

MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE ESTRANGEIROS: uma análise das companhias abertas brasileiras

JANYPHER MARCELA INÁCIO SOARES
UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

ROSILENE MARCON
UNIVERSIDADE DO VALE DO ITAJAÍ (UNIVALI)

MECANISMOS INTERNOS DE GOVERNANÇA E A PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DE ESTRANGEIROS: uma análise das companhias abertas brasileiras

1. Introdução

As pesquisas acerca de governança corporativa, quer sejam nacionais ou internacionais, são vastas e realizadas há mais de cinquenta anos (Carvalho-da-Silva, 2002). O foco dos estudos tem sido os mecanismos internos, mais especificamente conselho de administração e estrutura de propriedade (Ribeiro & Santos, 2015); as relações destes com o desempenho da empresa (Aguilera; Desender, Bednar, & Lee, 2015; Gomes, 2016); e estudos a respeito da concentração ou dispersão acionária, que buscam contribuir para a propensão ou aversão ao risco (Dhillon & Rossetto, 2015).

Shleifer e Vishney (1997) afirmam que a estrutura de controle e propriedade, juntamente com a proteção legal, são os determinantes da governança corporativa, uma vez que a concentração da propriedade por parte de grandes acionistas tende a incentivá-los a tomar uma postura mais ativa. Além disto, segundo a identidade e a origem do capital dos proprietários (estrangeiro, familiar, estatal, institucional), ele terá estratégias e prioridades diferentes para a empresa. Se a identidade do proprietário do capital influencia em sua postura na empresa, os aspectos que influenciam a decisão de investimento deste devem ser verificados (Cunha, 2012).

1.1 Problema de Pesquisa e Objetivo

Estudos da Comissão Econômica para América Latina e Caribe (CEPAL), afirmam que os fluxos mundiais de IED (investimentos estrangeiros diretos) em 2016, foram de 1,7 trilhões de dólares, queda de 2% em relação a 2015. As economias em desenvolvimento receberam 37% dos fluxos (queda de 14%), porém, apesar desta redução, o Brasil continua sendo o principal receptor de recursos, acumulando 47% do total para a região (CEPAL, 2017). Este cenário demonstra que, existem aspectos por trás das decisões de investimento dos estrangeiros, indo além da análise do funcionamento da firma. Silveira, Barros e Famá (2004) abordam que, apesar das empresas serem de um mesmo país, é provável que, as especificidades operacionais e os diferentes interesses destas por governança corporativa atraiam mais ou menos o investidor estrangeiro.

Diante deste contexto, este artigo busca analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa conselho de administração e identidade do acionista na participação de estrangeiros nas empresas brasileiras de capital aberto.

2. Fundamentação Teórica

2.1 Teoria da agência

As empresas de capital aberto recebem recursos de agentes econômicos dos mais diversos tipos e nacionalidades. Esta relação, baseia-se em contratos que regem todos os tipos de empresas. A relação de agência consiste em um contrato sob o qual uma ou mais empresas, denominada principal, contratam a outra pessoa, chamada de agente, para executar em seu nome um serviço que implique a incumbência de algum poder de decisão. Se ambas as partes pensarem em maximizar a utilidade, é plausível acreditar que existe uma boa chance de o agente não agir sempre pelos melhores interesses do principal (Jensen & Meckling, 1976).

Contudo, isto tende a ser minimizado em situações em que o administrador é o proprietário, pois neste caso, ao buscar maximizar a riqueza da empresa, maximiza a sua própria também. Cumprindo assim, a principal meta do administrador, que é maximizar a riqueza do

acionista, neste caso, a sua própria (Kayo & Famá, 1997). A teoria da agência trata predominantemente dos custos de agência. Estes fatores são agravados pelo fato de que existe assimetria de informação entre agente e principal (Eisenhardt, 1989), e que, qualquer situação que envolva o esforço cooperativo por parte de duas ou mais pessoas, mesmo se não houver uma relação de principal-agente ou principal-principal claramente definida, implica em custos de agência (Jensen & Meckling, 2008). A governança corporativa teve origem justamente nas buscas de soluções para o problema de agência decorrente da separação entre propriedade e controle.

2.2 Governança corporativa

É o conjunto de restrições aplicadas sobre os gestores, por eles mesmos ou pelos investidores, buscando reduzir a alocação inadequada de recursos *ex post*, e induzir os investidores a fornecerem mais recursos *ex ante* (Okimura, 2003). Pode ser vista como a maneira pela qual os investidores garantem retorno sobre seu investimento.

Nas economias desenvolvidas, a propriedade e a gestão são frequentemente separadas e os mecanismos legais protegem os interesses dos proprietários. Neste contexto, os conflitos mais analisados são os conflitos principal-agente (PA) entre proprietários e gerentes, respectivamente principal e agente. Outro fator que também impacta no conflito é a identidade do principal, acionista majoritário, esta pode ser relacionada com a concentração da propriedade (Campos, 2006). Ao se tratar de mais de um acionista a questão central deixa de ser conflito principal-agente, e passa a ser o conflito principal-principal (PP), pois neste caso, os minoritários veem seus direitos, riqueza e retorno prejudicado pelos majoritários.

Para que a governança corporativa efetivamente funcione, existem os chamados mecanismos de governança, estes podem ser externos ou internos (Jensen, 1993; Denis & McConnell, 2003; Okimura, 2003, Silveira, 2004; Aguilera et. al., 2015). Os mecanismos de governança corporativa são formas de controlar os conflitos de agência, buscando melhorar as assimetrias que são intrínsecas ao funcionamento da empresa (Andrade & Rossetti, 2009). O objetivo destes é reduzir o impacto dos problemas de agência, alinhando os interesses dos acionistas aos da administração (Fama, 1980).

