

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS  
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS  
NÍVEL MESTRADO**

**LUIZ ALBERTO MANGONI**

**A PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DOS FUNDOS DE PENSÃO NAS EMPRESAS  
LISTADAS NA BM&FBOVESPA:  
Fatores Explicativos da Atração de Investimentos**

**SÃO LEOPOLDO  
2015**

LUIZ ALBERTO MANGONI

A PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DOS FUNDOS DE PENSÃO NAS EMPRESAS  
LISTADAS NA BM&FBOVESPA:  
Fatores Explicativos da Atração de Investimentos

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.

Orientadora: Prof<sup>a</sup> Dr<sup>a</sup> Clea Beatriz Macagnan

Co-orientador: Prof. Dr. Francisco Antonio Mesquita Zanini

SÃO LEOPOLDO

2015

M277p Mangoni, Luiz Alberto  
A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA: fatores explicativos da atração de investimentos / por Luiz Alberto Mangoni. -- São Leopoldo, 2015.

62 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2015.  
Orientação: Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Clea Beatriz Macagnan ;  
Coorientação: Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini, Escola de Gestão e Negócios.

1.Previdência privada – Brasil. 2.Fundos de pensão – Brasil. 3.Ações (Finanças). 4.Sociedades por ações. 5.Fundos de investimentos. I.Macagnan, Clea Beatriz. II.Zanini, Francisco Antônio Mesquita. III.Título.

CDU 368.032(81)  
331.25(81)  
336.76  
331.25:347.725

Catálogo na publicação:  
Bibliotecária Carla Maria Goulart de Moraes – CRB 10/1252

ATA MCC-D Nº. 019/2015

Aos vinte e três do mês de março do ano de 2015, às 10h30min, reuniu-se na sala CONECTA Campus São Leopoldo, a Comissão Examinadora de Defesa de Dissertação composta pelos professores: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan (Orientador) da UNISINOS; Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini (co-orientador) da UNISINOS; Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura da MACKENZIE; Prof. Dr. Roberto Frota Decourt da UNISINOS; Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves da UNISINOS, para analisar e avaliar a Dissertação intitulada "A PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DOS FUNDOS DE PENSÃO NAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&BOVESPA: FATORES EXPLICATIVOS DA ATRAÇÃO DE INVESTIMENTOS", do aluno Luiz Alberto Mangoni, candidato ao título de Mestre em Ciências Contábeis. Após a apresentação, arguição e defesa, a Banca atribuiu os seguintes conceitos:

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura - MACKENZIE

Conceito: APROVADO

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt - UNISINOS

Conceito: APROVADO

Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves - UNISINOS

Conceito: APROVADO

A Dissertação obteve o Conceito Final: APROVADO

As alterações sugeridas pela Banca Examinadora são as seguintes:

conforme materiais disponibilizados pelos membros da banca.

A aluno deverá apresentar a versão final do trabalho com as modificações propostas pela Banca Examinadora da Dissertação, no prazo máximo de \_\_\_ dias, mediante supervisão do Orientador. A emissão do diploma está condicionada a entrega da Versão Final da Dissertação.

São Leopoldo, 23 de março de 2015.

Mestrando: Luiz Alberto Mangoni

Assinatura: [assinatura]

Professor Orientador: Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan

Assinatura: [assinatura]

Professor Co-Orientador: Prof. Dr. Francisco Mesquita Zanini

Assinatura: [assinatura]

Membro: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura

Assinatura: [assinatura]

Membro: Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

Assinatura: [assinatura]

Membro: Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves

Assinatura: [assinatura]

Secretária: Tana Cassia Malacarne Martins

Assinatura: [assinatura]

Dedico a minha esposa Gilse e à  
minha filha Laura.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao seletto grupo de professores do PPG de Ciências Contábeis da Unisinos, em especial à Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Clea Beatriz Macagnan e ao Prof. Dr. Francisco Zanini pelos valiosos ensinamentos.

Aos colegas da turma de 2013, em especial aos da área de finanças, pela grande união e excelente convívio.

Um agradecimento especial ao Bruno pelo companheirismo incondicional, ao Jeferson pelo incentivo e disposição, e à Mariana por esta grande amizade construída entre Farroupilha e São Leopoldo.

À Tanise Brandão Busmann e à Stefânia de Lima pelo apoio na reta final do trabalho.

À empresa Grendene S/A por ter disponibilizado o tempo necessário para este aprimoramento. Em especial à minha equipe de trabalho pela competência e responsabilidade neste período de ausências.

Meu maior agradecimento vai para minha esposa Gilse e a minha filha Laura, pelo incentivo e pela grande paciência que tiveram nestes dois anos.

## RESUMO

O objetivo deste estudo foi analisar as características das empresas listadas na BM&FBOVESPA que atraem os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no período de 2005 a 2013. Acima de tudo as organizações deveriam proporcionar resultados positivos aos seus acionistas, tanto em forma de lucro como em crescimento patrimonial. Com base nesta afirmação e somado a estudos que evidenciam a relação entre a atração de investimentos e fundos de pensão foi desenvolvida esta pesquisa. Para a análise foram utilizados dados descritivos e regressões lineares. Foram encontradas relações estatísticas positivas entre o percentual de participação societária dos fundos de pensão e o tamanho das empresas, bem como a adesão a um nível diferenciado de governança corporativa pelas mesmas. Uma relação não estatística foi observada entre os gastos em P&D e os investimentos dos fundos de pensão. A amostra deste estudo foi formada por empresas que possuísem em sua composição acionária ao menos um fundo de pensão entre os anos de 2005 e 2013. Esta pesquisa poderá contribuir para futuros estudos a respeito de investimentos dos fundos de pensão e para a compreensão do comportamento destas empresas quanto à utilização de seus recursos.

Palavras-chave: Fundos de pensão. Decisões de investimento. Atração de investimentos. Mercado acionário.

## **ABSTRACT**

The aim of this study was to analyze the characteristics of the companies listed on the BM&FBOVESPA that attract investments of Brazilian pension funds in the period 2005 to 2013. Above all, the organizations should provide positive results to its shareholders as profit or asset growth. Based on this statement and added to studies that evidence the relation between investment attraction and pension funds was developed this research. For analysis, descriptive data and linear regression were used. Positive statistical relations were found between the percentage of ownership interest of the pension funds and the size of companies, as well as adherence of this companies to one of the differentiated levels of corporate governance. A no statistical relation was observed between spending on R&D and pension funds' investments. The sample consists of companies which carry on their shareholding structure at least one pension fund between the years 2005 and 2013. This research could contribute to future studies regarding pension funds' investments and to understand the behavior of these companies on the use of its resources.

Keywords: Pension funds. Investment decisions. Investment attraction. Stock market.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01 – Segmentos de listagem da BM&FBOVESPA - Comparativo.....	16
Quadro 02 – Evolução acumulada - taxas anuais dos índices da BM&FBOVESPA.	18
Quadro 03 – Ativos por tipo de investidores no âmbito da OECD – 1995 -2012.....	22
Quadro 04 – Investimentos dos fundos de pensão brasileiros e o patrocínio predominante .....	25
Quadro 05 – Limites de investimentos em ações dos fundos de pensão brasileiros a partir de 2003 .....	27
Quadro 06 – Hipóteses, variáveis e relações esperadas .....	33
Quadro 07 – Participação dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA .....	40
Quadro 08 – Setores onde os fundos de pensão possuem investimentos.....	42
Quadro 09 – Estatística descritiva das variáveis .....	43
Quadro 10 – Análise da correlação entre as variáveis .....	43
Quadro 11 – Resultado da estimação MQO – todas as variáveis .....	44
Quadro 12 – Resultado da estimação painel com efeitos fixos – todas as variáveis.	45
Quadro 13 – Resultado da estimação painel com efeitos fixos – melhor resultado ..	47

## LISTA DE SIGLAS

ABRAPP	<i>Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar</i>
ADR	<i>American Depositary Receipt</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EFPC	Empresas Fechadas de Previdência Complementar
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPO	<i>Initial Public Offerings</i>
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
ISS	<i>Institutional Shareholder Services</i>
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>
PREVI	Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
<b>1.1 Contextualização e problemática de pesquisa</b> .....	<b>10</b>
<b>1.2 Objetivos</b> .....	<b>11</b>
<b>1.3 Justificativa e relevância</b> .....	<b>12</b>
<b>1.4 Delimitação do estudo e estrutura da dissertação</b> .....	<b>13</b>
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA</b> .....	<b>14</b>
<b>2.1 Captação de Recursos - Financiamentos</b> .....	<b>14</b>
<b>2.2 Aplicação dos recursos - Investimentos</b> .....	<b>19</b>
<b>2.3 Investidores Institucionais e fundos de pensão</b> .....	<b>21</b>
<b>2.4 Fundos de pensão no Brasil e a respectiva Legislação</b> .....	<b>25</b>
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>32</b>
<b>3.1 Métodos Estatísticos</b> .....	<b>32</b>
<b>3.2 Modelo estatístico</b> .....	<b>33</b>
<b>3.3 Variável dependente e variáveis explicativas</b> .....	<b>34</b>
<b>3.4 População, amostra e fonte de dados</b> .....	<b>39</b>
<b>4 ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS</b> .....	<b>40</b>
<b>4.1 Análise descritiva da participação societária dos fundos de pensão</b> .....	<b>40</b>
<b>4.2 Análise descritiva e correlação das variáveis</b> .....	<b>43</b>
<b>4.3 Análise das regressões</b> .....	<b>44</b>
<b>4.4 Análise dos resultados e comparativo com outros estudos</b> .....	<b>48</b>
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>53</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>55</b>
<b>ANEXO A – EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO (AMOSTRA)</b> .....	<b>61</b>

## **1 INTRODUÇÃO**

O mercado de capitais apresenta-se como uma possibilidade de financiamento para as empresas e tem crescido de forma significativa no Brasil. A quantidade de negócios realizados na BM&FBOVESPA, no mercado à vista, em 2004, movimentou um montante de R\$ 252 bilhões e, em 2013, este número cresceu para R\$ 1.644 bilhões. O que significa um crescimento de 652% no respectivo período (BM&FBOVESPA, 2014). Esse expressivo crescimento indica que o mercado de capitais brasileiro tornou-se atrativo às organizações e aos investidores, configurando-se assim, como uma alternativa ao mercado financeiro na política de financiamento das empresas.

