katan, H., & Mat Nor, F. (2015). Institutional Ownership Heterogeneity and Firm Performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 7(12), 176. <https://doi.org/10.5539/ijef.v7n12p176>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Latif, K., Bhatti, A. A., & Raheman, A. (2017). Earnings Quality: A Missing Link between Corporate Governance and Firm Value. *Business & Economic Review*, 9(2), 255–279. <https://doi.org/10.22547/BER/9.2.11>
- Leal, R. P. C., Carvalho, A. L., & Iervolino, A. P. (2015). One Decade of Evolution of Corporate Governance Practices in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 13(1), 134–161. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2611372>
- Lewellen, J., & Lewellen, K. (2022). Institutional Investors and Corporate Governance: The Incentive to Be Engaged. *The Journal of Finance*, 77(1), 213–264. <https://doi.org/10.1111/jofi.13085>
- Lou, K.-R., Lu, Y.-K., & Shiu, C.-Y. (2020). Monitoring role of institutional investors and acquisition performance: Evidence from East Asian markets. *Pacific-Basin Finance Journal*, 59, 101244. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.101244>
- Maranho, F. S., Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2020). The firm–investor level characteristics of institutional investor engagement in Brazil. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(4), 267–281. <https://doi.org/10.1057/s41310-020-00095-w>
- Melo, L. C. S. (2017). *Governança Corporativa e Investidores Institucionais: O Impacto do Ativismo no Desempenho das Empresas de Capital Aberto no Brasil [Mestrado em Administração]*. Universidade do Sul de Santa Catarina.
- Nieiro, M. A. C., & Bortolon, P. M. (2020). Investidores institucionais: Evolução da participação nas empresas investidas. XIV congresso anpcont.
- OECD. (2013). *Trends and Factors Impacting on Latin American Equity Market Development*
- OECD. (2014). *Are institutional investors the answer for long-term development financing*. Paris: OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/dcr-2014-en>
- OECD. (2019). *Equity Market Development in Latin America: Enhancing Access to Corporate Finance*.
- Okimura, R. T., Silveira, A. di M. da, & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *RAC - Eletrônica*, 1(1), 119–135.
- Pathan, S., Haq, M., Faff, R., & Seymour, T. (2021). Institutional investor horizon and bank risk-taking. *Journal of Corporate Finance*, 66, 101794. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101794>
- Punsvuo, F. R., Kayo, E. K., & Barros, L. A. B. de C. (2007). O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(45), 63–72. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400006>
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance1. In *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, p. 493–572). Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-44-453594-8.00007-0>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A SURVEY OF CORPORATE GOVERNANCE. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>

- Silva, B. A. D. O., Caixe, D. F., & Krauter, E. (2019). RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESTRIÇÃO FINANCEIRA EM EMPRESAS BRASILEIRAS. *RGC - Revista de Governança Corporativa*, 6(1). <https://doi.org/10.21434/rgc.v6i1.81>
- Silveira, A. D. M. da, Barros, L. A. B. de C., & Famá, R. (2003). Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração de Empresas*, 43(3), 50–64. <https://doi.org/10.1590/S0034-75902003000300005>
- Silveira, A. di M. da. (2004). Governança corporativa e estrutura de propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil [Doutorado em Administração, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501>
- Sonza, I. B., & Granzotto, A. (2018). Are pension funds good monitors? *RAUSP Management Journal*, 53(2), 190–201. <https://doi.org/10.1016/j.rauspm.2017.06.003>
- Sternberg, L., Leal, R. P. C., & Bortolon, P. M. (2011). Affinities and agreements among major Brazilian shareholders. *International Journal of Disclosure and Governance*, 8(3), 213–228. <https://doi.org/10.1057/jdg.2011.6>
- Valadares, S. M., & Leal, R. P. C. (2000). Ownership and Control Structure of Brazilian Companies. *Abante, Escuela de Administracion. Pontificia Universidad Católica de Chile.*, 3(1), 29–56. <https://doi.org/10.2139/ssrn.213409>
- Vasconcelos, L. N. C., & Martins, O. S. (2020). Governance Through Stock Trading In Brazil: Evidence With Institutional Investors. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 21(6), eRAMD200046. <https://doi.org/10.1590/1678-6971/eramd200046>
- Wintoki, M., Linck, J., & Netter, J. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 581–606. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005>
- Zaman, R., Jain, T., Samara, G., & Jamali, D. (2022). Corporate Governance Meets Corporate Social Responsibility: Mapping the Interface. *Business & Society*, 61(3), 690–752. <https://doi.org/10.1177/0007650320973415>