A figura 01 apresenta uma apresentação geral relacionando os autores já citados e as suas classificações referentes aos mecanismos de governança seguindo uma ordem cronológica:

Autor	Classificação	Detalhamento do Mecanismo
Jensen (1993)	Forças de controle	Mercado de capitais, fusões e aquisições; Sistema legal, político e regulatório; Mercado competitivo; Sistema de controle interno.
Denis e McConnell (2003)	Primeira Geração	Conselho de administração; Remuneração do Conselho; Estrutura de propriedade; Relação da empresa com o mercado;
	Segunda Geração	Sistema legal; Controle x Propriedade.
Okimura (2003)	Mecanismos Internos	O conselho de administração
		Políticas de remuneração
		Estrutura de propriedade

		Estrutura de financiamento
	Mecanismos Externos	Ambiente legal, político e regulatório
		O mercado de capitais e as fusões e aquisições.
		O mercado competitivo do setor de atuação
Silveira (2004)	Mecanismo Interno	Estrutura de propriedade; Conselho de administração;
	Mecanismo Externo	Mercado de aquisição hostil; Mercado de trabalho competitivo; Relatórios contábeis periódicos.
Aguilera et.al. (2015)	Mecanismo Interno	Conselho de administração; Propriedade; Incentivos administrativos;
	Mecanismo Externo	Sistema legal; Mercado para o Controle Corporativo; Auditoria externa; Ativismo dos <i>stakeholders</i> ; Classificação das organizações (<i>rating</i>); Meios de comunicação.

Figura 1 - Síntese da Classificação dos Mecanismos de Governança por Autor

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Como pode ser visto, os autores trabalham com conceitos similares, porém com nomenclaturas diferenciadas. Os autores Jensen (1993); Denis e McConnell (2003) e Aguilera et. al. (2015) foram escolhidos por destacam-se internacionalmente na pesquisa de Governança Corporativa. Já Okimura (2003) e Silveira (2004) destacam-se a nível nacional neste tema de pesquisa (Ribeiro & Santos, 2015). Neste artigo será aprofundado apenas os mecanismos internos, foco deste estudo. No que diz respeito às formas internas da empresa reduzir o conflito de agência, tem-se os chamados mecanismos internos. Devido à importância internacional neste artigo serão aprofundados os mecanismos trabalhados por Aguilera et. al. (2015), focando nos dois primeiros Conselho de Administração e Propriedade.

O primeiro mecanismo apresentado é o conselho de administração. Este pode ser visto como o mecanismo mais direto de controle dos administradores por parte dos acionistas, sendo aceito inclusive do ponto de vista jurídico (Denis & McConnell, 2003). O conselho deve ser composto por pessoas de perfis diversificados, isento de conflitos de interesses, é recomendada uma quantidade ímpar, entre cinco e onze conselheiros. Quanto as classes dos conselheiros, existem três, os internos (funcionários), externos (não possui vínculo atual, porém não é independente) e independentes (IBGC, 2015).

As características dos conselhos apontadas como as que mais contribuem para uma maior qualidade nos aspectos de governança são: o tamanho e a independência (Silveira; Barros & Famá, 2003; IBGC, 2015). Outro ponto importante a respeito da qualidade do Conselho de Administração diz respeito a dualidade, ou seja, a presidência da empresa (CEO – *Chief Executive Officer*) e do conselho (*Chairman*) ser exercida por uma mesma pessoa. Recomenda-se que não haja concentração ou acúmulo destas duas funções por uma mesma pessoa, tendo em vista que é dever do conselho supervisionar a diretoria (Silveira et al., 2003; IBGC, 2015).

A estrutura de propriedade, por sua vez, é um mecanismo interno de governança corporativa, que trata da propriedade, ou seja, a identidade deste proprietário, e também da

concentração da propriedade (Aguilera et. al., 2015). Dentre os trabalhos que destacam se nesta área, estudando o Brasil, pode-se salientar, Siqueira (1998), Silveira (2004), Carvalhal-da-Silva (2004), Campos (2006) e Okimura, Silveira e Rocha (2007). Estes, focaram basicamente na dispersão e concentração acionária. Das classificações verificadas na teoria, o autor que aborda o estrangeiro como uma classificação específica é Carvalhal-da-Silva (2004), porém, ao optar por esta classificação perde-se detalhamento nas identidades. Sendo assim, para esta pesquisa optou-se por elaborar uma nova classificação selecionando identidades de diversos autores, a fim de obter um maior detalhamento dos resultados. A figura 2 detalha esta escolha.

Classificação	Descrição do Acionista	Autor
Família	Quando família ou único investidor detém o controle, ou quando holding ou fundações, representando os fundadores ou herdeiros.	La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1999) Thomsen e Perdersen (2000) Carvalhal-da-Silva (2004) Okimura et al. (2007) Silveira, Barros e Famá (2008)
Propriedade Privada Nacional	Grupo de investidores de origem nacional, não sendo os fundadores.	La Porta et. al. (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Okimura et al. (2007)** Silveira et al. (2008)
Investidor Institucional	Bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e fundos de investimento – sem a participação do governo.	La Porta et. al. (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Carvalhal-da-Silva (2004) Okimura et al. (2007) Silveira et al. (2008)
Investidor Estrangeiro	Tanto indivíduos quanto instituições.	Carvalhal-da-Silva (2004) Silveira et al. (2008)
Governo A	Controladas pelo Estado – União, Estados e Municípios.	La Porta et. al. (1999)* Thomsen e Perdersen (2000)* Carvalhal-da-Silva (2004)* Okimura et al. (2007)* Silveira et al. (2008) Brey, Camilo, Marcon e Bandeira-de-Mello (2014) Arreola (2014)
Governo B	Bancos de Desenvolvimento.	Brey et. al.. (2014) Arreola (2014)
Governo C	Fundos de pensão de empresas estatais.	Silveira et al. (2008) Brey et. al.. (2014) Arreola (2014)

Figura 2 - Classificação quanto a Identidade do Acionista utilizada nesta pesquisa

Fonte: elaborado pela autora (2017).