De outra parte, encontram-se os fundos de pensão, detentores de capital passível de ser aplicado em empresas listadas no mercado de capitais. Pelas somas administradas e pela característica previdenciária, indicativa de longo prazo, os fundos de pensão têm atuado como importantes investidores no mercado de capitais. Conforme a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), em dezembro de 2013, os investimentos dos fundos de pensão brasileiros somavam 650 bilhões de reais. Deste montante, 84 bilhões aplicados diretamente em ações, o que representa 13% do total dos investimentos realizados pelos fundos de pensão brasileiros (PREVIC, 2013).

Neste contexto, esta pesquisa tem como objeto de estudo os fatores relacionados às empresas que poderiam explicar a decisão dos fundos de pensão de investir nas mesmas. Na sequência, apresenta-se a contextualização e a problemática desta pesquisa.

### **1.1 Contextualização e problemática de pesquisa**

Os fundos de pensão, mais especificamente Empresas Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), são organizações gestoras de recursos com a finalidade de suprir, de forma complementar, as necessidades futuras de seus participantes. Conforme a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), as EFPCs são operadoras de planos de benefícios de caráter previdenciário, que além de buscar a manutenção de sua operação de curto prazo, investem seus recursos para garantir renda futura a seus participantes.

De um modo geral, as organizações fazem investimentos com o objetivo principal de proporcionar resultados positivos aos seus acionistas, tanto em forma de lucros como em crescimento patrimonial, qualquer decisão financeira deveria estar baseada neste objetivo (MODIGLIANI E MILLER, 1958). O que diferencia os fundos de pensão das demais empresas é o caráter previdenciário dos mesmos, que indicaria o direcionamento dos investimentos para um horizonte de mais longo prazo (AMARAL, et.al. 2004; BUSHEE, 2004). Os fundos de pensão, na busca de resultados financeiros, agiriam de maneira similar a qualquer empresa na escolha da melhor opção para este intento. No entanto, o olhar de longo prazo, que é pertinente aos interesses dos fundos de pensão, os levaria a considerar aspectos explicitamente não financeiros, a fim de garantir que os resultados fossem atingidos, em consideração aos prazos pretendidos.

Entre os aspectos não financeiros, encontrar-se-ia o sistema de governança corporativa, como indicador da qualidade de gestão (PENSUVO, 2006; LIMA, 2013, ALMEIDA, 2011). Também, as preocupações com responsabilidade social e sustentabilidade, sinalizando a intenção de perpetuidade da empresa (CAMARGO, 2012; MACEDO, et al. 2013). Características como essas poderiam explicar a escolha de uma empresa em detrimento de outra na decisão de investimento do Fundo de Pensão.

Partindo do pressuposto de que os fundos de pensão escolhem as empresas listadas no mercado de capitais brasileiro segundo as características das mesmas, questiona-se: quais os fatores explicativos da atração de investimentos dos fundos de pensão sobre as empresas listadas na BM&FBOVESPA?

A partir do problema de pesquisa elaborou-se o objetivo geral deste estudo, apresentado no próximo item.

## **1.2 Objetivos**

O objetivo geral desta pesquisa é analisar quais as características das empresas listadas na BM&FBOVESPA que atraem os investimentos dos fundos de pensão brasileiros no período de 2005 a 2013.

Com a intenção de alcançar o objetivo principal, é estabelecido o seguinte objetivo:

- Identificar a participação dos fundos de pensão na estrutura societária das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

### **1.3 Justificativa e relevância**

A revisão de literatura empírica possibilitou identificar que parte das pesquisas publicadas, tanto em trabalhos nacionais quanto internacionais, sobre investidores institucionais e empresas encontra-se focada na análise do ativismo dos mesmos em relação a melhora da governança corporativa. Assim como na análise do desempenho econômico financeiro destas empresas (FACCIO; LASFER, 2000; CLARKE; HEBB, 2004; PENSUVO, 2006; ALMEIDA, 2011; CAMARGO, 2012; OLIVEIRA; LEAL; ALMEIDA, 2012; TILBA; MCNULTY, 2013; LIMA, 2013). Uma pesquisa direcionada ao tema é a de Ferreira e Matos (2006) que analisa a preferência dos investidores institucionais quanto ao seus investimentos. Contudo, os autores não diferenciam os tipos de investidores institucionais e as características particulares de cada um deles em termos de investimento e na escolha das empresas a investir.

O estudo de Bushee (2001) analisa a relação entre os investimentos dos investidores institucionais e as empresas em que os mesmos mantém investimentos. Separando os investidores de acordo com seu comportamento ao investir, determinando assim, as características das empresas que especificamente atraem cada um deles, inclusive os fundos de pensão. Diferenciando-se do estudo de Bushee (2001), esta dissertação trata exclusivamente do mercado de capitais brasileiro. Outra diferença a ser considerada é que se analisam apenas os fundos de pensão brasileiros, que se caracterizam pela grande participação do poder público como patrocinador.

A contribuição que se espera com este estudo é o entendimento através das empresas interessadas em ter os fundos de pensão como acionistas, no sentido de se ajustarem às características valorizadas pelos mesmos. Outra contribuição é que se somará a outros estudos no entendimento dos investimentos e financiamentos conduzidos pelo mercado de capitais brasileiro. Também contribuirá

academicamente, somando-se a outros estudos relativos aos fundos de pensão e seus investimentos.

#### **1.4 Delimitação do estudo e estrutura da dissertação**

Os investimentos dos fundos de pensão em ações das empresas podem ocorrer de forma indireta, através do uso de fundos de investimentos com gerenciamento próprio ou de terceiros. Portanto, a amostra não atende todos os casos de participação societária dos fundos de pensão. Este estudo limita-se à análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA que tenham participação acionária de forma direta dos fundos de pensão brasileiros, e que tenham dados relacionados no banco de dados Economatica. Neste estudo são considerados como fundos de pensão as organizações de previdência fechadas (EFPC), sendo excluídos da análise as empresas de previdência privada aberta.

Precedendo esta introdução apresenta-se o segundo capítulo em que é apresentada revisão de literatura sobre o tema, tanto teóricos quanto empíricos. Na sequência, apresenta-se a metodologia utilizada. Posteriormente, aborda-se a análise das evidências, apontando os resultados da pesquisa. Por fim, serão explicitadas as considerações gerais do estudo, incluindo as principais conclusões e limitações do mesmo.

## **2 REVISÃO DE LITERATURA**

Este capítulo está constituído pela revisão da literatura teórica e empírica sobre o tema, o que servirá como fundamentação para análise deste estudo. Assim, em primeiro lugar abordam-se estudos relativos a captação de recursos – financiamentos, após, serão descritos temas que discorrem sobre aplicações de recursos – investimentos. Em seguida, serão tratadas as características dos investidores institucionais e em particular, os fundos de pensão. Na sequência, serão vistos os fundos de pensão brasileiros e sua respectiva legislação. Conclui-se o capítulo com o relato dos estudos empíricos revisados, juntamente com a apresentação das hipóteses.

### **2.1 Captação de Recursos - Financiamentos**

As empresas possuem necessidade de captação de recursos para seus investimentos. Estes valores são provenientes de capital próprio, seja pela retenção de lucros ou capitalização, ou por capital de terceiros que são realizados através de dívida (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Entre as opções de financiamento no mercado brasileiro, o endividamento bancário é uma opção que é, historicamente, peculiar por causa das altas taxas de juros cobradas. Tendo em vista este aspecto, o Governo Federal subsidia projetos com juros mais atrativos, muitos deles através do Banco Nacional de Desenvolvimento Social (BNDES). Importante opção de financiamento para as empresas (DO VALLE; ALBANEZ, 2012).

De qualquer modo, as altas taxas de juros no mercado brasileiro influenciam a captação de recursos. Juros altos atraem os investidores ao mercado financeiro, diminuindo os investimentos diretos nas empresas através do mercado de capitais. (FREITAS, 2011).

