

INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO DO BRASIL: a influência do risco político sobre a participação acionária

LARISSA ISABELLE JARSCHER

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB

LUCAS MIGUEL PETRY

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU - FURB

CHRISTIAN DANIEL FALASTER

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

INVESTIMENTO DIRETO EXTERNO DO BRASIL: a influência do risco político sobre a participação acionária

INTRODUÇÃO

A globalização realizou transformações sistemáticas no mundo, como o aumento das transações comerciais, investimentos e a procura das empresas para se internacionalizarem. As fusões e aquisições são as mais procuradas pelas empresas nas duas últimas décadas (ROSS et al, 2002). A motivação para praticarem a internacionalização vem sobre sua competitividade no cenário internacional, expandir mercado, obtenção de recursos físicos e humanos, aumento de portfólio, novas tecnologias (JOHANSON, VAHLNE, 1977; DUNNING, 1988). Contudo, as novas oportunidades trazem consigo os riscos políticos, econômicos, financeiros, entre outros. Principalmente o risco político é o que pode causar maior interrupção das operações de uma empresa, por este motivo, deverá ser analisado com maior cautela e observado como uma oportunidade. Para tanto, a variável principal risco político é necessária para analisar a internacionalização, principalmente por meio de aquisição, das empresas de origem brasileiras para o mundo (DEMIRBAG, GLAISTER, TATOGLU, 2007).

O movimento de internacionalização, na forma de aquisição e fusão, é um processo de desenvolvimento das empresas, em que vem ganhando espaço no cenário internacional, confiança e força interna. O processo é devagar e passa por todas as etapas da internacionalização, desde o início com parcerias até o final com aquisição e/ou fusão (MARKS, MIRVIS, 1998; GRINBLAT, TITMAN, 2005). A expansão internacional de uma empresa pleiteia riscos políticos inerente as instituições do país hospedeiro, levando a instabilidade às dificuldades em seu ambiente institucional, diferente de empresas nacionais que já estão envoltas por este sistema (WAFO, 1998; NARDULLI et al, 2013; SCOTT, 1995; DEMIRBAG et al, 2007; KOBRIN, 1978). Conforme a Agência Multilateral de Garantia de Investimentos do Banco Mundial (WORLD BANK GROUP, 2014), o risco político pode implicar em: restrição a transferência e a conversão da moeda estrangeira; desapropriação; violação de contrato; o não cumprimento das obrigações financeiras soberanas; terrorismo; guerra; perturbação civil; mudanças regulatórias. Diversos autores tentam definir risco político (KHATTAB et al, 2007; ROBOCK, 1971), mas o que mais se aproxima é Chermak (1992), em que relaciona o risco político com fenômenos econômicos, políticos e socioculturais.

No entanto, não existe uma definição universal, na literatura, sobre risco político. Cada autor possui uma definição e características. Alguns estudiosos, abordam terrorismo, outros, instabilidade política, outros vão mais a fundo e abordam uma visão sociocultural, e outros ainda englobam todo o conceito econômico junto (HOWELL, 1994; WAFO, 1998; SCHNEIDER, 1976; ÁVILA, 2013; KOBRIN, 1978; CHERMAK, 1992; DEMIRBAG, GLAISTER, TATOGLU, 2007). Nesse sentido, existe uma divergência na tentativa de descrever o método e conceito de risco político. Também é evidenciado uma deficiência, por parte dos gestores e proprietários, em planejar sua internacionalização com relação ao risco político. Diante do exposto, o objetivo deste estudo é analisar a influência do risco político na porcentagem da participação acionária no processo de aquisições das empresas de origem brasileira para o mundo.

O método a ser utilizado neste estudo é baseado em dados empíricos de fontes secundárias. Serão utilizados artigos teóricos, dados de aquisição, e dados de relatórios. Os dados de aquisição utilizados serão compilados da base de dados Thompson & Reuters. Os dados de relatórios sobre risco político serão retirados do Banco Mundial. Todos os dados serão refinados conforme especificações da pesquisa pelos autores. Para análise, os dados serão submetidos a regressões lineares múltiplas, tendo a variável independente principal risco

político, e a variável dependente a porcentagem da participação acionária nas aquisições, bem como as variáveis de controle.

Os resultados esperados são os de compreender qual a influência dos riscos políticos sobre a internacionalização de uma empresa brasileira. Será desenvolvido hipóteses conflitantes para comprovar quais fatores poderiam estar relacionados na influência da variável risco político e o modo de entrada das empresas brasileiras nos países destino.

O artigo tende a contribuir para a academia de forma a relacionar o risco político com o processo de aquisição das empresas. Irá contribuir também para os gestores e proprietários brasileiros formularem um plano e/ou projeto estratégico de internacionalização, analisando as variáveis e riscos antes de avançarem nesse processo. Como sugestão, este estudo pode ser replicado visando regiões específicas do mundo com países emergentes ou países desenvolvidos em períodos específicos, como de crise econômica, global ou pandêmica.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A literatura da área de negócios internacionais aborda algumas razões para uma empresa se internacionalizar: procura de novos mercados e acesso aos mercados consumidores; oportunidades de explorar vantagens da empresa em relação ao marketing, produção, conhecimento, coordenação de atividades, e redução de custos de mão-de-obra e de energia, gerando uma maior eficiência; busca por consolidação em outros mercados que a projetam para o mercado global (JOHANSON, VAHLNE, 1977; DUNNING, 1988).