* Não faz detalhamento da esfera governamental.

** Nomenclatura diferente, porém mesma descrição.

Como foi verificado na introdução, o Brasil vem atraindo investimento, assim sendo, é necessário compreender o que é investimento estrangeiro direto e como este é caracterizado, para então haver uma melhor compreensão da classificação de identidade “investidor estrangeiro”, que compõe o mecanismo interno estrutura de propriedade.

Foreign Direct Investment – FDI ou Investimento Estrangeiro Direto – IED, pode ser compreendido como um investimento originado de um investidor residente em país diferente do receptor. Sandroni (1999, p. 309), define como sendo a “aquisição de empresas, equipamentos, instalações, estoques ou interesses financeiros de um país por empresas, governos ou indivíduos de outros países”. O investimento pode ser direto, indireto, privado ou estatal. Neste artigo, será considerado apenas o investimento direto, pois este é visto quando há aplicação de recursos na criação de novas empresas ou na participação acionária em empresas já existentes. Para o país ou empresa receptora o investimento pode ser um meio de estimular o crescimento econômico quando a poupança interna ou as condições de caixa da empresa forem insuficientes.

Este trabalho se propõe a analisar o efeito dos mecanismos internos de governança corporativa, mais especificamente, na identidade dos acionistas e no conselho de administração, na decisão dos investidores estrangeiros em alocarem ou não o seu capital nas empresas de capital aberto brasileiras. Apesar desta temática ainda ser pouco estudada, Cunha (2012) ao analisar a América Latina, concluiu que a decisão de alocação do investidor estrangeiro é influenciada por características de governança ligadas a estrutura de propriedade das empresas.

3. Metodologia

O estudo possui tipologia descritiva, fez-se uso de informações de níveis ou fontes secundárias, é um estudo longitudinal que compreende o intervalo de 2007 a 2016 (Hair, Babin, Money, Samouel, 2005; Cooper & Schindler, 2016). A partir do ano de 2007 houve um aumento de participação do capital estrangeiro na antiga BM&FBovespa, atual B3 (Lana, 2013).

As empresas pesquisadas encontram-se listadas na B3. Foram utilizadas como fontes para obtenção de dados as seguintes fontes secundárias: Comissão de Valores Mobiliários (CVM), base de dados Economática®, B3, EMIS, Econoinfo, Bloomberg, Magnetis, Empresas do Brasil e sites das próprias empresas. A coleta inicial realizada apontou um total de 821 empresas, todas as listadas e disponibilizadas pela CVM, inclusive as instituições financeiras. Destas, foram excluídas as canceladas (206), as suspensas (28) e as que não foram encontradas informações ao longo do processo (5). Sendo assim, totalizou-se então 581 empresas. No que tange a estrutura de propriedade, foram classificados 24.247 acionistas.

3.1 Definição das variáveis

Como variável dependente, foi definida a participação do investidor estrangeiro por meio de seu total em ações ordinárias de cada empresa (Cunha, 2012). Existem diversos trabalhos que analisam a identidade do acionista, buscando compreender a estrutura de propriedade (La Porta et. al., 1999; Thomsen & Perdersen, 2000; Carvalhal-da-Silva, 2004; Okimura et al., 2007; Silveira et al., 2008), porém o foco, geralmente é relacionar com o desempenho da firma, ou seja, a estrutura é tratada como variável independente, que poderá impactar ou não no desempenho. Neste trabalho, porém, a intenção é preencher esta lacuna nas pesquisas, trabalhando com a estrutura como uma variável dependente. Buscando verificar se há um efeito nos mecanismos na variável dependente.

Optou-se pela utilização de planilha obtida junto à CVM, pois a quantidade de acionistas disponíveis é bem superior à disponibilizada pela B3 e pelo Software Económica. Estes últimos geralmente analisam apenas os acionistas maiores, já a planilha fornecida pela CVM trouxe todos os que estavam cadastrados pelas empresas.

Após a obtenção dos dados, foi realizada a classificação das identidades dos acionistas, a fim de analisar separadamente o investidor estrangeiro. Esta, seguiu então as possíveis identidades: Família, Propriedade Privada Nacional, Investidor Institucional, Investidor Estrangeiro, Governo A, Governo B, Governo C, delimitando assim as variáveis independentes. É importante ressaltar que foram verificados acionistas que não se enquadravam nestas classificações, de forma que, incluiu-se mais duas classificações: Tesouraria e Outros, estas mantiveram a nomenclatura do acionista conforme base CVM.

A primeira trata das ações adquiridas pela própria empresa e mantidas em tesouraria. Já a segunda não pode ser trabalhada de forma detalhada, pois, apesar de inúmeras tentativas de contato com a CVM. Em todos os casos a mensuração realizada foi a soma do percentual de todos os acionistas que se enquadravam nesta classificação - por empresa, por ano. A figura 3 apresenta esta classificação.