Considerando a necessidade de prazo e de valores diferenciados, as empresas tem no mercado acionário a possibilidade de obtenção de financiamento. O mercado de capitais tem como finalidade facilitar o financiamento de atividades produtivas e capital de giro das empresas. Isso por possibilitar o acesso de recursos de médio e longo prazo, intermediando a relação entre as organizações empresariais listadas no respectivo mercado e investidores. Os principais

instrumentos de financiamento existentes no mercado de capitais brasileiro são as ações e as debêntures (HOJI, 2012), que se mostra cada vez mais como uma fonte importante de financiamento de empresas.

De outra parte, as empresas que enfrentam a concorrência, com expectativa de crescimento, estabelecem necessidade de desenvolvimento de projetos que exigem financiamentos. O que as estimula a utilizar cada vez mais o mercado de capitais (STEFFEN; ZANINI, 2012).

As empresas iniciam suas atividades no mercado de capitais através da oferta pública inicial ou *Initial Public Offerings* (IPOs). O principal objetivo da oferta IPOs é apresentar a empresa ao mercado, propondo a venda de parte de seu patrimônio a investidores. No Brasil, a abertura de capital de novas empresas se mostra condizente com as condições do mercado, alternando períodos com mais ou menos movimentações por parte das empresas. (STEFFEN; ZANINI, 2012).

A abertura de capital dá possibilidade de proporcionar às empresas algumas vantagens: recursos com riscos financeiros menores, gestão adequada as normas impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), profissionalização da empresa e ganho na imagem, tornando a empresa mais conhecida. (ASSAF NETO, 2001).

Porém, a abertura de capital da empresa não significa que a mesma obterá todas as vantagens que este mercado disponibiliza. Haverá a necessidade de mostrar os diferenciais da empresa, no sentido de atrair investidores, entre eles o de sinalizar as oportunidades de obtenção de resultados positivos. A comparação entre o retorno esperado e o custo de oportunidade oferecido pela empresa captadora do recurso influenciaria a decisão dos investidores. (FAZZARI; UBBARD; PETERSEN, 1987).

As empresas deveriam evidenciar ao mercado aspectos que indicassem o valor e credibilidade da mesma, que possibilitassem confiança e disposição dos investidores para adquirirem suas ações, o que estabeleceria condições de negociação em melhores condições de preços e de custos. (PROCIANOY; VERDI, 2009). Para sinalizar credibilidade e confiança, as empresas captadoras de recursos reforçariam a reputação corporativa, o que criaria relacionamento estável de longo prazo e a realização das expectativas de resultados dos investimentos (HELM, 2007).

Ainda, credibilidade e confiança contribuem para o fortalecimento da garantia de que os recursos aplicados pelos investidores tenham o retorno esperado. O sistema de governança corporativa insere-se neste contexto, sempre que, por meio de mecanismos de controles, diminua a possibilidade de conflitos entre proprietários dos recursos investidos e quem os gerencia. (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2004).

Considerando essa realidade, o mercado de capitais brasileiro tem adotado iniciativas objetivando seu crescimento, tais como a criação, no ano de 2000, de segmentos especiais de listagem de governança corporativa e no ano de 2005 a o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

A criação de sistema de listagem diferenciada de governança corporativa objetiva estimular o interesse dos investidores e reforçar a credibilidade das empresas e do sistema como um todo. Os níveis de exigência estabelecidos pelo mercado de capitais no Brasil diferenciam-se e encontram-se classificados em quatro tipos, a saber: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais. No quadro número 1 apresenta-se uma síntese que possibilita comparar as exigências da BM&FBOVESPA para a empresa listar-se junto ao mercado de capitais brasileiro.

Quadro1 – Segmentos de Listagem da BM&FBOVESPA – Comparativo

(continua)

	<b>NOVO MERCADO</b>	<b>NÍVEL 2</b>	<b>NÍVEL 1</b>	<b>BOVESPA MAIS (a partir de 23/5/2014)</b>	<b>TRADICIONAL</b>
<b>Características das Ações Emitidas</b>	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
<b>Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)</b>	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem	Não há regra
<b>Distribuições públicas de ações</b>	Esforços de dispersão acionária			Não há regra	
<b>Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)</b>	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra
<b>Composição do Conselho de Administração</b>	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)		
<b>Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)</b>	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra	

(conclusão)

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/5/2014)	TRADICIONAL
<b>Obrigação do Conselho de Administra�o (a partir de 10/05/2011)</b>	Manifesta�o sobre qualquer oferta pública de aquisi�o de a�es da companhia		Não há regra		
<b>Demonstra�es Financeiras</b>	Traduzidas para o inglês		Conforme legisla�o		
<b>Reunião pública anual</b>	Obrigatória		Facultativa		
<b>Calendário de eventos corporativos</b>	Obrigatório				Facultativo
<b>Divulga�o adicional de informa�es (a partir de 10/05/2011)</b>	Política de negocia�o de valores mobiliários e código de conduta			Política de negocia�o de valores mobiliários	Não há regra
<b>Concessão de Tag Along</b>	100% para a�es ON	100% para a�es ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para a�es ON (conforme legisla�o)	100% para a�es ON	80% para a�es ON (conforme legisla�o)
<b>Oferta pública de aquisi�o de a�es no mínimo pelo valor econômico</b>	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legisla�o	Obrigat�riedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legisla�o
<b>Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado</b>	Obrigatório		Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: BM&amp;FBOVESPA (2014)

Conforme apresentado no quadro 1, comparativamente ao nível tradicional os demais níveis tem maiores exigências. Como exemplo: no Nível Tradicional das quatorze regras descritas no quadro acima, nove delas são facultativas ou não existentes, enquanto no Novo Mercado todas tem obrigatoriedade de cumprimento.

O enquadramento das empresas nestes níveis estabelece um ambiente de negocia o que, simultaneamente, estimula o interesse dos investidores e a valoriza o das empresas (STEFFEN; ZANINI, 2012; SOUSA, 2014). O mercado de capitais brasileiro mostrou que há vantagens para as empresas ao optarem por um nível superior de governança corporativa (CLAESSENS, et al. 2000; VIEIRA; MENDES, 2005; PENSUVO, 2006; PROCIANOY; VERDI, 2009;).

A inclusão de regras claras indicadas pelos novos níveis de governança corporativa, conforme mostra o quadro 1, seria indicador da tentativa de constru o de um mercado de capitais mais ativo. Com a ausência de normas, haveria a perda de credibilidade, o que estimularia os investidores a optarem por outros ativos. (GRUN, 2003).

Além da criação dos níveis da governança corporativa, outras iniciativas foram estabelecidas pela BM&FBOVESPA. Neste sentido, foi criado em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), composto por empresas com as melhores práticas em gestão empresarial e com maior alinhamento estratégico para a sustentabilidade, estabelecida por ações que busquem o desenvolvimento econômico com inclusão social e respeito ao meio ambiente (MACEDO, et.al. 2013).

O objetivo do ISE é desenvolver o mercado de capitais, propondo alternativas de investimentos diferenciados a investidores que tenham outras preocupações que não apenas o retorno financeiro imediato. As características peculiares das empresas que fazem parte do ISE considerariam sustentabilidade empresarial, baseado no tripé: eficiência econômica, equilíbrio ambiental e justiça social, pressuposto de investimentos em projetos de longo prazo (BM&FBOVESPA, 2014).

De acordo com o guia de sustentabilidade da BM&FBOVESPA (BM&FBOVESPA, 2010), as “empresas sustentáveis” seriam capazes de atrair investimentos, pelos seguintes motivos: ter maior facilidade em identificar novas oportunidades de negócio, reduzir os custos de produção pela diminuição de desperdícios e a economia de insumos, reduzir a exposição a riscos e fidelizar consumidores.

Quadro 2 – Evolução acumulada - taxas anuais dos índices da BM&FBOVESPA.

<b>ANO</b>	<b>IBOVESPA</b>	<b>IBRX-100</b>	<b>ISE</b>	<b>IBrA</b>
<b>2006</b>	32,09%	36,10%	37,80%	34,80%
<b>2007</b>	89,81%	101,16%	93,47%	91,01%
<b>2008</b>	11,61%	17,07%	13,95%	13,84%
<b>2009</b>	103,91%	102,30%	89,62%	94,44%
<b>2010</b>	105,95%	107,56%	100,62%	103,00%
<b>2011</b>	68,67%	84,65%	94,00%	81,08%
<b>2012</b>	81,16%	106,07%	132,89%	105,70%
<b>2013</b>	53,08%	99,68%	135,43%	98,50%

Fonte: BM&FBOVESPA ( 2014)

O quadro 2 mostra a rentabilidade acumulada de quatro índices encontrados na BM&FBOVESPA durante os últimos oito anos. Estes índices têm as seguintes características: O IBOVESPA é um indicador de desempenho das ações das empresas listadas na BM&FBOVESPA que apresentam maior representatividade em termos de negócios e valor do mercado. O IBRA é o índice mais amplo encontrado,

pois apresenta o desempenho de todas as ações negociadas das empresas listadas na BM&FBOVESPA. O IBRX-100 é o indicador das 100 ações mais representativas em valor e movimento no mercado acionário brasileiro. O ISE mede o desempenho das ações de empresas com reconhecido comprometimento com a sustentabilidade empresarial.

