

Insper

Faculdade de Economia

BRUNO CESAR CRUZ

**O IMPACTO DE ACIONISTAS ESTRANGEIROS NO DESEMPENHO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

SÃO PAULO

2017

BRUNO CESAR CRUZ

**O IMPACTO DE ACIONISTAS ESTRANGEIROS NO DESEMPENHO DE
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura - Insper

SÃO PAULO

2017

Cruz, Bruno Cesar.

O Impacto de Acionistas Estrangeiros em Empresas
Brasileiras de Capital Aberto / Bruno Cesar Cruz. – São Paulo:
Insper, 2017.

20 f.

Monografia: Faculdade de Economia. Insper Instituto de
Ensino e Pesquisa

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Takashi Okimura

1. Governança 2. Criação de Valor 3. Abertura de Capital.

BRUNO CESAR CRUZ

**O IMPACTO DE ACIONISTAS ESTRANGEIROS EM EMBRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para a obtenção do Grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Aprovação em Dezembro de 2017

Banca Examinadora

Rodrigo Takashi Okimura

Orientador

Leonardo Pagano

Examinador

Dedico este trabalho à minha família e a todos os meus colegas e professores que contribuíram para o meu desenvolvimento nestes anos de graduação.

Agradecimentos

Agradeço ao professor orientador Rodrigo Takashi Okimura por ter contribuído com a elaboração deste estudo, sempre de maneira paciente e atenciosa. Agradeço também ao Insper por ter contribuído com meu desenvolvimento acadêmico e por fornecer toda a infraestrutura necessária para produção deste trabalho.

Resumo

Cada vez mais, a abertura de alguns setores ao capital estrangeiro vem sendo discutida na mídia e na política. Em 2015 foi publicada a Lei nº 13.097/15 que permite que empresas estrangeiras participem, inclusive como controladoras, dos empreendimentos de assistência à saúde. O setor de companhias aéreas também vem sendo alvo de discussões para a abertura total ao capital estrangeiro, através da PL 2724/2015.

Neste sentido, este trabalho tem como objetivo analisar o impacto de acionistas estrangeiros com participação em empresas de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA durante os anos de 2001 a 2016. Foram considerados apenas acionistas com participação do capital social total superior a 5%. Como forma de medir o impacto, foram utilizadas as seguintes variáveis de desempenho, risco e retorno: Q de Tobin, Beta, ROE e ROA. As análises foram feitas a partir de regressões com dados em painel.

Os resultados trouxeram evidências estatísticas positivas quanto ao impacto de acionistas estrangeiros nas variáveis de desempenho Q de Tobin.

Palavras-chave: Governança. Abertura de Capital. Impacto. Desempenho. Brasil. Composição acionária.

Abstract

Increasingly, the opening of some sectors to foreign capital has been discussed in the media and politics. In 2015, Law 13.097 / 15 was published, which allows foreign companies to participate, even as controlling companies, in health care enterprises. The airline sector has also been the target of discussions for full opening to foreign capital, through PL 2724/2015.

In this sense, the objective of this paper is to analyze the impact of foreign shareholders with participation in public companies listed on BM & FBOVESPA during the years 2001 to 2016. Only shareholders with a total share capital share of more than 5% were considered. As a way of measuring impact, the following performance, risk and return variables were used: Tobin's Q, Beta, ROE and ROA. The analyzes were done from regressions with panel data.

The results provided positive statistical evidence regarding the impact of foreign shareholders on Tobin Q's performance variables.

Keywords: Governance. Capital opening. Impact. Performance. Brazil. Shareholder composition.

Lista de Tabelas

Tabela 1 – Análise descritiva da composição acionária de empresas de capital aberto, entre 2001 e 2016.....	16
Tabela 2 – Análise descritiva das variáveis dependentes, entre 2001 e 2016.....	17
Tabela 3 – Matriz de Correlação das variáveis.....	17
Tabela 4 – Resultado das Regressões.....	18

Sumário

1.	Introdução.....	11
2.	Revisão da Literatura.....	12
3.	Metodologia.....	13
3.1	Amostra de Dados.....	13
3.2	Variáveis.....	14
4	Modelo.....	15
5	Resultados.....	15
6	Conclusão.....	18

1. Introdução

Em janeiro de 2015 foi publicado a lei Federal 13.097/15 que autoriza investimentos, inclusive controle, de empresas estrangeiras no segmento de prestadoras de serviço de saúde, isto é, hospitais, laboratórios, clínicas e demais empresas de serviço de saúde. Houve muitas críticas em relação a abertura ao capital estrangeiro. Argumentos contrários declaravam inconstitucional, pois consideravam como dever do Estado ser provedor de serviços de saúde à população, além de garantir sua fiscalização. Por outro lado, a baixa infraestrutura da saúde no Brasil somado a necessidade de capital são pontos que contribuem para a abertura do mercado ao capital estrangeiro. Apesar da oposição, a lei entrou em vigor e o segmento de prestadores de serviços passou a receber investimentos estrangeiros.