Descrição do Acionista		Modelo	Autores
Família	Quando família ou único investidor detém o controle, ou quando holding ou fundações, representando dos fundadores ou herdeiros – ordinários e preferenciais.	ON1	La Porta et. al. (1999) Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004)
		PN1	Okimura et al. (2007) Silveira et al. (2008)
Propriedade Privada Nacional	Grupo de investidores de origem nacional que a empresa, não sendo os fundadores – ordinários e preferenciais.	ON2	La Porta et. al. (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Okimura et al. (2007)**
		PN2	Silveira et al. (2008)
Investidor Institucional	Bancos, companhias de seguro, fundos de pensão e fundos de investimento – sem a participação do governo – ordinários e preferenciais.	ON3	La Porta et. al. (1999)** Thomsen e Perdersen (2000) Carvalho-da-Silva (2004)
		PN3	Okimura et al. (2007) Silveira et al. (2008)
Governo A	Controladas pelo Estado – União, Estados e Municípios – ordinários e preferenciais.	ON5	La Porta et. al. (1999)* Thomsen e Perdersen (2000)* Carvalho-da-Silva (2004)* Okimura et al. (2007)*
		PN5	Silveira et al. (2008) Brey et. al. (2014); Arreola (2014)
Governo B	Bancos de Desenvolvimento – ordinários e preferenciais. Exemplos: BRDE, BNDES, dentre outros.	ON6	Brey et. al. (2014)
		PN6	Arreola (2014)

Governo C	Fundos de pensão de empresas estatais – ordinários e preferenciais. Exemplos: Previ, FUNCEF, Petros, Postalis, Fapes, Prece, Real Grandeza, dentre outros.	ON7	Brey et. al. (2014) Arreola (2014)
		PN7	
Tesouraria	Ações em poder da Tesouraria – ordinários e preferenciais.	ON8	-
		PN8	-
Outros	Acionistas não identificados junto à CVM – ordinários e preferenciais.	ON9	-
		PN9	-

Figura 3 – Descrição e operacionalização das variáveis independentes

Fonte: Elaborado pela autora (2017).

Após a análise da estrutura de propriedade, foi realizada a análise dos conselhos de administração. A respeito deste, buscou-se coletar as seguintes características e informações: dualidade (CEO é igual ou diferente do Chairman); externalidade do Chairman, independência do Chairman, quantidade de conselheiros; porcentagem de independentes; porcentagem de internos; porcentagem de externos. As escolhas destas variáveis independentes justificam-se pelos trabalhos de Silveira et al., (2003) e Andrade e Rossetti (2009).

As informações referentes ao conselho de administração foram obtidas junto ao site da CVM e da B3. As composições e participações referentes ao intervalo 2007-2009 foram obtidas na seção IAN e a respeito do intervalo 2010-2016 junto ao formulário de referência. Foram usadas *dummies* para classificar a dualidade, externalidade do Chairman e independência do Chairman.

Na variável “a quantidade de conselheiros” trabalhou-se com o valor total e no que tange as porcentagens foi feito o cálculo simples do valor encontrado dividido pelo total de conselheiros multiplicado por cem. Optou-se por trabalhar com a porcentagem, visto que não faria sentido realizar a comparação das empresas pelo valor total, pois as bases de análise seriam diferentes.

A respeito das variáveis de controle, buscou-se coletar as que demonstrassem o ambiente macroeconômico: CDI, SELIC, dólar, EURO, IPCA e Ibovespa; e também, variáveis que indicassem características específicas da empresa: emissão de ADR, setor econômica, patrimônio líquido, valor de mercado da empresa, ROA, receita, ebitda, ROE, e Q-Tobin. E que explicassem o comportamento da variável dependente, participação dos estrangeiros.

O método utilizado compreende um painel não balanceado, analisado via regressão múltipla de Efeitos Fixos. O *software* utilizado para tratamento dos dados foi o StataMP 14.0.

A equação que representa o modelo inicialmente testado é:

$$\begin{aligned}
 ON4_{it} = & \beta_0 + \beta_1_{on1it} + \beta_2_{pn1it} + \beta_3_{on2it} + \beta_4_{pn2it} + \beta_5_{on3it} + \beta_6_{pn3it} + \beta_7_{on5it} + \beta_8_{pn5it} + \beta_9_{on6it} \\
 & + \beta_{10}_{pn6it} + \beta_{11}_{on7it} + \beta_{12}_{pn7it} + \beta_{13}_{on8it} + \beta_{14}_{pn8it} + \beta_{15}_{on9it} + \beta_{16}_{pn9it} + \beta_{17}_{ceodifit} + \beta_{18}_{chaixt20it} \\
 & + \beta_{19}_{chairind24it} + \beta_{20}_{qtidadeit} + \beta_{21}_{Independenteit} + \beta_{22}_{Internoit} + \beta_{23}_{Externoit} + \beta_{24}_{CDI} + \beta_{25}_{SELICit} + \\
 & \beta_{26}_{dolarit} + \beta_{27}_{Euroit} + \beta_{28}_{IPCAit} + \beta_{29}_{ibovespait} + \beta_{30}_{ADRit} + \beta_{31}_{SetorNumit} + \beta_{32}_{PLit} + \beta_{33}_{ValordeMer-oit} \\
 & + \beta_{34}_{ROAit} + \beta_{35}_{Receitait} + \beta_{36}_{Ebitdait} + \beta_{37}_{ROELLPLit} + \beta_{38}_{QtobinVMATit} + C_i + U_{it}
 \end{aligned}$$

ON4 é a participação percentual do investidor estrangeiro como acionista nas empresas de capital aberto brasileiras; classificada empresa por empresa (*i-ésima*) no período de tempo (*t-ésimo*). β_0 é o intercepto; As demais parcelas representam as variáveis independentes,

controle e seus coeficientes calculados por empresa (i) no período de tempo (t) (Gujarati, 2006); C_i representa os componentes não observáveis; U_{it} são chamados de erros idiossincráticos pois mudam tanto em t quanto em i (Wooldridge, 2002).