A rentabilidade do ISE sugere como correta a decisão dos investidores ao procurar empresas que além de ter maior envolvimento com estratégias de sustentabilidade, ainda agregam valor a carteira de investimentos (MACEDO, et al.2013). Porém deve-se considerar que a rentabilidade pode estar associada a outros fatores destas empresas que não somente a participação no referido índice.

As organizações, para atrair os investidores exibem suas características, demonstrando a sua capacidade de gerar resultados. Por outro lado os investidores não são homogêneos (BUSHEE, 2004) e tem preferências distintas entre eles. Portanto, conhecer as necessidades e preferências dos investidores é importante para as empresas que buscam financiamentos no mercado de capitais.

A seguir, serão relatados estudos que envolvem questões relativas aos investidores, destacando suas preferências e motivações ao investir seus recursos em outras empresas.

## **2.2 Aplicação dos recursos - Investimentos**

Todos os recursos investidos por uma empresa objetivam resultados favoráveis (MYERS, 1974). Os investimentos fazem parte da busca constante das empresas pelo crescimento. O sucesso das organizações está relacionado ao desempenho dos recursos aplicados. (DEMARZO, et al. 2012). O crescimento da operação de uma empresa está diretamente ligado aos investimentos que ela faz (LOSS; SARLO NETO,2006).

Por outro lado, Jensen (2001) afirma que as decisões da empresa devem levar em conta todas as partes interessadas na operação. Além dos investidores, destacam-se: os funcionários, os fornecedores, os clientes, a sociedade e o governo como participantes deste processo. Para que a maximização dos valores da empresa concretize-se da melhor maneira, faz-se necessário o apoio das partes que compõe a organização.

As empresas agem no intuito de gerar resultados positivos aos acionistas. Existe a consideração de que em todos os investimentos existe um risco associado, porém, sem investimentos as empresas não sobrevivem. Encontrar o equilíbrio entre risco e retorno é o que irá nortear as decisões de investimento. Cabe ressaltar que existe uma associação entre quem recebe o investimento e quem investe. Os investimentos são motivados pela oportunidade encontrada pela parte contrária (FAZZARI; UBBARD; PETERSEN, 1987).

Para tanto, as empresas levam em consideração diversos aspectos na decisão de investimentos, que diferem de acordo com as características da mesma ou do mercado em que se insere. Também dependeria do nível de interferência governamental, da legislação e dos subsídios, do setor de atividade, dentre outros fatores que poderiam impactar no resultado da empresa, influenciariam sua política de investimentos (FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1987).

A característica do retorno financeiro é essencial a qualquer tipo de investimento e deve ser a principal motivação para a decisão de investimento. Quando Modigliani e Miller (1958) afirmaram que a maximização da riqueza do acionista deveria ser a meta de uma organização, indicaram que projetos de investimentos deveriam apresentar resultados financeiros positivos, ou seja, uma remuneração acima do custo de capital, considerando os riscos inerentes de cada negócio.

Da mesma forma, a teoria neoclássica mostra como decisiva a resposta a exigência de capital gerador de valor operacional, o que indica que todo o investimento deveria promover a valorização da empresa em função da produção, aumentando a receita e o lucro (JORGENSEN, 1963). As decisões de investimento poderiam ser direcionadas para o aumento da capacidade de produção instalada o que refletiria em maior valor de mercado da empresa.

O que define os investimentos não são apenas características diretamente financeiras. Dependendo da expectativa do investidor, alguns fatores tornam-se fundamentais. Especificamente, em investimentos de longo prazo, a governança corporativa e a sustentabilidade deveriam ser consideradas (CORAM; MOCK; MONROE, 2011).

Havendo opções de investimento que propiciem resultados positivos, considerando o risco aceitável, o investimento seria realizado com base no horizonte de tempo que se pretendem os retornos. O tempo poderia ser considerado um fator

da decisão dos investimentos, o que indica que fatores não financeiros poderiam garantir operações de maior prazo (LOSS; SARLO NETO, 2006).

Importa considerar que a incerteza é inerente a qualquer negócio e existe a possibilidade que o esperado não se concretize. O fato dos investimentos serem concebidos em situações de dúvida, quanto a aspectos mutantes do ambiente em que se encontram, definiriam a procura por variáveis que poderiam explicar a menor restrição ao investir. Entre o que é ofertado e o que é pretendido está o risco, que pode ser grande ou pequeno. A decisão do investimento depende do risco que se pretende assumir (DAMODARAN, 2009; ALVES; LUPORINI, 2007).

Uma das condições básicas para que haja investimentos é que se tenham recursos disponíveis para tal. Os investidores institucionais, cuja característica é disponibilidade de recursos, vem sendo atraídos pelo mercado de capitais. Fazzari, Ubbard e Petersen (1987) destacam que esta categoria de investidores vêem oportunidades na aplicação de seus recursos em empresas que podem lhes garantir um rendimento positivo, porém diversificam a sua carteira de investimentos como forma de minimizar o risco. A sua participação tem aumentado ao longo do tempo no Brasil, em 2001 o percentual da participação dos investidores institucionais no mercado a vista da BOVESPA era de 17%. Em 2013 este número passou para 33%, o que significa um crescimento de 94% no período (BM&FBOVESPA, 2014; CLAESSENS, et al. 2000). Assim, no próximo item é apresentada uma revisão da literatura sobre investidores institucionais e fundos de pensão.

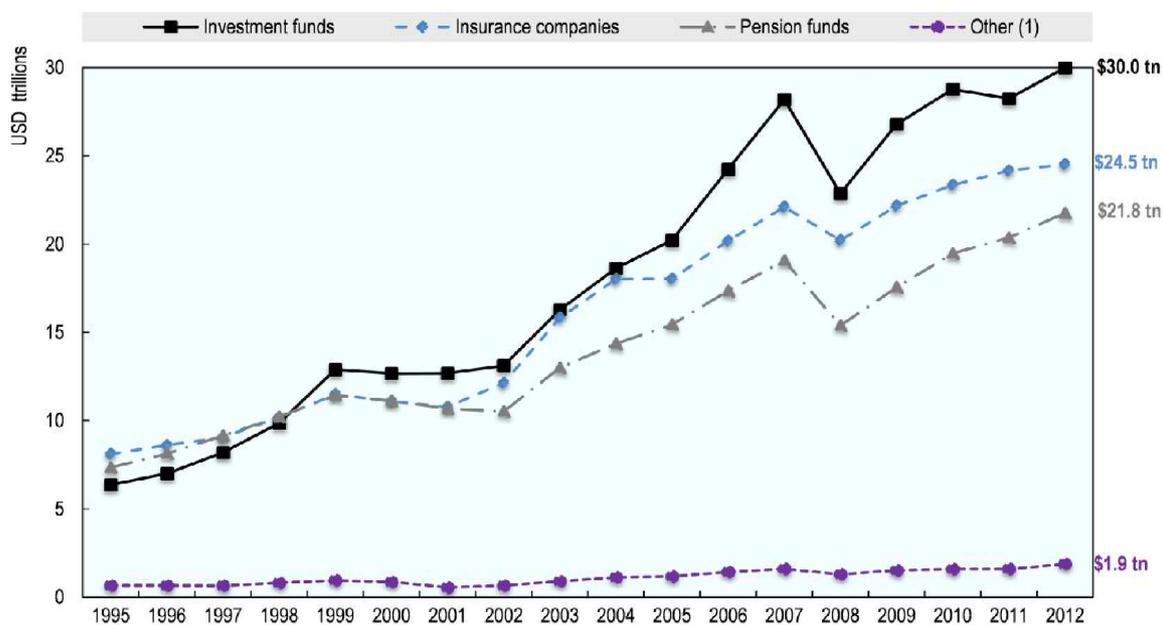
### **2.3 Investidores Institucionais e fundos de pensão**

Investidores institucionais são também denominados como proprietários universais. (URWIN, 2011). Em outras palavras, são grandes organizações investidoras nos mais diversos ativos, cujos resultados são esperados em longo prazo. O risco destes negócios estaria baseado na economia global mais do que na individualidades de suas carteiras.

Os mesmos estariam se tornando os principais responsáveis pela mudança do cenário financeiro mundial. O grande poder de investimento destas organizações, que se caracterizam por serem mantidas por um coletivo, pode influenciar mudanças na política de gestão das empresas em que investem. Este poder financeiro poderia ser responsável por mudança de estratégias nas organizações, podendo ser um

ponto determinante no que tange a decisões de investimentos (THEURILLAT; CORPATAUX; CREVOISIER, 2008).

Quadro 3 - Ativos por tipo de investidores no âmbito da OECD, 1995-2012



Fonte: OECD (2013, p.7)

O quadro 3 apresenta a evolução dos ativos dos investidores institucionais sob a jurisdição da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). Estão incluídos como investidores institucionais os fundos de investimento, companhias de seguro, fundos de pensão e outras entidades. Pode-se observar que somente nos anos de 2007/2008 houve uma queda nos ativos, possivelmente pela crise mundial do respectivo período. Enquanto que nos demais anos estas organizações têm aumentado seus ativos, fechando o ano de 2012 com a soma de USD 78,2 trilhões (OECD, 2013 p.7).