O investimento direto externo (IDE) é mais caro e arriscado do que um investimento doméstico, pois envolve os riscos por causa da falta de informações sobre o mercado e o país, bem como sobre a regulamentação e custos deste (WAFO, 1998). Esse processo de internacionalização eleva elementos socioculturais também, como as diferenças no idioma, educação, cultura, sistemas políticos, práticas de negócios, desenvolvimento industrial, esses pontos são tratados como distância psíquica por Johanson e Vahlne (1977).

A teoria institucional é utilizada para explicar como o conhecimento evolui de forma diferente entre os países (NORTH, 1990). O conhecimento depende da infraestrutura institucional, como políticas governamentais, que podem favorecer a Pesquisa e Desenvolvimento (P&D), e uma ampla gama de normas sociais, que influenciam na eficácia da criação do conhecimento e sua transmissão (PENG et al., 2008). As instituições moldam as estruturas de mercado facilitando ou restringindo o desenvolvimento de certas áreas estratégicas do país, bem como as indústrias, tecnologias e produtos (WRIGHT et al., 2005).

Conforme Scott (1995), existem três pilares no ambiente institucional: regulatório, normativo e cognitivo. O regulatório está associado as leis e regras que proporciona estabilidade, transparência e ordem. O normativo são os valores sociais como cultura, língua e normas da sociedade. E por fim, o cognitivo são as estruturas cognitivas que a sociedade afirma ser correta.

O conhecimento geral, baseado na teoria das instituições, nos leva a observação de que as firmas preferem a propriedade compartilhada com empresas locais para gozarem de legitimidade (CHAN, MAKINO, 2007; MEYER et al., 2014). Em contraponto, a propriedade total permite maior controle, evita golpes e tensões entre os parceiros e não evidencia problemas a respeito da escolha estratégica sobre operações estrangeiras (CHEN, HENNART, 2004; DYER et al., 2004; MALHOTRA et al., 2016).

O modo de entrada de uma empresa em um país estrangeiro envolve a escolha de estratégias, que pode se dar na forma de: exportação (exportação indireta, exportação direta); contratuais (licenciamento, franquia, acordos técnicos, contratos de serviços, contratos de gerenciamento, contratos de produção, entre outros); entrada de investimentos (investimentos

individuais por meio de novos empreendimentos, *franchising*, *joint ventures* ou aquisições) (ROOT, 1994 *apud* GARRIDO et al., 2009; BLOMSTERMO et al, 2006).

Nos últimos vinte e cinco anos, as multinacionais de países emergentes investiram em países estrangeiros por meio de aquisições internacionais como modo de entrada (BUCKLEY et al, 2014; DENG, YANG, 2015). Essa escolha se dá principalmente para a construção de capacidades por meio da aprendizagem ou acesso a recursos que não possuem em seu país de origem. Nesse sentido, a expansão para outros países, principalmente multinacionais de países emergentes, se dá como um trampolim para adquirir recursos estratégicos e aprender sobre os mercados ou tecnologias que permitam um alcance global (FERREIRA, 2008; VERMEULEN, BARKEMA, 2001; WILLIAMSON et al., 2014).

Quando acontece uma aquisição internacional, o processo de escolha da propriedade é uma decisão central pois pode ter um impacto no lado econômico, financeiro e estratégico da firma (CHEN, 2008; FERREIRA, 2008; GAFFNEY et al., 2016). Um ponto que deve ser planejado e posto na balança é o nível de controle que será adquirido, a transferência de ativos, e a exigência de investimento e risco (CHARI, CHANG, 2009). O tipo de escolha de aquisição e o seu grau de aquisição beneficiam ao adquirente um contínuo controle e opções de integração dos recursos e de mercados alvos (FERREIRA, 2008). No entanto, não se deve analisar somente o controle que se obterá ou o impacto financeiro desembolsado na aquisição, mas também a influência do potencial de aprendizagem e a perda do valor da empresa no pós-aquisição (DYER et al, 2004; FERREIRA, 2008).

A aquisição total pode ser preferível pela maioria dos gestores ou proprietários pois evita os riscos e custos extras (CHEN, 2008), e concede acesso a conhecimentos complexos e organizacionais que serão incorporados (VERMEULEN, BARKEMA, 2001). Resumindo, as vantagens de uma empresa em adquirir a aquisição total são: o controle dos recursos; adquirir capacidade; transferir conhecimentos, recursos e vantagens competitivas; poder de escolha entre as melhores combinações de coordenação e conhecimento (MEYER ET AL., 2009; CHEN, 2008; VERMEULEN, BARKEMA, 2001; FERREIRA, 2008; VERMEULEN, BARKEMA, 2001).

A aquisição parcial, ao contrário, pode minimizar os riscos de informações assimétricas para acessar recursos complementares não adquiridos e conseguir compartilhar, com a outra parte, os investimentos e riscos do processo (CHEN, HENNART, 2004; HENNART, REDDY, 2000; CHARI, CHANG, 2009; GOMES-CASSERES, 1990). Este tipo de modelo permite uma maior adaptação ao sistema, o que facilita a obtenção de legitimidade perante as instituições do país anfitrião (MEYER et al., 2014).

a) RISCO POLÍTICO

Nas literaturas não se encontra uma definição universalmente aceita do que é risco político, e tão pouco a sua relação com o processo de internacionalização de empresas. Observa-se que o conceito está relacionado com a história e é modificado a cada acontecimento político mundial, como: as expropriações de subsidiárias estrangeiras na década de 1960 (SOTTILOTTA, 2015; FÄGERSTEN, 2015); as premissas comunistas da Guerra Fria durante a segunda metade do século XX (SCHMIDT, 1986); a queda do Xá do Irã em 1979 (HOWELL e CHADDIK, 1994); os ataques ao World Trade Center em 2001 (SOTTILOTTA, 2013); a Primavera Árabe (LEHKONEN E HEIMONEN, 2015).