Outro setor que vem sendo discutido a abertura ao capital estrangeiro é o setor de companhias aéreas. O objetivo é aumentar a competição entre as companhias de aviação para diminuir o custo das passagens e incentivar o turismo no Brasil. Em junho de 2016 foi lançada uma Medida Provisória que permitia a participação estrangeira de até 100% em empresas aéreas brasileiras. No entanto, tal medida foi revogada e desde então a questão segue em aberto.

Ambos os cenários refletem mudanças no contexto em que as empresas estão inseridas. Tais mudanças afetam as possibilidades de estrutura de capital que podem ser adotadas, bem como suas estratégias competitivas. A questão que se levanta é como a entrada de um acionista estrangeiro pode afetar o desempenho de uma empresa e, se essa mudança pode ter impacto em variáveis de mercado.

Nos últimos anos, com a desvalorização do real, consequência dos períodos de crise política e econômica, várias oportunidades surgiram e concretizaram-se em aquisições estrangeiras de empresas brasileiras dos setores de Consumo, Educação, Infraestrutura, Varejo, entre outros. Além do efeito da maior capitalização da companhia, consequência do porte de capital, é importante que a empresa leve em consideração a influência, se existente, que um acionista estrangeiro pode gerar para a empresa.

O mercado de fusões e aquisições mundial segue crescendo a passos largos e os países emergentes estão entre os principais alvos, especialmente por possuírem mercado

consumidor em ascensão, muitas vezes pouco explorado, e com setores fragmentados e em processo de consolidação. Em 2014, o valor transacionado foi de U\$ 432 bilhões, crescendo para U\$ 721 bilhões em 2015 (UNCTAD).

A simples mudança de um controlador por outro pode não influenciar no desempenho da empresa. No entanto, o processo de avaliação de uma empresa e consequente investimento leva em consideração um potencial de crescimento futuro. Tal potencial pode ser alcançado através de crescimento orgânico, inorgânico, corte de custos, eficiência operacional, entre outras estratégias que dependem do contexto no qual a empresa está inserida e na estratégia adotado pela administração. Um acionista estrangeiro, pode, por exemplo, utilizar da sua experiência para seguir estratégias praticadas em outros mercados para gerar valor na companhia, podendo portanto se diferenciar de um acionista brasileiro.

A expertise de um acionista estrangeira que decide aplicar seu capital no Brasil pode se diferenciar da brasileira em diversos quesitos, como por exemplo, já ter passado por um processo de consolidação de mercado, possuir *know-how* de uma tecnologia superior, ou possuir rede de fornecedores internacionais estruturada. Tais pontos podem ser essenciais para garantir uma boa rentabilidade do investimento (Borensztein et al., 1998).

Por outro lado, ingressar em um país diferente, ainda que no mesmo segmento de mercado, pode ser uma tarefa árdua para um investidor estrangeiro, pois há diversos fatores culturais, econômicos e comportamentais que exigem uma boa compreensão do público alvo. O período de adaptação a um novo mercado pode ser custoso, resultando em prejuízos e perda de rentabilidade para o investidor.

A partir do tema apresentado, esse trabalho terá como objetivo avaliar o impacto de acionistas estrangeiros com participação maior que 5% do capital social de empresas brasileiras abertas, entre 2001 e 2016.

2. Revisão da Literatura

Investimento estrangeiro é um tema de estudo recorrente na literatura nacional e estrangeira. No entanto, o escopo de tais estudos tende a analisar as relações

macroeconômicas, resultando em uma menor proporção de estudos destinados a analisar o impacto na rentabilidade das empresas. A literatura geral mostra que há significativa correlação na forma como é estruturada a composição acionária, como são feitos os investimentos e o desempenho das empresas investidas.

Cooper (1999) elabora um estudo que mostra que a abertura a investimentos estrangeiros tende a ser benéfica para economia de um país como um todo, quando na presença de certas condições. Fazem parte dessas condições características econômicas e legais, como por exemplo, baixas barreiras ao comércio internacional; um mercado financeiro desenvolvido, diversificado e regulado; e um regime fiscal que não seja diferente das normas mundiais. Ainda nessa linha, Borensztein et al. (1998) mostra que investimentos estrangeiros trazem mais benefícios a economia do que investimentos domésticos, pois permitem transferências de tecnologias.