Os investidores institucionais são um grupo distinto de organizações que apresentam preferências distintas ao investir seus recursos. Preferências que podem estar baseadas em: sensibilidade ao prazo de retorno de suas aplicações, a frequência de negociação, ao volume de negociação e à restrições legais, que afetariam a decisão sobre a escolha das empresas em que pretendem investir (BUSHEE, 2004). Essas organizações, no mundo inteiro, estão administrando suas participações em empresas de forma mais próxima, buscando informações e participando da gestão no intuito de assegurar maior assertividade aos seus

investimentos, contribuindo para a manutenção e crescimento das empresas (VENTURA, 1993). No Brasil, esta participação tem crescido e mostrado-se ativa, influenciando a gestão das empresas em que mantém participação (GERHARD 2012).

Dentre os principais investidores institucionais encontram-se os fundos de pensão, que se caracterizam como gestores de grande parte da poupança popular. Os fundos de pensão desempenham um papel importante no tocante às necessidades de financiamento de diversas empresas em diversos setores da economia. Assim, “contribuem para o desenvolvimento econômico de um país, bem como para o aprofundamento de seu sistema financeiro (OECD, 2013 p.3)”.

A grandeza das somas que envolvem os investimentos dos fundos de pensão, bem como as características de longo prazo de seus negócios, os tornam grandes participantes do desenvolvimento da economia mundial, servindo de financiadores de empresas dos mais variados setores no mundo inteiro (PEREIRA; MIRANDA; SILVA , 1997).

Considerando os fundos de pensão existentes no mundo, pode-se inferir diferenças entre os mesmos, seja pelo estágio de desenvolvimento econômico do país onde se encontram ou pela legislação que os regula. Andonov, Bauer e Cremers (2013) destacam, por exemplo, que os fundos de pensão americanos tem enfrentado graves questões quanto à manutenção do rendimento de seus investimentos. O que estaria direcionando a aplicação dos recursos em ativos mais arriscados.

Conforme a Superintendência Nacional de Previdência Complementar do Brasil (PREVIC), as EFPCs são operadoras de planos de benefícios de caráter previdenciário, sem fins lucrativos, constituídas na forma de sociedade civil ou fundação (PREVIC, 2014). Os investimentos dos fundos de pensão, por terem características próprias, como montantes elevados de recursos e objetivo previdenciário, estariam sujeitos a tipos de risco específicos.

Martins (2010) relata e define os riscos separando-os em quatro grupos:

- Risco de Crédito: relacionado à incerteza de recebimento de um compromisso. Existe a possibilidade de um negócio não ser honrado.
- Risco de Mercado: é a oscilação do valor de um ativo em relação ao resultado esperado. Pode ser ocasionado por oscilações de taxas, índices ou outros indexadores, por conta de mudanças econômicas.

- Risco Operacional: ocasionado pela falta de consistência e adequação de sistemas, processamento de operações, falhas de controles internos e fraudes.
- Risco Legal: contratos e documentos mal formulados que podem decorrer em questionamentos jurídicos e o descumprimento de legislação.

O gerenciamento dos riscos de um Fundo de Pensão é fundamental para o alcance do equilíbrio atuarial, que é mais complexo de ser alcançado que o equilíbrio financeiro (capacidade de pagamento em dia de seus compromissos correntes). Já o equilíbrio atuarial, exige que as despesas e demais desembolsos futuros correspondam a rendimentos capazes de se equiparem aos gastos inteiro (PEREIRA; MIRANDA; SILVA , 1997).

Se tratando de fundos de pensão, importa considerar o equilíbrio atuarial. O tempo é um fator importante a se observar na decisão de investimentos. Os Fundos de Pensão, para garantir o resultado esperado no futuro, podem adotar como alternativa a elevação dos valores e a extensão do tempo das contribuições dos participantes bem como a redução do tempo de aproveitamento da aposentadoria. Por outro lado, se os valores aplicados não apresentarem retornos financeiros adequados poderão por em risco o pagamento das aposentadorias (AMARAL; GIAMBIAGI; CAETANO, 2013).

O interesse dos fundos de pensão em atualizar adequadamente seus recursos, na busca pela redução dos riscos, faz com que tenham uma participação mais efetiva nas empresas nas quais investem. Os fundos alinham seus interesses aos gestores das empresas, criando novos mecanismos de controle e modificando estratégias, no intuito de garantir seus investimentos. (PENSUVO, 2006). A influência dos fundos de pensão tem aumentado ao longo do tempo, o que exige responsabilidade na geração de valor e no sucesso de setores da economia, pelo montante de capital investido e pela importante participação societária nas empresas de capital aberto brasileiras. (LIMA, 2013)

O termo “engajamento corporativo”, usado por Clark e Hebb (2004), é citado para determinar a influência que os fundos de pensão exercem sobre as organizações empresariais. Em seu estudo, os autores concluem que a participação societária dos fundos de pensão influi no sistema de Governança Corporativa das organizações em que investem na respectiva estrutura societária e teriam impacto crescente nos investimentos socialmente sustentáveis.

Stewart e Yermo (2008) ponderam que as boas práticas de governança corporativa são reconhecidas com uma característica de eficiência dos fundos de pensão. Os autores apontam que empresas em que os fundos de pensão têm participação tem diminuído o conflito de interesses entre gestores e acionistas.

Em termos de representação financeira os fundos de pensão brasileiros em sua maioria são de patrocínio público, significando que o estado tem uma forte presença neste tipo de organização.

Quadro 4 – Investimentos dos fundos de pensão brasileiro e patrocinador predominante (2013)

Patrocínio Predominante	Valor R\$ mil	Relação %
1. Público	418.591.130	64,43%
2. Privado	229.078.468	35,26%
3. Instituidor	1.964.908	0,30%
TOTAL	649.634.505	100,00%

Fonte: PREVIC (2013)

O quadro 4 mostra que 64% dos valores investidos pelos fundos de pensão brasileiros é de patrocínio do poder público. A federação, os estados e municípios participam com parte da contribuição dos valores para a formação dos fundos. Empresas estatais não alocam capital com eficiência (WURGLER, 2000). O objetivo principal é político e não a maximização dos resultados (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Indicando que existe a possibilidade de exercerem alguma influência sobre a decisão de seus investimentos.

#### 2.4 Fundos de pensão no Brasil e a respectiva Legislação

A previdência social nasceu com o objetivo de garantir benefícios aos seus participantes e dependentes. Estes benefícios podem ir de auxílio doença à respectiva renda por aposentadoria. Entretanto, em muitos casos, ela não é suficiente para manter a remuneração anterior, este fato motivou a criação da previdência complementar (ELY, 2008).

Especificamente, a previdência complementar fechada, que é objeto deste estudo, teve seu marco inicial com a criação da Caixa Montepio dos Funcionários do

Banco da República do Brasil no ano de 1904, que em 1967 seria chamada de PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil. Em 1978 foi criada a ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. Em 1977, através da Lei 6.435, a previdência complementar foi regulamentada ( ELY, 2008)

Por se tratar de gestores de recursos de terceiros, os Fundos de Pensão brasileiros tem um tratamento legal específico que busca a segurança financeira de seus participantes. As EFPCs sofrem regulamentação governamental, conforme explícito no Artigo nº 21 da Constituição Federal Brasileira, a saber: “Compete a União: administrar as reservas cambiais do País e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito, câmbio e capitalização, bem como as de seguros e de previdência privada.” (FUNDOS DE PENSÃO: COLETÂNEA DE NORMAS, p. 5, 2012.).

A Lei Complementar nº 109 de maio de 2001, indica a ação do Estado sobre o regime de Previdência Complementar. No seu Artigo 3º cita que é de sua responsabilidade: “determinar padrões mínimos de segurança econômico-financeira e atuariais, com fins específicos de preservar a liquidez, a solvência e o equilíbrio dos planos de benefícios.” (FUNDOS DE PENSÃO: COLETÂNEA DE NORMAS, p. 14, 2012.).

Os investimentos dos recursos dos fundos de pensão seguem normativas específicas, visando preservar os direitos dos participantes. Cada país tem suas normas, indicando que os alocação dos recursos dos mesmos pode sofrer maior ou menor influência da legislação, afetando as decisões dos investimentos.

No Brasil existem limites de alocação de recursos determinados pela legislação. Com a intenção de cobrir o período estipulado neste estudo, relacionaram-se as limitações quanto aos investimentos a partir do ano de 2003, especificamente quanto a aplicação em ações, de acordo com suas respectivas legislações.

Quadro 5 – Limites de investimentos em Renda Variável dos fundos de pensão brasileiros a partir de 2003.

Base legal	Limite máximo segmento de Renda variável	Limites fracionados por segmento de listagem BM&FBOVESPA	Limite máximo de investimento no capital da mesma Empresa
Resolução CNM 3121/03 de setembro/2003	60%	Novo Mercado - 50% Nível 2 - 50% Nível 1 - 45% Outras empresas - 35%	20% do capital
Resolução CNM 3792/09 de setembro/2009	70%	Novo Mercado - 70% Nível 2 - 60% Bovespa Mais - 50% Nível 1 - 45% Outras empresas - 35%	25% do capital

Fonte: Elaborada pelo autor

O quadro 5 é o demonstrativo de como a legislação indica os limites para os investimentos dos fundos de pensão em ações de empresas listadas no mercado de capitais. Pode-se observar que os limites aumentaram ao longo do tempo, o que poderia indicar que existem maiores oportunidades para as empresas listadas no mercado de capitais captarem esses recursos.