Muitos autores conectam o risco político ao investimento no exterior das empresas (KOBWIN, 1978) que é afetado por fenômenos políticos, econômicos e socioculturais (CHERMAK, 1992). Os autores Demirbag, Glaister e Tatoglu (2007), relacionam o risco político com o ambiente institucional, pois as empresas devem enfrentar um sistema político e um conjunto de normas diferentes do seu país de origem, em que o Estado (agente regulador)

obrigará as empresas no seu cumprimento. Neste sentido, tanto o ambiente como o Estado podem vir a se tornar um fator de risco para os negócios dessas empresas.

As variáveis do risco político podem ser: variáveis políticas, socioculturais e econômicas. As variáveis políticas são caracterizadas por instabilidades ou mudanças de governo, violência política, entre outras. As variáveis socioculturais implicam nas normas de conduta da sociedade, cultura, distância psíquica, comportamento do mercado, entre outras. As variáveis econômicas são restrições de capital, controle de câmbio, mudanças políticas fiscais e/ou monetária, custos e exigências de mão-de-obra local, passivos de financiamento externo, entre outras (HOWELL, 1994; WAFO, 1998; SCHNEIDER, 1976; ÁVILA, 2013). Conforme o Guia Internacional de Risco País (PRS, 2018), as variáveis para o risco político, e que será utilizado neste trabalho para quantificar o risco político, são: estabilidade governamental, condições socioeconômicas, perfil de investimento, conflito interno, conflito externo, corrupção, militarismo na política, tensões religiosas, lei e ordem, tensões étnicas, responsabilidade democrática, e qualidade da burocracia.

Um fator de risco no processo de internacionalização é a falta de conhecimento do mercado, o que pode ser apresentado por instabilidades políticas, incerteza da demanda, intensidade da concorrência, a legislação do país anfitrião, e os contratos com os órgãos públicos (MORTANGES, ALLERS, 1996). Essas considerações podem levar a empresa frente ao risco político. E com isso, a empresa deve tomar algumas decisões para se salvaguardar no país anfitrião: adaptar-se as políticas públicas do Governo local; não fazer o processo de entrada e saída do mercado quando já está atuando nele; conciliar as vantagens competitivas da empresa focando em seus pontos fortes e fracos (MORTANGES, ALLERS, 1996). O principal agente nesse processo de reconhecer, analisar e tomar a decisão é do administrador (BERNSTEIN, 1997).

HIPÓTESES

O novo milênio trouxe aumento das transações comerciais e de investimentos e uma busca crescente das empresas em se internacionalizarem. A internacionalização ocorre com o objetivo das empresas se manterem e se tornarem mais competitivas. A literatura existente já estudou todo o processo de internacionalização, como motivação, localização, processo, entre outros. Também já foi analisado as escolhas de modo de entrada baseado em determinantes institucionais, culturais, distância econômica e transnacional (GAFFNEY et al., 2016; LAHIRI et al., 2014; LEE et al., 2014; BUCKLEY et al., 2014). No entanto, poucos estudos exploram a variável risco político e a relacionam com o modo de entrada. A maioria dos IDE são direcionados para os países emergentes, que possuem um histórico de um grau de instabilidade política maior do que os países desenvolvidos, o que ressalta a importância de se estudar esse assunto.

Como base nessas premissas é de extrema importância compreender como o risco político dos países influencia na tomada de decisão referente a escolha do modo de entrada. Se houver um aumento do risco político, a escolha do modo de entrada seguirá um caminho para maior ou menor envolvimento, referente a perspectiva de ganho dessa relação e a influência do IDE.

Sobre uma perspectiva de uma menor participação acionária do estrategista do país de origem perante ao risco político, envolve alguns argumentos para o fato se concretizar. Primeiro, quando o gestor ou proprietário analisa o risco político, pode vir a ideia de que se, o mesmo, baixar sua participação acionária, e, conseqüentemente, aumentar a participação acionária do parceiro local do país destino, acaba dividindo os riscos do negócio (FEIJÓ, CASTOR, 1995). A lógica seria mais ou menos de um *Hedge*, em que implica na redução de

riscos, oferecidos pelas oscilações do mercado, e fixando com o parceiro local as regras das operações, garantindo a fixação dos valores.

Segundo argumento é sobre a menor participação acionária em que envolve o menor comprometimento de recursos da empresa, gerando uma economia nos custos. Se o gestor ou proprietário tiver menor participação não necessitará envolver tantos recursos no processo, pois dividirá essa conta com seu parceiro local (CAMARGOS, BARBOSA, 2005).