Claessens e Djankov (1997) realizaram um estudo após o período de privatização em massa, na década de 1990, ocorrido na República Tcheca. Seus resultados mostram que quanto maior a concentração acionária, melhor era a avaliação de mercado e lucratividade da empresa, pois a maior concentração tende a elevar o nível de intervenção do acionista na operação da empresa. Além disso, foi encontrada evidências positivas quanto a presença de fundos de investimentos e investidores estratégicos, como principais acionistas, na rentabilidade da companhia.

La-Porta et al (1999) mostraram em seu estudo que a presença de maior ou menor concentração acionária em empresas listadas em bolsa depende da legislação de proteção ao investidor. Países que possuem um maior nível de proteção aos investidores tende a possuir empresas com composição acionária mais diluída. Por outro lado, uma menor proteção resulta em acionistas mais concentrados.

Coval e Moskowitz (1999) argumentam que um investidor tende a preferir investir na economia local a investir na estrangeira por diversas razões, como barreiras à investimentos estrangeiros, restrições comerciais, taxas estrangeiras e custos de transação.

3. Metodologia

3.1 Amostra e Dados

De forma a responder à questão levantada neste trabalho, foram coletados os dados da composição acionária de 48 empresas pertencentes ao IBrX 100, índice divulgado pela BM&FBovespa com as 100 empresas de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro, durante os anos de 2001 a 2017. Esses dados são atualizados pelas empresas e podem ser encontrados no site da BM&FBovespa ou em plataformas financeiras. As informações utilizadas neste trabalho têm como fonte os dados disponíveis na Bloomberg e na Economatica. Para cada empresa é fornecida uma lista com os acionistas que detêm capital social superior a 5%, sua nacionalidade e participação.

Além dos dados de composição acionária, também foram coletados da Bloomberg e Economatica as variáveis de desempenho, risco, retorno e controle. Tais variáveis são calculadas a partir das informações disponibilizadas pelas empresas e enviadas à Comissão de Valores Mobiliários, órgão responsável pela regulação e fiscalização do mercado de ações.

3.2 Variáveis

Como forma de medir e comparar o desempenho de mercado das empresas selecionadas, foi escolhido o índice Q de Tobin. Essa variável é calculada dividindo o valor da empresa, valor de mercado mais dívidas, pelo custo de reposição dos ativos, quanto seria necessária para comprar todos os ativos da empresa. O valor resultante, quando maior que 1, pode ser interpretado positivamente, pois sinaliza que a empresa está conseguindo extrair valor de seus ativos através de investimentos bem-sucedidos. Por outro lado, quando o resultante é inferior a 1, pode-se interpretar que a empresa está destruindo valor, ou seja, os investimentos realizados não superaram os custos de oportunidade. Tais resultados estão também estritamente relacionados à capacidade de gestão da empresa, daí a influência de um bom quadro acionário e conselho de administração nas decisões de investimento da empresa.

Como variável de mensuração do risco, será utilizado o Beta. O Beta é um indicador que mede a sensibilidade dos retornos de uma empresa em relação ao retorno de uma carteira de mercado. Ele é calculado pela razão entre a covariância de uma empresa com a carteira de mercado sobre a variância da carteira de mercado. Pode-se

interpretar, quando Beta superior a 1, que a empresa possui uma volatilidade mais que proporcional ao mercado. Para valor igual a 1, o risco da empresa seria equivalente ao do mercado. Para valores inferiores a 1, a empresa tende a apresentar retornos menos voláteis que o mercado. O objetivo dessa variável é analisar se um acionista estrangeiro, tudo mais constante, tem efeito sobre o risco da companhia.

Para analisar o impacto sobre o retorno, serão utilizados os índices Return on Equity (ROE) e Return on Assets (ROA). Os dois índices são utilizados para mensurar quão eficiente o time de administração é em gerenciar o capital investido pelos acionistas. O cálculo do ROA é feito dividindo o lucro líquido pela ativo total, ou seja, a proporção do lucro que foi gerado a partir dos ativos da empresa. O ROE é calculado dividindo o lucro líquido pelo patrimônio líquido e, de maneira geral, representa a eficiência em gerar lucro a partir do capital dos sócios. Ambas as variáveis possuem o propósito de verificar se um acionista estrangeiro tende a influenciar a eficiência dos retornos produzidos pela companhia.