Vale ressaltar que, o modelo final difere do apresentado, pois foram excluídas as multicolineariedades e as variáveis que não apresentaram significância a 0,10 nos testes iniciais. Resultando no seguinte modelo:

$$ON4_{it} = \beta_0 + \beta_1_{on1it} + \beta_2_{on2it} + \beta_3_{on3it} + \beta_4_{pn3it} + \beta_5_{on5it} + \beta_6_{pn6it} + \beta_7_{on7it} + \beta_8_{pn7it} + \beta_9_{on9it} + \beta_{10}_{pn9it} + \beta_{11}_{Independenteit} + \beta_{12}_{Internoit} + \beta_{13}_{dolarit} + \beta_{14}_{Receitait} + \beta_{15}_{Q_{tobinVMATit}} + C_i + U_{it}$$

Para atender ao objetivo deste trabalho, construiu-se quatro hipóteses a serem testadas:

H1: As empresas que possuem presença mais intensa de membros independentes, estão positivamente relacionadas com a atratividade do investidor estrangeiro.

H2: A existência da dualidade de funções para os membros do conselho, estão negativamente relacionadas com a atratividade do investidor estrangeiro.

H3: As empresas que apresentam presença mais intensa de membros internos, estão negativamente relacionadas com a participação do investidor estrangeiro.

H4: As identidades dos acionistas nas empresas influenciam a participação de investimento estrangeiro.

4. Análise dos resultados

A variável dependente selecionada diz respeito à estrutura de propriedade “investidor estrangeiro” e busca averiguar a participação deste na propriedade das empresas analisadas. Conforme foi verificado na teoria, aqui foram considerados todos os proprietários de ações ordinárias, cuja nacionalidade não fosse brasileira. De um total de 4.875 observações, dado este, vindo da relação entre código da empresa e ano analisado (id x ano), 3.625 observações apresentaram resultado zero, ou seja, não houve participação do estrangeiro. Em outras palavras, 1.250 observações localizaram a participação do estrangeiro (25,64%). Para que pudessem ser explicitados os dados referentes ao investidor estrangeiro detentor de ação ordinária (variável dependente), foi necessária a classificação de todos os acionistas da amostra (ordinários e preferenciais) conforme abordado pela teoria. Desta forma, foram realizadas 24.247 classificações de acionistas, divididos entre Família, Propriedade Privada Nacional, Investidor Institucional, Investidor Estrangeiro, Governo A, Governo B, Governo C, Tesouraria e Outros. Cada grupo foi subdividido entre: proprietário de ação ordinária e preferencial.

Analisando os acionistas ordinários, ou seja, aqueles que detém poder de voto na empresa, a classificação de identidade mais encontrada é Propriedade Privada Nacional 71,79% no total das observações (4.875). A segunda mais encontrada diz respeito ao Investidor Institucional (35,20%), seguida da classificação outros (23,49%). Se for retomado o valor encontrado na variável dependente, pode-se observar, que a classificação de Investidor Estrangeiro estaria em terceiro lugar na quantidade de observações do painel realizado.

No que diz respeito ao conselho de administração, foi realizada a análise dos conselhos das 582 empresas, ressaltando que, nem todas as empresas apresentaram informações para o período completo (2007-2016), pois algumas delas não haviam aberto o capital no momento inicial da pesquisa. No que diz respeito as variáveis que refletem a postura do conselho foram selecionadas as seguintes: dualidade (CEO é igual ou diferente do Chairman); externalidade do Chairman, independência do Chairman, quantidade de conselheiros; porcentagem de independentes; porcentagem de internos; porcentagem de externos. Conforme tabela 1.

Tabela 1

Análise do Chairman

Variável	Observações 0		Observações 1		Total Observado	
	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo	Absoluto	Relativo
Ceo diferente do Chairman	973	19,88%	3.922	80,12%	4.895	100%
Chairman Externo	1.302	26,60%	3.593	73,40%	4.895	100%
Chairman Independente	4.860	99,28%	35	0,72%	4.895	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017).

Com base nos dados verificados, pode-se observar que a maioria das empresas, nos anos analisados, tiveram CEO diferente do Chairman, 80,12% isto demonstra a prática de boas medidas de governança corporativa. Apesar deste dado relevante, ainda são poucas as que contratam um Presidente do Conselho Independente, apenas 0,72%.

No que diz respeito às variáveis de controle, buscou-se coletar variáveis que retratassem o ambiente macroeconômico: CDI, SELIC, dólar, EURO, IPCA e Ibovespa; e variáveis que indicassem características da empresa: emissão de ADR, patrimônio líquido, valor de mercado da empresa, ROA, receita, ebitda, ROE, Q-Tobin e setor econômica. Apesar destas variáveis terem sido coletadas as variáveis CDI, Euro e IPCA foram excluídas por apresentarem multicolineariedade.

Foram utilizados três modelos de regressão. O primeiro modelo de regressão foi realizado, incluindo efeitos fixos e a clusterização por empresa para ampliar a confiabilidade. Os comandos utilizados no Software foram “xtreg”, incluindo-se as opções “cluster (id)” e “fe”. Após a exclusão das variáveis que apresentaram multicolineariedade foi feito mais um modelo de regressão e por fim, o terceiro modelo, apresenta apenas as variáveis que apresentaram significância a 0,10. A figura 4 ilustra a síntese das três regressões elaboradas para que fosse possível chegar a este resultado.