Terceiro argumento é que a relação de uma menor participação acionária de quem está entrando no mercado implica numa maior participação acionária do parceiro local, ou seja, gera um comprometimento e participação maior desse parceiro que visará o sucesso da operação. Para isso, o mesmo, envolver-se-á com a ajuda local em diferentes níveis, como a dispersão do *know-how*, conhecimento local sobre o ambiente institucional, acesso a cadeia local de suprimentos e fornecedores, entre outros. Ou seja, todos os fatores auxiliando na empresa que está vindo a lidar com o risco político no país que está indo por meio do parceiro local que detêm o conhecimento de causa (CAMARGOS, BARBOSA, 2005).

E por fim, o quarto argumento envolve a legitimidade. Um ponto que implica diferentes dificuldades nas empresas ao entrar em novos mercados. No entanto, com uma participação acionária menor e um maior envolvimento do parceiro local, garantirá para o mercado uma maior legitimidade (CHAN, MAKINO, 2007; MEYER et al., 2014).

Hipótese 1 – Quanto maior o risco político, menor a participação acionária escolhida nas aquisições.

No entanto, tem-se também o efeito contrário, em que o gestor ou proprietário se envolve com uma maior participação acionária quando escolhe o modo de entrada. Esse efeito acontece em relação as instituições locais do país de entrada. Quando as instituições não se desenvolvem bem geram um empecilho para as empresas, em que não conseguem operar direito nesse país se tiverem um parceiro local, pois o mesmo tende a seguir as instituições locais e poderá gerar conflito. Se o gestor ou proprietário opera sozinho poderá ser capaz de gerar estratégias mais eficientes com sua experiência em instituições de outros países (CURVELLO, 2012).

Também a possibilidade de o risco ser tão alto que necessitará um retorno mais alto para o gestor ou proprietário. O que implica em participação acionária maior, pois os resultados esperados são maiores, e nessa linha, compensará possuir uma subsidiária integralmente com o controle total. Resumidamente, maior risco poderá gerar maior retorno financeiro (CAMARGOS, BARBOSA, 2005).

E, em alguns casos extremos, em instituições que se encontram em atos de exceção, algumas decisões podem ser tomadas nesse contexto, em que em um contexto normal não poderiam ser nem cogitadas. Dessa forma, um parceiro local não é vantajoso, pois ele pensará nas leis aplicadas e não aproveitará o ato de exceção que poderá beneficiar a empresa. Ou até mesmo, o parceiro local poderá aproveitar a situação para ser oportunista e levar vantagem em cima do outro, quebrando acordos e contratos para benefício próprio (CHEN, HENNART, 2004; DYER et al., 2004; MALHOTRA et al., 2016).

Hipótese 2 – Quanto maior o risco político, maior a participação acionária escolhida nas aquisições.

MÉTODO

Este estudo tem o objetivo de analisar a influência do risco político na porcentagem da participação acionária no processo de aquisições das empresas de origem brasileira para o mundo. Com isso, será possível traçar um perfil de como os gestores ou proprietários trabalham com o fator risco político para escolher a melhor opção de entrada. A escolha de multinacionais

brasileiras para tal análise está vinculada com a sua grande capacidade de IDE perante aos demais países emergentes na América do Sul (CONTI et al., 2016).

O estudo se caracteriza como confirmatório, visando a compreensão e a confirmação de como o fator risco político influencia na tomada de decisão de empresas brasileiras que queiram realizar um IDE. Quanto à abordagem, este estudo utiliza de técnicas quantitativas, que tem seus dados coletados e matematizados, sua análise é feita através de tratamentos estatísticos (MARQUES, 2008). Para as análises estatísticas foram utilizadas regressões lineares múltiplas, processo que envolve a relação de uma variável independente com uma ou mais variáveis dependentes (MALHOTRA, 2006).

a) AMOSTRA

A amostra deste estudo contou com um número de 402 aquisições transfronteiriças de origem de empresas brasileiras com destino à países, como: Argentina, Austrália, Áustria, Bélgica, Bolívia, Canadá, Chile, China, Colômbia, Costa Rica, Croácia, Cuba, República Tcheca, República Dominicana, Equador, França, Alemanha, Guatemala, Hong Kong, Hungria, Índia, Israel, Itália, Japão, Kuwait, México, Moçambique, Namíbia, Holanda, Dinamarca, Omã, Panamá, Paraguai, Peru, Polônia, Portugal, Qatar, Romênia, Senegal, Eslovênia, África do Sul, Espanha, Suécia, Suíça, Taiwan, Tailândia, Turquia, Emirados Árabes Unidos, Reino Unido, Estados Unidos da América, Uruguai, e Venezuela, no período que corresponde a 1990 até 2017. Os dados das aquisições foram recuperados da Thomson-Reuters Banco de dados de M&A na plataforma EIKOS. Ao selecionar a amostra seguiu alguns procedimentos. Primeiro, selecionou-se somente as transações que possuem como país de origem o Brasil. Também se excluiu países de destino que são paraísos fiscais (como Bahamas). Segundo, considerou-se apenas negócios em que a participação acionária adquirida foi de 10% ou mais do patrimônio, pois valores menores que esse percentual poderiam ser especulativos (investimento de portfólio). Terceiro, exclui-se as observações com dados ausentes nas variáveis de controle e seleção. E por fim, realizou-se a somatória de todas as subvariáveis do risco político para formar a pontuação final da variável risco político do país de destino.

b) VARIÁVEL

A variável dependente é a porcentagem da participação acionária nas aquisições transfronteiriças. O objetivo desta variável é identificar a porcentagem acionária no modo de escolha de entrada ao se internacionalizar. Também se procura entender como a variável é influenciada pelo risco político de cada país de destino.