Como variáveis explicativas, serão utilizadas uma *dummy*, variável binária que assume valor 0 ou 1, para classificar a presença de acionistas estrangeiros na composição acionária das empresas, e variáveis de controle referentes a liquidez, tamanho de mercado, e setor de atuação. A variável *dummy* terá valor 1 para a empresas que possuem acionista estrangeiro com capital social superior a 5% e terá valor 0 para empresas que não possuem acionistas estrangeiros com capital social superior a 5%. As variáveis de controle são utilizadas como forma de amenizar o efeito de demais características que podem afetar a variável explicada, mas não são de interesse central para a questão levantada. As variáveis de controle usadas são: Setor de atuação (indústria, serviços, comércio, energia e financeiro), liquidez e valor de mercado.

4. Modelo

Para analisar se a presença de acionistas estrangeiros na composição acionária das empresas listadas tem impacto no seu desempenho, risco e retorno, serão utilizados os seguintes modelos econométrico:

$$Qtobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 * dummy_acionista_{it} + \beta_2 * Mkt_cap_{it} + \beta_3 * Liquidez_{it} + \beta_4 * dummy_setor_{it} + erro$$

$$Beta_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * dummy_acionista_{it} + \alpha_2 * Mkt_cap_{it} + \alpha_3 * Liquidez_{it} + \alpha_4 * dummy_setor_{it} + erro$$

$$ROE_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 * dummy_acionista_{it} + \gamma_2 * Mkt_cap_{it} + \gamma_3 * Liquidez_{it} + \gamma_4 * dummy_setor_{it} + erro$$

$$ROA_{it} = \delta_0 + \delta_1 * dummy_acionista_{it} + \delta_2 * Mkt_cap_{it} + \delta_3 * Liquidez_{it} + \delta_4 * dummy_setor_{it} + erro$$

Em que β_0 , α_0 , γ_0 e δ_0 são os interceptos, i e t representam as empresas e os anos, respectivamente.

Desse forma, as regressões foram estimadas através dos métodos de Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Ambos os métodos partem das premissas de homocedasticidade e ausência de correlação entre os termos do erro. Para a validação do método que resultaria em melhores estimadores, foi realizado o teste de Hausman, que avalia como se comportam a correlação dos efeitos individuais dos parâmetros.

5. Resultados

A Tabela 1 apresenta a análise descritiva das empresas pertencentes a amostra de dados coletada. Do total de 48 empresas, 23 apresentaram acionista estrangeiro com participação superior a 5% do capital social, sendo a maior participação estrangeira, dentre toda a amostra, correspondente a 70,07% da companhia. O grupo de empresas sem presença de acionista estrangeiro com participação relevante foi composto por 25 empresa, equivalente a 52% do total.

Tabela 1 – Análise descritiva da composição acionária de empresas de capital aberto, entre 2001 e 2016.

	Empresas com presença de acionistas estrangeiros	Empresas sem presença de acionistas estrangeiros	Total de Empresas
Número de empresas	23	25	48
% do total	48%	52%	100%

Fonte: Elaboração Própria

A tabela 2 apresenta a análise descritiva das variáveis dependentes, que indicam desempenho, risco e retorno. O Beta médio das companhias pertencente a amostra de dados foi de 0,63, o que indica que o retorno da ação tem correlação positiva com o comportamento de mercado (Ibovespa). O Q de Tobin apresentou média de 2,80 e mediana de 2,93. As variáveis de retorno, ROA e ROE, apresentaram média de 12,7% e 23,41%, respectivamente.

Tabela 2 – Análise descritiva das variáveis dependentes, entre 2001 e 2016.

	BETA	Q_DE_TOBIN	ROA	ROE
Média	0,63	2,80	12,70%	23,41%
Mediana	0,52	2,93	13,00%	21,00%
Máximo	0,95	17,2	41,30%	60,40%
Mínimo	-0,21	1,31	-20,70%	-26,60%

Fonte: Elaboração Própria

A Tabela 3 mostra a matriz de correlação entre as variáveis do modelo. Pode-se observar que a *dummy* de nacionalidade apresenta correlação positiva com o índice Q de Tobin, ROA e ROE. A correlação se mostra negativa quando analisada com a liquidez e o Beta.