Como exemplo, explicita-se a condição atual dos investimentos dos fundos de pensão em renda variável através da compra de ações de empresas listadas na BM&FBOVESPA. O limite para os investimentos totais em renda variável é 70% do valor total dos investimentos dos fundos de pensão. Além desta limitação, outras regras conjuntas devem ser observadas:

- Até 70% dos investimentos do fundo de pensão podem ser feitos em empresas do segmento de listagem Novo Mercado;
- Até 60% dos investimentos do fundo de pensão podem ser feitos em empresas do segmento de listagem Nível dois;
- Até 50% dos investimentos do fundo de pensão podem ser feitos em empresas do segmento de listagem Bovespa Mais;
- Até 45% dos investimentos do fundo de pensão podem ser feitos em empresas do segmento de listagem Nível 1;
- Até 35% em outras empresas de capital aberto.

A legislação também impõe que os fundos de pensão não podem deter mais do que 25% das ações de uma mesma companhia.

Os temas citados no referencial teórico fornecem embasamento ao presente estudo, e conduzem a ordenação e divisão da revisão da literatura empírica, descrita a seguir. A formulação das hipóteses, que serão usadas como direcionadoras da pesquisa irão ao encontro da revisão bibliográfica aqui exposta.

## **2.5 Literatura Empírica e formulação das hipóteses**

Para a revisão de literatura empírica foram analisados artigos publicados nas seguintes bases de dados: *Academic Search Complete*, *Business Source Complete*, Também foram pesquisados artigos no *Google Scholar*, de forma mais especificamente foram revisados os seguintes, periódicos: *Accounting, Organizations and Society*, *Accounting & Business Research*, *British Accounting Review*, *Journal of International Business Studies*, *Journal of Business*, *Journal of Finance*, *Journal of International Financial Management & Accounting*, *Journal of Accounting and Economics*, *Journal of Accounting and Public Policy*, *Journal of Business Finance & Accounting*, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *Journal of Economics Finance* e *The Quarterly Journal of Economics*. O período pesquisado foi de 2001 a 2014. Para tanto, foram utilizadas as seguintes palavras chaves: investimentos, fundos de pensão, investimentos e fundos de pensão, atração de investimentos, tanto em português quanto em inglês. Nesta pesquisa localizou-se 49 artigos, sendo 21 em periódicos internacionais e 28 em periódicos nacionais.

Esse levantamento possibilitou a identificação de poucos trabalhos que relacionam especificamente os fundos de pensão e seus investimentos. Na sequência apresentam-se as que mais se relacionam com o objeto deste estudo.

Coram, Mock e Monroe (2011), desenvolveram uma pesquisa com analistas financeiros australianos, durante oito anos, sobre o comportamento do investidor, analisando se o mesmo seria atraído por aspectos financeiros ou não financeiros. Constataram que indicadores não financeiros têm maior relevância, nos períodos em que os indicadores financeiros estão bem cotados. Porém, constataram que quando os indicadores financeiros apresentam resultados negativos os não financeiros adquirem pouca relevância.

Procianoy e Verdi (2009), ao pesquisar empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no período de 2001 a 2005, inferiram que as empresas que aderiram aos novos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA aumentaram sua liquidez, o que as tornaram mais atrativas a novos investimentos.

Considerando dados das empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2006 a 2011, Andrade, et al. (2013) encontraram uma relação entre a adesão ao índice ISE e a rentabilidade e tamanho das empresas, por serem consideradas de alto impacto ambiental.

O estudo de Ferreira e Matos (2008) investigou a preferência dos investidores institucionais, em 27 países, no período de 2000 a 2004. Foi constatado que estas organizações preferem empresas com ações de boa liquidez e altos níveis de governança corporativa. Este estudo não classifica os investidores institucionais, porém, analisa uma amostra ampla.

Procurando identificar a relação entre os investidores institucionais e as empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2002 a 2011, Gerhard (2012) constatou que os investidores institucionais são atraídos por empresas que pertencem a um nível diferenciado de governança corporativa.

Direcionando a pesquisa para a indústria dos fundos de pensão, dado as características peculiares deste mercado, os estudos voltam-se mais a determinação da influência dos investimentos do que propriamente à motivação.

Tendo como foco do estudo o fundo de pensão PREVI, que é o maior da América Latina, Camargo (2012) concluiu em entrevistas com gestores do fundo que os mesmos adotam princípios de investimentos responsáveis.

Macedo, et al. (2012) entrevistaram os gestores dos doze maiores fundos de pensão brasileiros e constataram que estas instituições usam o ISE como fonte de informação na decisão de seus investimentos. As mesmas consideram este índice como um referencial de mercado, para avaliação de desempenho, transparência de informações. Destacando que o bom nível de rentabilidade apurado pode ser causado por uma soma de condições que não somente estar participando do ISE.

O estudo de Pensuvo (2006), que analisou as empresas listadas na BM&FBOVESPA, nos anos de 2004 e 2005, constata que estatisticamente a participação dos fundos de pensão, como sócios das empresas, não afeta os níveis de governança corporativa. Contudo, a pesquisa aponta que os fundos de pensão investem em empresas que já possuem boas práticas de governança corporativa.

Almeida (2011), em pesquisa realizada com empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2002 a 2009, conclui que as empresas, em que os fundos de pensão mantêm participação, possuem melhor governança corporativa.

Lima (2013), ao estudar os cinco maiores fundos de pensão brasileiros, nos anos de 2005, 2008 e 2011, infere que o resultado encontrado não permite afirmar que há relação entre a participação acionária dos fundos de pensão nas empresas com governança corporativa, desempenho operacional e valor das mesmas.

O autor que destacou diretamente a motivação dos investimentos dos investidores institucionais, dentre os quais, os fundos de pensão, foi Brian Bushee especificamente em seu trabalhos publicados na *Contemporary Accounting Research* em 2001 e outro concluído em 1998, porém publicado no *Journal of Applied Corporate Finance* em 2004.

Bushee (2001) testa a preferência dos investidores institucionais quanto a resultados de curto e longo prazo, mantendo a mesma classificação do seu estudo anterior, constata que os fundos de pensão têm preferências de longo prazo e estabilidade nas participações. Indica também que a decisão dos investimentos dos fundos de pensão não se apega exclusivamente às variáveis de resultados puramente financeiros, mas também as que indicam boa governança, sustentabilidade, investimentos em P&D como fator de crescimento, dentre outras, que asseguram o resultado no horizonte de tempo pretendido.

Com base nos estudos citados, configuram-se as hipóteses desta dissertação.

As empresas que agem de acordo com as normas de governança corporativa determinadas pelos agentes fiscalizadores e que aplicam estratégias sustentáveis em sua gestão permitem uma maior segurança aos investidores e poderiam ser determinantes na decisão dos investimentos dos fundos de pensão. Para tanto, propõe-se a seguinte hipótese:

H1 – A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com as práticas de governança corporativa adotadas pelas mesmas.

Considerando a influência dos objetivos particulares de cada empresa quanto à aplicação de seus recursos, cada qual buscará seus resultados de maneira

específica e para isso direcionará seus recursos considerando o prazo de retorno. Devido ao caráter previdenciário dos fundos de pensão os mesmos tem um direcionamento de longo prazo nos seus investimentos, por isso se propõe e seguinte hipótese:

H2 – A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com fatores que indicam crescimento nas mesmas.

As empresas perseguem desempenho operacional sem distanciar-se de um aspecto financeiro básico, que é a rentabilidade do negócio. Empresas mais rentáveis oferecem maior segurança aos seus investidores e propiciam maiores possibilidades de retornos de curto prazo.

H3 - A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com a maior rentabilidade das mesmas.

Por se tratar de recursos que no futuro proverão a aposentadoria dos seus participantes, os fundos de pensão procurariam investimentos em empresas cujo risco possa ser considerado aceitável. Neste caso, considera-se a seguinte hipótese:

H4 - A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com o menor risco apresentado pelas mesmas.

Este capítulo apresentou as bases teóricas e empíricas sobre os investimentos dos fundos de pensão e a relação com as empresas onde os mesmos manteriam participação acionária, servindo de base para o desenvolvimento das hipóteses. O próximo capítulo apresenta os procedimentos metodológicos de desenvolvimento desta pesquisa.

### 3 METODOLOGIA

Neste capítulo serão abordados: métodos e modelos estatísticos, as respectivas variáveis, a população, a amostra e a fonte e coleta das evidências.

#### 3.1 Métodos Estatísticos

Inicialmente o modelo utilizará a estimação pelos mínimos quadrados ordinários (MQO). O modelo MQO procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados tentando minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados. É a forma mais utilizada em econometria, pois maximiza o grau de ajuste do modelo aos dados observados.

Após será feito o tratamento específico para a estrutura de dados em painel. Os dados em painel são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões, permitindo a análise de diversas empresas em períodos de tempo diferentes. A mesma unidade é acompanhada ao longo do tempo (GUJARATI E PORTER, 2011- P.583). Ao utilizar este método se terá a oportunidade de investigar a dinâmica das mudanças nas variáveis, tornando possível considerar o efeito de variáveis não observadas, aumentando a eficiência dos estimadores econométricos.