c) VARIÁVEIS INDEPENDENTES

A variável independente se refere ao risco político do país de destino. São variáveis medidas com dados coletados no Banco Mundial, especificamente no *Politic Risk Rating* (PRS). A variável risco político é medida por meio de doze subvariáveis, como: estabilidade governamental, condições socioeconômicas, perfil de investimento, conflito interno, conflito externo, corrupção, militarismo na política, tensões religiosas, lei e ordem, tensões étnicas, responsabilidade democrática, e qualidade da burocracia. Como no guia do Banco Mundial a escala de risco político é invertida, indicando o maior score (100 pontos) como o país com menor risco político e vice-versa, foi necessário inverter a escala para gerar uma medida de quanto maior o risco político maior o score.

d) VARIÁVEIS DE CONTROLE

As variáveis de controle utilizadas são: o PIB do país de destino da aquisição feita; os anos em que estas aquisições foram feitas, correspondendo ao período entre 1990 a 2017 (o ano de 2008 foi excluído por apresentar multicolinearidade); o setor em que a empresa adquirente atua (o setor “operadores do mercado financeiro e de commodities e provedores de serviços” foi excluído por apresentar multicolinearidade); a forma de financiamento para a aquisição; e o

setor da empresa adquirida (o setor de “processamento de carne” foi excluído por apresentar multicolinearidade), com a adição de uma variável de seleção onde foram escolhidas empresas com o *deal value* diferente de zero.

RESULTADOS

A Tabela 1 fornece estatísticas descritivas da amostra, como médias e desvios-padrão, e também correlações para as variáveis. As correlações não apresentaram indícios altos de uma multicolinearidade. As correlações apresentam a influência das subvariáveis entre si e sobre o total do risco político do país de destino. Cada subvariável é representada por uma letra iniciando em A e terminando em L. Com isso, temos: A-estabilidade governamental, B-condições socioeconômicas, C-perfil de investimento, D-conflito interno, E-conflito externo, F-corrupção, G-militarismo na política, H-tensões religiosas, I-lei e ordem, J-tensões étnicas, K-responsabilidade democrática, e L-qualidade da burocracia.

Tabela - 1: Estatísticas descritivas e correlações

| | Média | Desvio padrão | Risco país de destino | A | B | C | D | E | F | G | H | I | J | K | L |
|-----------------------|--------|---------------|-----------------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---|
| Risco país de destino | 26,590 | 9,170 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| A | 4,189 | 1,539 | ,260** | 1 | | | | | | | | | | | |
| B | 5,274 | 1,947 | ,858** | ,108* | 1 | | | | | | | | | | |
| C | 2,978 | 2,386 | ,727** | ,236** | ,744** | 1 | | | | | | | | | |
| D | 2,441 | 1,422 | ,704** | ,026 | ,522** | ,248** | 1 | | | | | | | | |
| E | 1,920 | 1,108 | ,165** | -,122* | ,011 | -,104* | ,306** | 1 | | | | | | | |
| F | 2,633 | 1,074 | ,766** | ,078 | ,684** | ,562** | ,424** | ,022 | 1 | | | | | | |
| G | 1,513 | 1,240 | ,686** | -,075 | ,517** | ,285** | ,574** | ,240** | ,484** | 1 | | | | | |
| H | 0,560 | 0,754 | ,133** | ,028 | -,074 | -,084 | ,221** | ,104* | -,070 | ,134** | 1 | | | | |
| I | 1,995 | 1,370 | ,811** | ,087 | ,717** | ,501** | ,551** | ,091 | ,736** | ,595** | -,049 | 1 | | | |
| J | 1,169 | 1,109 | ,027 | ,014 | -,183** | -,245** | ,263** | -,013 | -,127* | ,000 | ,323** | -,127* | 1 | | |
| K | 0,880 | 0,972 | ,661** | -,021 | ,561** | ,525** | ,323** | -,017 | ,584** | ,530** | -,094 | ,573** | -,205** | 1 | |
| L | 1,037 | 0,853 | ,730** | ,050 | ,677** | ,482** | ,415** | -,127* | ,645** | ,516** | ,051 | ,640** | -,036 | ,657** | 1 |

Fonte: dados da pesquisa

Nota: N = 402; * = p<0.05; ** = p<0.01.

A Tabela 2 apresenta os resultados dos testes das hipóteses e também a regressão linear feita utilizando o risco político com as suas 12 subvariáveis somadas, juntamente com as variáveis de controle. O coeficiente beta -0,193, confirma a influência negativa que risco político vai exercer sobre a participação acionária. Desta maneira, países com um risco político maior influenciam negativamente na participação acionária de empresas com origem no Brasil, que buscam realizar investimentos estrangeiros.

Observou-se que nas variáveis de controle, especificamente no recorte dos anos, o ano de 1996 teve maior efeito positivo ($\beta = 0,199$) e o ano de 2010 teve maior efeito negativo ($\beta = -0,142$). No recorte dos setores das empresas, observou-se maior efeito positivo ($\beta = 0,375$) na indústria farmacêutica em relação a empresa adquirida. O maior efeito negativo ($\beta = -0,273$) se mostrou na indústria de minas de ferro e aço em relação a empresa adquirente. A respeito do financiamento para a aquisição, evidencia-se que quando se tem um patrocinador beneficiando a empresa adquirida o efeito é positivo ($\beta = 0,158$). E quando se tem um patrocinador no processo da empresa adquirente o efeito é negativo ($\beta = -0,16$).