Regressão 1 – R2: 0,4426			Regressão 2 – R2: 0,4428		Regressão 3 – R2: 0,4382	
Variável (ON4)	Coef.	P> t	Coef.	P> t	Coef.	P> t
on1	-.3511754	0.000***	-.3515073	0.000***	-.3506252	0.000***
pn1	-.0083706	0.730	-.0089357	0.712	Excluída	
on2	-.3665823	0.000***	-.3665218	0.000***	-.3585559	0.000***
pn2	.0185499	0.462	.0183946	0.466	Excluída	
on3	-.4951843	0.000***	-.4952531	0.000***	-.490273	0.000***
pn3	-.1210255	0.028**	-.1207894	0.029**	-.1287872	0.016**
on5	-.2752568	0.000***	-.2749163	0.000***	-.2610321	0.002***
pn5	.0263636	0.387	.0261739	0.393	Excluída	
on6	-.0772439	0.380	-.0778727	0.376	Excluída	
pn6	.0553136	0.010***	.0562672	0.008***	.0536255	0.021**
on7	-.2872914	0.000***	-.286334	0.000***	-.2853986	0.000***
pn7	.1295871	0.042**	.1278193	0.045**	.1209481	0.047**
on8	.0014739	0.997	-.0047399	0.992	Excluída	
pn8	-.0581802	0.756	-.0608597	0.744	Excluída	

on9	-.1184289	0.000***	-.1195027	0.000***	-.1176763	0.000***
pn9	.0329371	0.004***	.0319764	0.005***	.0298302	0.006***
ceodif	-2.530025	0.223	Excluída		Excluída	
chairext	3.499012	0.152	Excluída		Excluída	
chairind	1.579593	0.425	1.530015	0.439	Excluída	
qtidade	-.1204496	0.444	-.1201091	0.445	Excluída	
Indep	-4.115147	0.048**	-4.042616	0.050**	-3.727914	0.076*
Interno	-5.487306	0.026**	-5.487275	0.027**	-5.974629	0.008***
Externo	0 (omitted)		Excluída		Excluída	
SELIC	-.0591189	0.499	Excluída		Excluída	
dolar	.8860979	0.015**	.7730348	0.004***	.7932633	0.002***
ibovespa	.0025471	0.345	.0022124	0.435	Excluída	
PL	.0025471	0.965	1.63e-09	0.947	Excluída	
ValordeM	-1.72e-08	0.537	-1.68e-08	0.546	Excluída	
ROA	-1.89e-06	0.108	-1.86e-06	0.112	Excluída	
Receita	-6.90e-08	0.036**	-6.89e-08	0.036**	-6.58e-08	0.008***
Ebitda	-5.89e-09	0.936	-7.11e-09	0.924	Excluída	
ROE	-.0005514	0.358	-.0005476	0.361	Excluída	
QTobin	.0002898	0.000***	.0002892	0.000***	.0002946	0.000***
SetorNum	0 (omitted)		Excluída		Excluída	
_cons	37.86535	0.000***	37.4713	0.000***	36.87994	0.000***

Figura 4 - Síntese Regressões

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

* Nível de significância a 0,10.

** Nível de significância a 0,05.

*** Nível de significância a 0,01.

Vale ressaltar que o R2 encontrado em todas elas, foi relevante. Levando em consideração apenas o último, (0,4382) pode-se afirmar que a variação da variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes em 43,82%.

Analisando os resultados obtidos no que diz respeito a identidade do acionista, na primeira e na segunda regressão pode ser observado que, com base no coeficiente encontrado, o investidor estrangeiro reage negativamente à presença dos acionistas família ordinária, propriedade privada ordinária, investidor institucional tanto ordinária quanto privada, Governo A e Governo C (respectivamente controlador e fundos de pensão) tanto ordinário quanto preferencial. Optou-se por não avaliar, o acionista outros, apesar da significância, por ser de pouca valia quanto à sua capacidade de detalhamento.

Na terceira regressão foi verificada apenas o que possuía significância a 0,10, verificou-se que a significância foi mantida, porém os coeficientes apresentam mudança. Analisando Investidor on1 e on2 – família e propriedade privada nacional, ambos apresentaram alta significância e coeficiente negativo. Família (ON1) apresentou um Coeficiente de -0,3506252, isto implica afirmar que para o aumento de uma unidade em ON1 o investidor estrangeiro responde com uma queda de 0,3506252 unidades. O mesmo acontece com a alteração em propriedade privada nacional, cuja queda em unidades é de 0,3585559. Já no que diz respeito

ao investidor institucional, ordinário (ON3) e preferencial (PN3) a significância foi aumentando ao longo dos modelos (PN3), porém com coeficientes sempre negativos.

Na regressão 3 os resultados encontrados apontam para -0,490273 e -0,1287872 respectivamente. Demonstrando que para o aumento de uma unidade em ON3 e PN3 o investidor reagirá negativamente com 0,490273 e 0,1287872 unidades. É natural esperar ser obtido um maior impacto ao se tratar das ações ordinárias visto que estas são as que efetivamente tem poder de voto na empresa. Sendo esta classificação a primeira a apresentar significância em se tratando de uma ação preferencial. Este resultado pode ser explicado pelo fato de nesta classe estarem alocados bancos, companhias de seguro, fundos de investimento e fundos de pensão, que, mesmo enquanto detentores de ações preferenciais possuem um maior poder de barganha.

Em se tratando as esferas relacionadas a presença do Governo (A, B e C), foram encontradas significâncias a 0,10 nos casos em que o Governo é Acionista Majoritário (Governo A) com poder de voto (ordinária – ON5), Governo via Bancos de Desenvolvimento sem poder de voto – Preferencial (PN6) e Governo via Fundos de Pensão, tanto ON7 quanto PN7.

O primeiro caso – Governo A Ordinário apresentou coeficiente negativo. Isto implica dizer que o aumento de uma unidade desta identidade faz com o que o acionista estrangeiro reaja negativamente com 0,2610321 unidades. Já ao analisar o Governo via Bancos de Desenvolvimento (PN6) o resultado do coeficiente foi positivo, ou seja, o aumento de uma unidade em PN6 fará com que o investidor estrangeiro responda positivamente com 0,0536255 unidades. Quanto a última classificação da esfera Governo, fundos de pensão o resultado encontrado é controverso, pois no caso de ON7 a resposta do investidor estrangeiro é negativa (-0,2853986) e quanto a PN7 é positiva (0,1209481). Optou-se por não analisar os resultados de Outros ON e PN, apesar de significantes, pois, mesmo após diversos contatos com a CVM não se obteve um maior detalhamento de quem seriam os acionistas classificados nesta opção.