Tabela 3 – Matriz de Correlação das variáveis

	NACIONAL IDADE	LIQUIDEZ	Q DE TOBIN	ROA	ROE	VALOR DE MERCADO	BETA
NACIONAL IDADE	1,00	-0,06	0,05	0,08	0,04	0,02	-0,04
LIQUIDEZ		1,00	0,18	-0,04	0,09	0,17	0,05
Q DE TOBIN			1,00	0,16	0,14	0,91	-0,06
ROA				1,00	0,09	0,11	0,04
ROE					1,00	-0,09	-0,07
VALOR DE MERCADO						1,00	-0,09
BETA							1,00

Fonte: Elaboração Própria

Adotando nível de significância de 5%, o teste de Hausmann trouxe indícios para rejeitar sua hipótese nula, ou seja, o método de efeitos aleatórios não seria aquele que resultaria em melhores parâmetros para explicar o comportamento das variáveis dependentes.

A Tabela 4 mostra o resultado das regressões para as variáveis dependentes Q de Tobin, Beta, ROE e ROA. Foi inserido no modelo, uma variável *dummy* para controle dos setores: indústria, comércio, financeiro, energia e serviços.

Os resultados apresentados na Tabela 4 mostram que a presença de acionista estrangeiro na composição acionária (*d_nac*) tem influência positiva no Q de Tobin, Beta, ROR e ROA, apesar de nos últimos três, apresentar p-valor superior a 5%, mas inferior a 10% nas variáveis de retorno. Esse resultado, corrobora com os estudos de Claessens e Djankov (1997).

Tabela 4 – Resultado das Regressões

Variável	Q de Tobin		Beta		ROE		ROA	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
const	0,62	0,00	0,12	0,02	0,07	0,01	0,09	0,01
<i>d_nac</i>	0,08	0,03	0,03	0,23	0,02	0,07	0,01	0,09
<i>mkt_cap</i>	0,31	0,02	-0,01	0,31	0,13	0,09	0,15	0,04
<i>liq</i>	-0,02	0,13	0,17	0,47	0,08	0,09	0,24	0,23
<i>d_set</i>	0,04	0,04	0,19	0,03	0,04	0,26	-0,04	0,41

Fonte: Elaboração Própria

Para o modelo com Beta como variável dependente, a presença de acionista estrangeiro não teve influência significativamente relevante. Nesse caso, somente a *dummy* de setor apresentou p-valor inferior a 5%. Nos modelos com ROE e ROA como variáveis dependentes, com um nível de significância de 10%, pode-se afirmar que a presença de acionistas estrangeiros contribui positivamente para explicar o comportamento dos retornos.

6. Conclusão

Nas últimas décadas, o Brasil passou por um processo de abertura econômica com diminuição das restrições aos investimentos estrangeiros na medida em que sua economia se desenvolvia e se tornava mais atrativa. Apesar da grande oposição, alguns setores

continuam seguindo essa tendência de abertura. Em 2015 foi publicada a Lei nº 13.097/15 que permite que empresas estrangeiras participem, inclusive como controladoras, dos empreendimentos de assistência à saúde. O setor de companhias aéreas também vem sendo alvo de discussões para a abertura total ao capital estrangeiro, através da PL 2724/2015.

Apesar de já existir uma vasta literatura que fala dos benefícios da abertura comercial, analisado sob a ótica macroeconômica, este trabalho teve como objetivo analisar a abertura ao capital estrangeiro sob a ótica da governança corporativa, especificamente das empresas brasileiras. Através de uma amostra de 48 empresas entre 2001 e 2016, este trabalho concluiu que a presença de acionistas estrangeiros contribui positivamente para o desempenho medido pelo Q de Tobin. O impacto sobre risco, medido pelo Beta, e retorno, medido pelo ROE e ROA, não se mostraram relevantes a nível de significância de 5%.

Algumas limitações podem ter influenciado negativamente os resultados encontrados. O mercado brasileiro é muito pequeno e não possui muitas empresas que possam ser avaliadas. A abertura ao capital estrangeiro é ainda um assunto que está sendo discutido. Os resultados dos setores que tiveram entrada de acionistas estrangeiros são recentes. Os modelos estatísticos propostos poderiam ser refinados ao utilizarem mais variáveis para explicar o comportamento de desempenho, risco e retorno, fazendo com que os resultados fossem mais expressivos, com nível de significância de 5%.

Referência

BORENSZTEIN, E; et.at. **How does foreign direct investment affect economic growth?** Journal of International Economics, 1988, v45, 115 –135.

COOPER, R. **Should capital controls be banished?** Brookings Papers on Economic Activity, 1999,

CLAESSENS, D. **Ownership and Corporate Governance:** Evidence from the Czech Republic, 1997.

LA PORTA. **Law and finance.** Journal of Political Economy, 1998.

MOSKOWITS, C. **The Geography of Investment:** Informed Trading and Asset Prices.
Journal of Political Economy, 2010.