Assim, consegue-se visualizar que a Tabela 2 confirma a hipótese 1, em que quanto maior o risco político, menor será a participação acionária escolhida nas aquisições. As empresas tendem a adquirir uma parcela menor para evitar riscos. Uma aquisição parcial fornece um parceiro local, que tende a dividir: os riscos do negócio, os custos, recursos do processo, e dispor de um maior comprometimento. Esse parceiro também transpassa legitimidade para o mercado e repassa o conhecimento sobre o ambiente estrangeiro. A hipótese 2 foi negada, pois era relativamente oposta a hipótese 1, ou seja, quando a hipótese 1 foi confirmada a hipótese 2 automaticamente foi negada.

Tabela – 2: Risco político e a participação acionária

| | β | α |
|--------------------------------------|---------|----------|
| Risco país de destino | -,193 | ,021 |
| PIB país de destino | -,017 | ,866 |
| Anos 1990 até 2017 | Incluso | Incluso |
| Setor da Indústria Adquirente | Incluso | Incluso |
| Patrocinador da indústria Adquirente | ,158 | ,053 |
| Patrocinador da indústria Adquirida | -,016 | ,826 |
| Setor da Indústria Adquirida | Incluso | Incluso |

Fonte: Dados da Pesquisa

A Tabela 3 é apresentada para entender melhor o risco político, dissecando suas subvariáveis, conforme os dados do PRS do Banco Mundial. Os modelos A;B;C;D;E;G;H;J;K não apresentaram significância. O modelo F (subvariável corrupção) apresentou significância com um beta -0,345 afetando negativamente a porcentagem da participação acionária no processo de aquisição. O modelo I (subvariável Lei e ordem) apresentou significância com um beta de -0,234 afetando negativamente a porcentagem da participação acionária no processo de aquisição. O modelo L (subvariável qualidade burocrática) apresentou significância com um beta de -0,195 afetando negativamente a porcentagem da participação acionária no processo de aquisição.

DISCUSSÃO E CONCLUSÕES

Neste estudo, conceituou-se e caracterizou-se o risco político, testando sua influência sobre a porcentagem da participação acionária referente ao processo de aquisições transfronteiriças realizadas por empresas de origem brasileira que realizam expansão para o mundo. Com isso, se confirma os argumentos da importância da análise do risco político pelas empresas brasileiras para escolher o melhor modo de entrada no país estrangeiro.

Com os dados apresentados, observou-se que o risco político do país de destino tem influência negativa na porcentagem da participação acionária no processo de aquisição. Ou seja, as empresas tendem a adquirir menor participação acionária quando o risco político é alto, pois não querem correr o risco sozinhas, e sim, dividi-lo com um parceiro local. Em meados da década de 1990, os países emergentes iniciaram seu processo de abertura para o mundo, gerando um aumento de investimentos em diversos países. Já em 2010, o mundo estava sofrendo uma recessão devido à crise de 2008, o que afetou a confiança dos empresários resultando em menos IDE.

Observa-se que setores estratégicos para os países tendem apresentar um número de aquisições com menos participação acionária, principalmente pela influência ativa do governo nesses setores. Já em setores de isonomia e lobby mundial, como a indústria farmacêutica, gera mais confiança nos empresários por ser um setor mais controlado e estabelecido. Para acrescentar neste cenário, quando existe um patrocinador no processo da empresa adquirida, diminui os riscos perante a visão do adquirente e com isso tende a obter uma maior participação acionária. No entanto, quando o adquirente possui um patrocinador o risco é maior para a empresa e tendência é realizar uma menor participação acionária.

Ao analisar o risco político com as suas doze subvariáveis separadas, foi notado que as subvariáveis “corrupção” (modelo F), “lei e ordem” (modelo I), e “qualidade burocrática” (modelo L) apresentaram influência negativa na porcentagem da participação acionária. Com isso, demonstra-se que as subvariáveis envolvendo o governo dos países de destino são as mais influentes na decisão das empresas, porque o governo tem autoridade e autonomia para modificar as variáveis do seu ambiente institucional.

Foi confirmado a hipótese 1 em que quanto maior for o risco político, as empresas tendem a escolher formas de participação acionárias mais baixas, como joint-ventures, fusões ou aquisições parciais. Evidencia-se que, nessa escolha, um parceiro local pode diminuir os riscos, promover o aprendizado do ambiente e da empresa, e ajudará a ganhar legitimidade perante o mercado. Embora existam estudos (SUCHMAN, 1995; DEEPHOUSE, 1996) que afirmem que a legitimidade pode ser desenvolvida por uma ampla gama de estratégias, as variáveis do risco do ambiente institucional dificultam as adaptações das empresas.

Empresas que entram nos países com um alto risco político terão que lidar com as regras e normas oficiais e com os custos e riscos desse sistema. Em países com um índice de corrupção alta poderão ter o custo de financiamento de partidos políticos e o custo de estratégia para lidar com a instabilidade política. Outro ponto é o econômico, em que necessitará de um gasto com consultores fiscais para entender do sistema tributário do país e evitar uma tributação abusiva, “economizando” em tempo e recursos gerenciais para se adaptar aos regulamentos diferentes. Apesar de todos esses pontos, se a empresa tiver um parceiro local será mais fácil de se adaptar ao ambiente institucional do país de destino.