Os resultados encontrados nesta pesquisa corroboram com os resultados encontrados por Cunha (2012), em que o investidor estrangeiro reage as identidades dos demais acionistas. Por não haverem outros trabalhos que utilizam a mesma classificação utilizada nesta pesquisa – nove níveis – esta análise teve-se apenas à discussão específica do trabalho de Cunha (2012). Desta forma H4 foi aceita, pois de fato, as identidades dos acionistas nas empresas influenciam a participação de investimento estrangeiro. Resultado semelhante aos encontrados em Carvalhal-da-Silva (2004) e Silveira et al. (2008).

Aprofundando agora o Conselho de Administração, pode se verificar que dá regressão 1 para a 2, a primeira variável excluída, dualidade, difere do que foi apontado pela teoria. Silva, Melo, Silva e Dumer (2017) constatou que boas práticas de governança no conselho tendem a melhorar o ambiente da empresa. Boas práticas estas que podem ser destacadas a separação das funções CEO e Chairman. Neste trabalho, esta variável apresentou multicolineariedade, e não apresentou significância refutando assim a Hipótese 2.

As demais variáveis que refletem o Conselho de Administração tratam do Chairman. A primeira analisou se o fato deste ser externo impactaria na resposta do investidor estrangeiro. Esta variável, porém, apresentou multicolineariedade e foi excluída do modelo. Já quanto a independência do Chairman, os resultados apontaram não ser significante. Outro ponto importante ressaltado pelo IBGC (2015) e por Silva et. al. (2017) diz respeito ao tamanho do conselho, representado neste estudo pela variável “quantidade” (qtidade). Esta não demonstrou significância quando analisada a 0,10. Já quanto a porcentagem de independentes, internos e

externos, as duas primeiras demonstraram ser significantes. A última, porém, foi omitida devido a multicolineariedade.

A independência dos membros apresentou, na regressão 3, coeficiente negativo de -3,727914, o que aponta para uma resposta do investidor estrangeiro negativa e 3,727914 vezes maior a alteração desta variável. Resultado este que difere dos apontados por Silveira et al. (2003); IBGC (2015) e Silva et. al. (2017). Silveira et al. (2003) apontam que a independência do conselho influencia positivamente na qualidade da governança corporativa, porém ao comparar com o resultado encontrado nesta pesquisa, percebe-se que o investidor estrangeiro é impactado negativamente. Isto significa que quanto maior a independência, menor será a vinda do estrangeiro, refutando assim a Hipótese 1.

Quanto ao percentual de membros internos o resultado foi ainda maior, pois este aponta para uma resposta negativa de 5,974629 vezes maior que a alteração realizada no Conselho corroborando a teoria e tornando válida a hipótese 3, o resultado foi ainda mais negativo quando analisada a presença de conselheiros internos. De maneira geral os resultados não apresentaram uma linearidade perante o que se esperava do Conselho de Administração. Resultado similar foi encontrado por Paiva, Oliveira e Peixoto (2015), visto que este apontou como sendo inconclusivo o efeito do conselho de administração

Das variáveis de controle selecionadas apenas três mostraram ser significantes, o dólar, a receita e o Q-Tobin. Analisando exclusivamente as variáveis do macro ambiente, apenas o dólar demonstrou significância. O coeficiente encontrado foi positivo no valor de 0,7932633, isto significa que o impacto de uma unidade de dólar, impactará positivamente em 0,7932633 unidades na resposta dos investidores estrangeiros.

As variáveis da empresa Receita e o Q-Tobin apresentaram significância. A primeira com coeficiente negativo no valor de -6,58e-08, muito pequeno do ponto de vista prático e o Q-Tobin, também com valor pequeno, porém com sinal positivo, 0,0002946. Isto corrobora a gama de trabalhos que analisa a participação do estrangeiro com o desempenho da firma (Okimura et al. 2007; Silveira et al., 2008; Caixe & Krauter, 2013; Caixe & Krauter, 2014).

5. Conclusão

A partir dos dados coletados, pode-se confirmar que o investidor estrangeiro responde a realidade da estrutura de propriedade presente na empresa, no que tange especificamente a identidade dos demais acionistas. Porém, em sua maioria, ele reage de maneira negativa. Ao relacionar esta análise, incluindo a variável macroeconômica que apresentou significância (o dólar), pode-se perceber que sua reação é positiva. De modo que, apesar do investidor reagir negativamente a maioria das classes apontadas na pesquisa – familiar, propriedade privada (ordinário), investidor institucional (ordinário e preferencial), Governo A (ordinário), Governo B (preferencial), Governo C (ordinário e preferencial) e a classificação outros (ordinário e preferencial) – a variável de ambiente que implica em um aumento da presença deste é o dólar. No que tange à realidade da empresa, a maior parte das variáveis relacionadas apresentou significância, porém a única positiva foi o Q-Tobin, variável esta que busca refletir o valor da empresa, mensurado alternativamente pela razão entre valor da firma e ativo total.

Logo, de maneira sucinta, analisando apenas os coeficientes positivos, pode-se dizer que o investidor estrangeiro responde ao dólar e ao com índice de desempenho operacional da empresa, aceitando a hipótese 4.

Em se tratando da análise do conselho de administração, os coeficientes encontrados foram negativos ou não significantes, o que refuta a hipótese 1 e 2: As empresas que apresentam mais membros independentes, estão positivamente relacionadas com a vinda do investidor estrangeiros; e as empresas que apresentam dualidade de funções para os membros do conselho, estão negativamente relacionadas com a vinda do investidor estrangeiro. Já a hipótese 3 foi aceita, pois com base nos resultados encontrados, de fato os membros internos no conselho de administração influenciaram com um coeficiente negativo a vinda do investidor estrangeiro. O estudo buscou contribuir preenchendo lacunas presentes na teoria e fornecendo base para empresas que busquem atrair capital estrangeiros, compreendam melhor os efeitos dos mecanismos internos na participação destes.