Este estudo tem a contribuição empírica para estudos de estratégias de internacionalização, especificamente em IDE, com influência do risco político. Para a sociedade, os gestores e/ou proprietários, poderão reproduzir a análise quantitativa em relação ao país desejado e verificar qual será a melhor escolha para a empresa. Para uma contribuição na academia, o estudo gera maior conhecimento na área, em que existem poucos artigos publicados. A relação do risco político com a participação acionária pode ser usada em estudos posteriores, podendo focar em estudos regionais, estudos de países emergentes e/ou desenvolvidos, e relação país-país ou região-região.

REFERÊNCIAS

ÁVILA, H. de A. **Fatores institucionais dos países hospedeiros e fatores da firma: influência nos investimentos diretos das multinacionais brasileiras.** Tese (Doutorado) – Instituto COPPEAD de Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2013.

BERNSTEIN, P. L. **Desafio aos Deuses: a fascinante história do risco.** Rio de Janeiro: Editora Campus, 1997.

BLOMSTERMO, A.; SHARMA, D. D.; SALLIS, J. Choice of foreign market entry mode in service firms. **International Marketing Review**, v. 23, n. 2, p. 211-229, 2006.

BUCKLEY, P.; ELIA, S.; KAFOUROS, M. Acquisitions by emerging market multinationals: Implications for firm performance. **Journal of World Business**, v. 49, n. 4, p. 611–632, 2014.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Da fusão Antártica/Brahma à fusão com a Interbrew: uma análise da trajetória econômico-financeira e estratégica da Ambev. **Revista de Gestão**, v. 12, n. 3, p. 47-63, 2005.

CHAN, C.; MAKINO, S. Legitimacy and multi-level institutional environments: Implications for foreign subsidiary ownership structure. **Journal of International Business Studies**, v. 38, p. 621–638, 2007.

CHARI, M.; CHANG, K. Determinants of the share of equity sought in cross-border acquisitions. **Journal of International Business Studies**, v.40, n.8, p.1277–1297, 2009.

CHEN, S.; HENNART, J.-F. A hostage theory of joint ventures: Why do Japanese investors choose partial over full acquisitions to enter the United States? **Journal of Business Research**, v.57, n.10, p.1126–1134, 2004.

CHEN, S.-F. The motives for international acquisitions: Capability procurements, strategic considerations, and the role of ownership structures. **Journal of International Business Studies**, v.39, n.3, p.454–471, 2008.

CHERMAK, J. M. Political risk analysis – Past and present. **Resources Policy**, v. 18, n. 3, p. 167-178, Sept. 1992.

CURVELLO, João J. Azevedo. **Comunicação Interna e Cultura Organizacional.** Brasília: Casa das Musas, 2012.

DEEPHOUSE, D. Does isomorphism legitimate? **Academy of Management Journal**, v.39, n.4, p.1024-1039, 1996.

DEMIRBAG, M.; GLAISTER, K. W.; TATOGLU, E. Institutional and Transaction Cost Influences on MNEs' Ownership Strategies of their Affiliates: Evidence from an Emerging Market. **Journal of World Business**, v. 42, n. 4, p. 418-434, 2007.

- DENG, P.; YANG, M. Cross-border mergers and acquisitions by emerging market firms: A comparative investigation. **International Business Review**, v.24, n.1, p.157–172, 2015.
- DUNNING, J. The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions. **Journal of International Business Studies**, v. 19, n. 1, p. 1-31, Spring 1988.
- DYER, J.; KALE, P.; SINGH, H. When to ally and when to acquire? **Harvard Business Review**, v.82, n.7-8, p.109–115, 2004.
- FEIJÓ, Paulo Afonso; CASTOR, Belmiro Valverde Jardim. O que Eles pensam sobre Fusões e Aquisições. **RAE Light**, São Paulo, v. 2, n. 5, p. 39-44, 1995.
- FERREIRA, M. Building and leveraging knowledge capabilities through cross-border acquisitions. In: TALLMAN, S. **New generation in international strategy**. New York: Edward Elgar Publishing, 2008.
- GAFFNEY, N.; KARST, R.; CLAMPIT, J. Emerging market MNE cross-border acquisition equity participation: The role of economic and knowledge distance. **International Business Review**, v.25, n.1, p.267–275, 2016.
- GARRIDO, I. L. et al. A Escala Experf e os modos de entrada: uma proposta de mensuração de desempenho internacional em empresas brasileiras. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 6, n. 4, p. 312-327, nov./dez. 2009.
- GOMES-CASSERES, B. Firm ownership preferences and host government restrictions: An integrated approach. **Journal of International Business Studies**, v.21, n.1, p.1–22, 1990.
- GRINBLAT, M; TITMAN, S. **Mercados financeiros e estratégias corporativas**. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HENNART, J.-F.; REDDY, S. Digestibility and asymmetric information in the choice between acquisitions and joint ventures: Where’s the beef? **Strategic Management Journal**, v.21, n.2, p.191–194, 2000.
- HOWELL, L. D; CHADDICK, B. Models of Political Risk for Foreign Investment and Trade: An Assessment of Three Approaches. **The Columbia Journal of World Business**, v. 29, n. 3, p. 70-91, autumn 1994.
- JOHANSON, J.; VAHLNE, J. The internationalization process of the firm – a model of knowledge development and increasing foreign market commitments. **Journal of international business studies**, v. 8, n. 1, p. 23-32, 1977.
- KHATTAB, A. Al; ANCHOR, J.; DAVIES, E. Managerial Perceptions of Political Risk in International Projects. **International Journal of Project Management**, v. 25, n. 7, p. 734-743, 2007.
- KOBRIN, S. J. Political Risk; a Review and Reconsideration. **Journal of International Business Studies**, v. 10, n. 1, p. 67-80, Spring/Summer 1978.
- LAHIRI, S.; ELANGO, B.; KUNDU, S. Cross-border acquisition in services: Comparing ownership choice of developed and emerging economy MNEs in India. **Journal of World Business**, v.49, n.3, p.409–420, 2014.

- LEE, Y.; HEMMERT, M.; KIM, J. What drives the international ownership strategies of Chinese firms? The role of distance and home-country institutional factors in outward acquisitions. **Asian Business & Management**, v.13, n.3, p.197–225, 2014.
- LEHKONEN, H.; HEIMONEN, K. Democracy, political risks and stock market performance. **Journal of International Money and Finance**, v. 59, p. 77-99, 2015.
- MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**.4. ed. Porto Alegre: ArTmed, 2006.
- MALHOTRA, S.; LIN, X.; FARRELL, C. Cross-national uncertainty and level of control in cross-border acquisitions: A comparison of Latin American and US multinationals. **Journal of Business Research**, v.69, n.6, p.1993–2004, 2016.
- MARKS, M. L.; MIRVIS, P. H. **Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Merger, Acquisitions, and Alliances**. San Francisco: Jossey-Bass, 1998.
- MARQUES, Heitor Romero. **Metodologia da pesquisa e do trabalho científico**. Campo Grande: UCDB Ed, 2008.
- MEYER, K.; DING, Y.; LI, J.; ZHANG, H. Overcoming distrust: How state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad. **Journal of International Business Studies**, v.45, n.8, p.1005–1028, 2014.
- MEYER, K.; WRIGHT, M.; PRUTHI, S. Managing knowledge in foreign entry strategies: A resource-based analysis. **Strategic Management Journal**, v.30, n.5, p.557–574, 2009.
- MORTANGES, C. P. de; ALLERS, V. Political Risk Assessment: Theory and the Experience of Dutch Firms. **International Business Review**, v. 5, n. 3, p. 303-318, 1996.
- NARDULLI, P. F.; PEYTON, B.; BAJJALIEH, J. Conceptualizing and Measuring Rule of Law Constructs, 1850-2010. **Journal of Law and Courts**, The University of Chicago Press, v. 1, n. 1, p. 139-192, March 2013.
- NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1990.
- PENG, M.; WANG, D.; JIANG, Y. An institution-based view of the international business strategy: A focus on emerging economies. **Journal of International Business Studies**, v.39, n.5, p.920–936, 2008.
- PRS. **International Country Risk Guide (ICRG)**. New York: The PRS Group, 2018
- ROBOCK, S. H. Political Risk: Identification and Assessment. **Columbia Journal of World Business**, v. 6, n. 4, p. 6-20, 1971.
- ROSS, S. A; WESTERFIELD, R. W; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.
- SCHMIDT, D. A. Analyzing Political Risk. **Business Horizons**, v. 29, n. 4, p. 43-50, 1986.
- SCHNEIDER, D. Notes toward a theory of culture. In: BASSO, K.; SELBY, H. (Orgs.). **Meaning in Anthropology**. Albuquerque: School of American Research Book, 1976, p.197-220.

- SCOPUS. **Guia de referência rápida.** 2016. Disponível em: <https://www.periodicos.capes.gov.br/images/documents/Scopus_Guia%20de%20refer%C3%Aancia%20r%C3%A1pida_10.08.2016.pdf>. Acesso em: 09 jun. 2020.
- SCOTT, W. R. **Institutions and organizations.** London: Sage, 1995.
- SOTTILOTTA, C. E. Political Risk Assessment and the Arab Spring: What Can We Learn?. **Thunderbird International Business Review**, v. 57, n. 5, p. 1-12, 2015.
- SUCHMAN, M. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. **Academy of Management Review**, v.20, n.3, p.571-610, 1995.
- VERMEULEN, F.; BARKEMA, H. Learning through acquisitions. **Academy of Management Journal**, v.44, n.3, p.457–476, 2001.
- WAFO, G. L. K. **Political Risk and Foreign Direct Investment.** Faculty of Economics and Statistics, University of Konstanz, 1998.
- WILLIAMSON, P.; RAMAMURTI, R.; FLEURY, A.; FLEURY, M. Conclusion: Rethinking the implications of EMNEs' rise. In WILLIAMSON, P.; RAMAMURTI, R.; FLEURY, A.; FLEURY, M (Eds.), **The competitive advantage of emerging market multinationals.** Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2014.
- WORLD BANK GROUP. **WIPR – World Investment and Political Risk.** Washington, DC: MIGA, World Bank Group. 2014.
- WRIGHT, M.; FILATOTCHEV, I.; HOSKISSON, R.; PENG, M. Strategy research in emerging economies: Challenging the conventional wisdom. **Journal of Management Studies**, v.42, n.1, p.1–33, 2005.