Apesar do trabalho realizado apresentar o resultado de uma vasta pesquisa e de uma categorização de acionistas até então não realizada nos trabalhos analisados, devido à amplitude desta, no que tange a quantidade de empresas e acionistas, não foi possível aprofundar os pontos em sua totalidade, isto implica em limitações e possibilidades de novos estudos. Como limitações podem ser ressaltados os fatos de só haver sido trabalhado com dados da CVM, muitas empresas não estavam completas e também pelo fato de só constarem empresas listadas na B3. A classificação “outros” não pode ser detalhada de maneira mais profunda, pois, mesmo após diversos contatos com a CVM, esta, informou que não está disponível detalhamento maior sobre estes acionistas. Sugere-se assim replicar o estudo excluindo estes acionistas.

Sobre pesquisas futuras, sugere-se também replicar esta pesquisa focando apenas nas empresas com a participação do governo; separar os setores regulados e não regulados; analisar apenas as empresas com participação estrangeira; modificar os acionistas selecionados, usando apenas os maiores acionistas, a fim de verificar a concentração da propriedade e analisar também setor por setor, para verificar se os dados apresentarão o mesmo resultado. E por fim, sugere-se também trabalhar a participação do acionista estrangeiro com os mecanismos externos de governança.

Referências Bibliográficas

- Aguilera, R. V., Desender, K., Bednar, M. K., Lee, J. H. (2015). Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. *The Academy of Management Annals*, 9(1), 483-573.
- Andrade, A., Rossetti, J. P. (2009). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. (4a ed.). São Paulo: Atlas.
- Arreola, M. F. (2014) *The effects of state ownership in the internationalization of emerging multinationals*. Tese de Doutorado em Administração. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Brey, N. K., Camilo, S. P. O., Marcon, R., Bandeira-De-Mello, R. (2014). Conexões políticas em estruturas de propriedade: o governo como acionista em uma análise descritiva. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(1), 98-124.
- Caixe, D. F., Krauter, E. (2014). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1) 96-117.

- Campos, T. (2006). Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, 41, 369-380.
- Carvalho-Da-Silva, A. L. (2002). *A influência da estrutura de controle e propriedade no valor, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras*. Tese de Doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Carvalho-Da-Silva, A. L. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), São Paulo, 348-361.
- CEPAL - Comissão Econômica para a América Latina e Caribe. (2017). *O Investimento Estrangeiro Direto na América Latina e no Caribe 2017: Documento informativo*. 2017. Recuperado em 10 agosto, 2017, de: <http://www.cepal.org/pt-br/publicaciones/42054-o-investimento-estrangeiro-direto-america-latina-caribe-2017-documento>
- Cooper, D. R., Schindler, P. S. (2016). *Métodos de pesquisa em administração* (12a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Cunha, T. S. (2012). *Governança corporativa e a participação dos investidores estrangeiros nas companhias abertas latino americanas*. Dissertação de Mestrado em Economia e Finanças. Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil.
- Denis, D. K., Mcconnell, J. J. International Corporate Governance (2003). *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36, Mar.
- Dhillon, A., Rossetto, S. (2015). Ownership Structure, Voting, and Risk. *The Review of Financial Studies*, 28(2), 521-560.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74, Jan.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Gomes, A. P. M. (2016). Características da Governança Corporativa como Estímulo à Gestão Fiscal, *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, 27(71), 149-168.
- Hair, J.F., Jr., Babin, B., Money, A. H., Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman.
- Gujarati, D. N. (2006). *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2015). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. (5a ed.). São Paulo: IBGC, 108p.
- JENSEN, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (2008). Teoria da firma: comportamento dos administradores, custos de agência e estrutura da propriedade. *RAE*, 48(2), 87-125.
- Kayo, E. K., Famá, R. (1997). Teoria da agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento. *Caderno de Pesquisa em Administração*, 2(5), 1-8.
- Lana, J. *Internacionalização financeira e desempenho das empresas brasileiras listadas*. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade do Vale do Itajaí, Biguaçu, SC, Brasil.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54.
- Okimura, R. T. (2003). *Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea. Eletrônica*, 1(1), 119-135.
- Paiva, J. F. M., Oliveira, N. A., Peixoto, F. M. (2015). A Relação entre Conselho de Administração, Desempenho, Valor e Risco no Mercado Brasileiro de Ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade – REPEC*, 9(1), 25-44.
- Ribeiro, H.C.M., Santos, M. C. (2015). Perfil e Evolução da Produção Científica do Tema Governança Corporativa nos periódicos Qualis/Capes Nacionais: Uma Análise Bibliométrica e de Redes Sociais. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18, 160-180.
- Sandroni, P. (1999). *Novíssimo Dicionário de Economia*. São Paulo: Best Seller.
- Shleifer, A. Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783, June.
- Silva, V. C., Melo, M. R., Silva, A. Jr., Dumer, M. C. R. (2017). Efeitos de diferentes dimensões de governança corporativa no gerenciamento de resultados de companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Anais do Congresso ANPCOT*, Belo Horizonte, MG, Brasil, 11.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

- Silveira, A. M., Barros L., Famá, R. (2003). Estrutura de governança e desempenho financeiro das companhias abertas brasileiras: um estudo empírico. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(1), São Paulo, jan-mar.
- Silveira, A. M., Barros L., Famá, R. (2004). **Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. Anais SEMEAD FEA USP, São Paulo, SP, Brasil, 7.
- Silveira, A. M., Barros L., Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas-RAE*, 48(2), 51-66.
- Thomsen, S., Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21, 689-705.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, Cambridge, MA.