Ao aplicar o modelo MQO para dados em painel, estima-se uma regressão que não identifica a natureza do corte transversal e das séries de tempo, assim considera-se que outras características das empresas não sejam relevantes. (GUJARATI; PORTER, 2011 – p. 589-590)

Considerando a estimação de dados em painel deve-se observar qual o efeito melhor se adapta ao modelo. Pode-se considerar o modelo de efeitos fixos ou de efeitos aleatórios. O uso do efeito fixo controla os efeitos de variáveis omitidas que mudam entre os indivíduos e permanecem constantes no tempo. A diferença para o efeito aleatório é que neste, o efeito das variáveis omitidas permanecem iguais ao longo do tempo, porém continuam a variar de indivíduo para indivíduo (DUARTE , et.al. 2007). Da mesma maneira a estimação por efeitos fixos elimina o efeito não observado e capta a heterogeneidade das empresas, enquanto o efeito aleatório trata o efeito não observado colocando um termo aleatório (GUJARATI E PORTER, 2011- P.598).

A utilização do efeito fixo ou aleatório será determinada realizando-se o Teste de Hausman. Este teste determina se os efeitos aleatórios tem correlação com os regressores. Se o resultado apresentar significância deve-se preferir o uso do efeito fixo (GUJARATI; PORTER, 2011- P.596).

No intuito de eliminar o potencial problema de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos, validando os testes estatísticos, os *outliers* das variáveis foram eliminados e todas as regressões foram estimadas utilizando a matriz de correção de White (CERCHIARI, 2010). A verificação da existência da multicolinearidade será determinada na análise da correlação entre as variáveis no próximo capítulo.

### 3.2 Modelo estatístico

Considerando as hipóteses formuladas foi estabelecido o modelo de análise, considerando como variável a explicar o percentual de participação dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

A análise da regressão propiciará verificar quais as variáveis mais se relacionam com o tamanho de participação dos fundos de pensão como acionistas nas mesmas. Abaixo se descreve o modelo:

$$\text{PARTFP\_PP}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{IGOV}_{t-1} + \beta_2 \text{ISE}_{t-1} + \beta_3 \text{ADR}_{t-1} + \beta_4 \text{CX\_ATIVO}_{t-1} + \beta_5 \text{VENDAS}_3 + \beta_6 \text{MKTBOOK}_{t-1} + \beta_7 \text{ROE}_{t-1} + \beta_8 \text{ALAV}_{t-1} + \beta_9 \text{TAM\_A}(\text{LogATIVO}_{t-1}) + \beta_{10} \text{LIQ\_BOLSA}_{t-1} + \beta_{11} \text{DIV\_YELD}_{t-1} + \varepsilon_{it}$$

Com base na revisão de literatura, teórica e empírica, apresentam-se as hipóteses com suas respectivas variáveis, bem como a relação esperada.

Quadro 6 - Hipóteses, variáveis e relação esperada.

(continua)

HIPÓTESES	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	RELAÇÃO ESPERADA
H1 – GOVERNANÇA	IGOV	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que participam de algum nível diferenciado de governança corporativa.

(conclusão)

HIPÓTESES	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	RELAÇÃO ESPERADA
H1 – GOVERNANÇA	ISE	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que participam do ISE.
H1 – GOVERNANÇA	ADR	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que negociam suas ações na bolsa de Nova York.
H1 – GOVERNANÇA	CX_ATIVO	(-) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que possuem menores valores de caixa livre.
H2 – CRESCIMENTO	VENDAS_3	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que possuem maiores crescimentos de vendas.
H2 – CRESCIMENTO	MKTBOOK	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária nas empresas onde a relação entre o valor de mercado das ações for maior que o valor contábil.
H3 – RENTABILIDADE	ROE	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que possuem maior rentabilidade do seu patrimônio líquido.
H4 – RISCO	TAM_A	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas maiores por possuírem risco menor.
H4 – RISCO	LIQ_BOLSA	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas com maior liquidez na bolsa de valores.
H4 – RISCO	DIV_YELD	(+) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que mais distribuem dividendos por apresentarem menor risco
H4 – RISCO	ALAV	(-) os fundos de pensão tem maior participação societária em empresas que possuem menos dívidas.

Fonte: Elaborada pelo próprio autor

A seguir apresentam-se a construção das variáveis que compõem este estudo.

### 3.3 Variável dependente e variáveis explicativas

Com o propósito de verificar as hipóteses apresentadas no capítulo anterior e baseadas na literatura pesquisada foram definidas e construídas as variáveis dependente e as explicativas, conforme descrito a seguir.

1º. Identificação dos fundos de pensão: As Empresas Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), descritas como fundos de pensão foram

identificados através de consulta na página eletrônica da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) (PREVIC, 2013).

2º. Variável dependente: (**PARTFP\_PP**) – A variável a explicar é identificada como o percentual de participação societária dos fundos de pensão nas empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. Este percentual foi obtido pela soma das participações de cada fundo de pensão na mesma empresa.

3º. A construção das variáveis explicativas foi determinada através da revisão bibliográfica apresentada. As mesmas foram classificadas por grupos que relacionam a atratividade das empresas quanto aos investimentos dos investidores institucionais e fundos de pensão. As variáveis representam as hipóteses formuladas.

A seguir explicita-se a construção das variáveis explicativas.

a) Indicadores de governança corporativa

Indicador de Governança Corporativa (**IGOV**) é uma variável dicotômica que indica se a empresa está ou não em um dos níveis diferenciados de governança corporativa proposto pela BM&FBOVESPA. Representado por 1 se pertence ou 0 se não pertence. O estudo de Ferreira e Matos (2006) utiliza a classificação de governança corporativa fornecida pelo *Institutional Shareholder Services (ISS)*. Opta-se por considerar os segmentos de listagem: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, e Bovespa Mais como indicadores diferenciados de Governança Corporativa. Esta opção foi utilizada no estudo de Procianoy e Verdi (2009).

Indicador de Sustentabilidade Empresarial (**ISE**) é uma variável dicotômica que demonstra se a empresa integra ou não o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) proposto pela BM&FBOVESPA. Representado por: 1 se pertence ou 0 se não pertence ao ISE. Estudos internacionais não mencionam indicadores de sustentabilidade e responsabilidade social como fatores explicativos dos investimentos dos investidores institucionais. Estudos nacionais como: Camargo (2012) e Macedo, et al. (2012), confirmam a relação entre as empresas que compõem o Índice de Sustentabilidade Empresarial e os investimentos dos fundos de pensão.

*American Depositary Receipt (ADR)* no encerramento do exercício. É uma variável dicotômica que demonstra se a empresa transaciona suas ações em bolsas americanas. Representado por: 1 se possui ou 0 se não possui ADRs. Empresas com negociação de ações em outros mercados obedecem a normas de governança

mais rígidas, melhorando, sobretudo o nível de informações. (FERREIRA; MATOS, 2008; PROCIANOY; VERDI, 2009; PENSUVO, 2006).

Caixa livre (**CX\_ATIVO**). Esta variável demonstra o volume de caixa da empresa no encerramento do exercício, e é representada por um índice percentual. Estudos como o de Jensen (1986) indicam que empresas com mais dinheiro tem maiores possibilidades de reduzir o valor dos acionistas, o que indica uma má gestão dos recursos da empresa. Ferreira e Matos (2008) utilizaram esta variável como indicador de governança. O índice foi calculado com a seguinte formulação:

$$\text{CX\_ATIVO} = \frac{\text{Disponibilidades} + \text{Investimentos de curto prazo}}{\text{Ativo Total}}$$

b) Indicadores de crescimento

Varição média percentual da receita líquida nos últimos três anos (**VENDAS\_3**) excluído o ano da participação do fundo de pensão na empresa. Representada por um índice de variação percentual. Esta variável foi baseada no estudo de Bushee (2001) que indica a verificação dos 3 últimos períodos para descaracterizar o crescimento recente. O índice foi calculado com a seguinte formulação:

$$\text{VENDAS\_3}_t = \left( \frac{\text{RLV}_{t-4}}{\text{RLV}_{t-3}} + \frac{\text{RLV}_{t-3}}{\text{RLV}_{t-2}} + \frac{\text{RLV}_{t-2}}{\text{RLV}_{t-1}} \right) / 3$$

Onde:

RLV = Receita Líquida de Vendas

*Market to Book* (**MKTBOOK**) é a variação entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa no último dia do ano. Optou-se pelo Market to Book pois o seu resultado indica a participação dos ativos intangíveis na estrutura da empresa (RITTA; ENSSLIN, 2010), o que pode ser considerado uma oportunidade de crescimento (SOUZA, 2014). A variável apresenta a seguinte formulação:

$$\text{MKTBOOK} = \frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil}}$$

Valor de mercado = Ações em circulação x valor da ação

Valor contábil = Valor do Patrimônio Líquido

c) Indicadores de rentabilidade

Variação da rentabilidade do patrimônio líquido no último dia do ano (**ROE**) representado por índice de variação percentual. Esta variável foi baseada no estudo de Ferreira e Matos (2008) que considera que na visão do investidor a rentabilidade do patrimônio líquido é fundamental para a decisão de um investimento. A variável apresenta a seguinte formulação:

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

d) Indicadores de Risco

Valor do ativo no final do exercício (**TAM\_A**), representada por valor em moeda. Com o fim de mitigar o efeito escala, aplica-se o log natural do tamanho do ativo da empresa (conforme formulação apresentada a seguir). Empresas maiores transmitem maior segurança aos investidores, necessitando de financiamentos (BUSHEE, 2001; FERREIRA; MATOS, 2008; PROCIANOY; VERDI, 2009; PENSUVO, 2006). A variável apresenta a seguinte formulação:

$$\text{TAM}_A = \text{Log. Natural do valor do ativo}$$

Liquidez em bolsa anual (**LIQ\_BOLSA**), representada por índice percentual. Empresas com ações mais líquidas indicam uma medida de menor risco, levando em consideração que as ações podem ser negociadas com maior rapidez. (BUSHEE, 2001; FERREIRA; MATOS, 2008; PROCIANOY; VERDI, 2009; PENSUVO, 2006). A variável apresenta a seguinte formulação:

$$\text{LIQ\_BOLSA} = \left( \sqrt{\left( \frac{n}{N} \times \frac{v}{V} \right) \times \frac{p}{P}} \right)$$

n = número de negócios da ação no período;

N = Número total de negociações da BM&FBOVESPA no período;

v = volume financeiro gerado pela negociação da ação no período;

V = Volume financeiro total registrado na BM&BOVESPA no período;  
 p = número de pregões no ano com no mínimo um negócio;  
 P = número total de pregões na BM&FBOVESPA ocorridos no período.

Dividendos em relação ao preço da ação (**DIV\_YELD**), representado por um índice percentual. Empresas que pagam dividendos tem se mostrado atrativas aos investidores, além de indicarem solidez. (BUSHEE, 2001; FERREIRA; MATOS, 2008; GERHARD, 2012). A variável apresenta a seguinte formulação:

$$DIV\ YELD = \frac{\text{Valor dos dividendos pagos por ação}}{\text{Valor da ação}}$$

Alavancagem, (**ALAV**), a relação entre o ativo e o patrimônio líquido da empresa no final do exercício. Representada por um índice percentual. Empresas alavancadas têm ativos financiados por uma parcela menor de capital próprio. Quanto maior a alavancagem maior o endividamento o que sugere maior risco. (PAIVA; SAVOIA, 2011; BRIGHMAM, et al.1999, p. 107). A variável apresenta a seguinte formulação:

$$ALAV = \frac{\text{Total do Ativo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Salientando que mesmo considerando estudos internacionais e que procuraram evidências nos investidores institucionais, ainda assim acredita-se que o direcionamento das variáveis seja o mesmo para o mercado nacional e com direcionamento aos fundos de pensão.

As variáveis explicativas, com exceção a variável VENDAS\_3, previamente definida, foram construídas considerando a defasagem de um ano. Atendendo ao questionamento que este estudo se propõe, que é o de identificar as variáveis que atraem os investimentos dos fundos de pensão. Considera-se neste caso que as análises se deram com informações passadas (*ex-ante*), motivo para a defasagem de um ano.

### 3.4 População, amostra e fonte de dados

Este estudo tem a população composta pelas 528 empresas listadas na BM&FBOVESPA na data de 31.12.2013. A amostra pesquisada é composta por empresas listadas na bolsa de valores no período de 2005 a 2013 e pode ou não ser representativa da população definida. Inicialmente as empresas da amostra foram definidas segundo os seguintes critérios:

- Estar listada na BMF&BOVESPA no período de 2005 a 2013;
- Ter em sua composição acionária até o décimo acionista ao menos uma empresa fundo de pensão.

A amostra inicial foi composta por 65 empresas sendo que oito foram excluídas por não apresentarem informações suficientes para a composição das variáveis, ficando, portanto 57 empresas que compõe a amostra final.

Os dados referentes a participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA, foram extraídos através de pesquisa ao banco de dados Económica, classificando a participação até o décimo acionista de todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA. Esse banco de dados também forneceu as informações contábeis que compõem as variáveis explicativas

Já as variáveis IGOV e ISE foram construídas a partir de pesquisa nos site da BM&FBOVESPA. Dados faltantes ou a título de confirmação foram retirados das demonstrações contábeis disponibilizadas no site da BM&FBOVESPA e diretamente nos sites das empresas.

O período considerado para a pesquisa vai de 2005 a 2013, levando em consideração a criação do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) pela BM&FBOVESPA no ano de 2005.

## 4 ANÁLISE DAS EVIDÊNCIAS

Este capítulo está dividido em quatro partes. A primeira parte é composta pela análise descritiva da participação dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Posteriormente é mostrada a análise descritiva das variáveis que compõe este estudo e as correlações entre as mesmas. Seguindo a análise se descrevem os resultados encontrados pelas regressões com dados em painel e as comparações com estudos já realizados. Finaliza-se com a análise das hipóteses testadas.

### 4.1 Análise descritiva da participação societária dos fundos de pensão

O presente estudo é baseado na participação dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. A análise inicial é descrita através das relações existentes entre as empresas e a participação dos fundos de pensão possuem nas mesmas. O enfoque é dado buscando o entendimento da dimensão que as participações acionárias dos fundos de pensão no âmbito geral da BMF&BOVESPA.

Quadro 07 – Participação dos fundos de pensão nas empresas da BM&FBOVESPA

Ano	Quantidade de empresas listadas na BM&FBOVESPA.	Quantidade de empresas que possuem fundos de pensão como acionistas.	Relação entre o n <sup>o</sup> de empresas listadas na BM&FBOVESPA e o n <sup>o</sup> empresas que possuem fundos de pensão com acionistas.
2005	381	34	8,92%
2006	394	46	11,68%
2007	448	39	8,71%
2008	439	39	8,88%
2009	434	35	8,06%
2010	471	29	6,16%
2011	466	31	6,65%
2012	452	33	7,30%
2013	528	28	5,30%

Fonte: Elaborado pelo autor a partir dos dados da Economática.

O quadro 07 demonstra a relação percentual entre o total de empresas listadas na BM&FBOVESPA e aquelas que possuem fundos de pensão como acionistas. É possível verificar que a participação dos fundos de pensão tem diminuído nos últimos anos, ao contrário das empresas que participam da bolsa de valores cujo número tem aumentado no mesmo período.

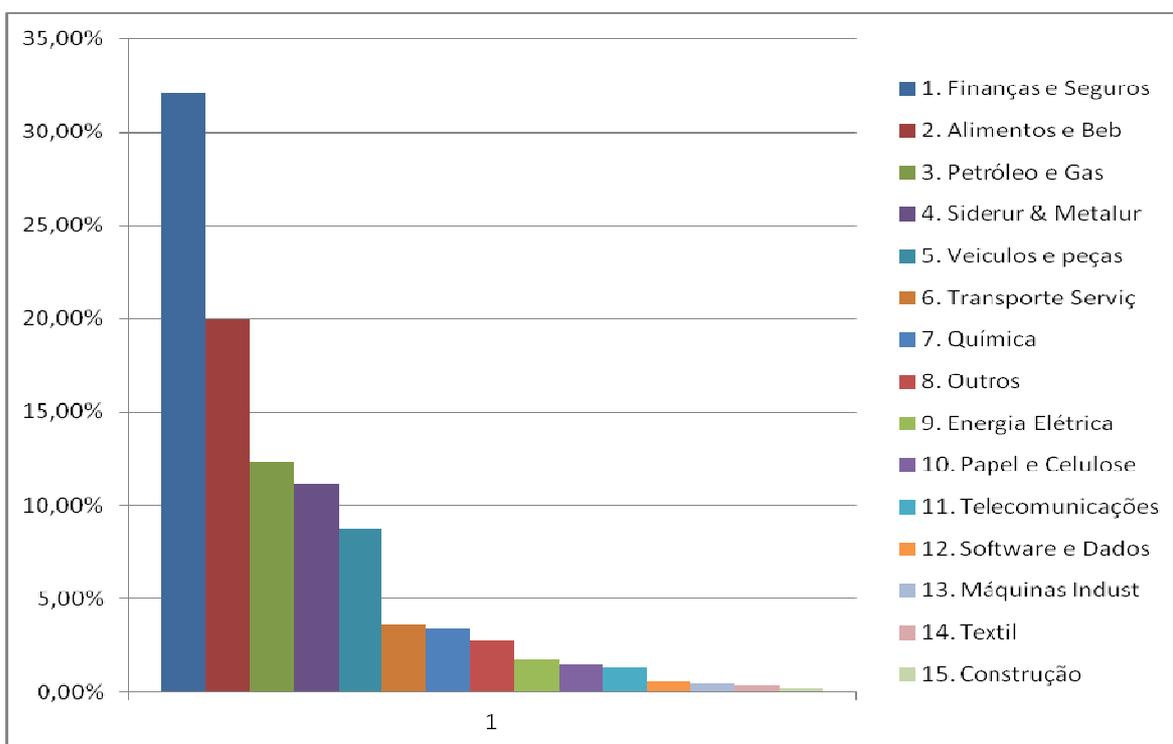
De modo geral, pode-se inferir uma pequena variação no número de empresas listadas na BM&FBOVESPA em que os fundos de pensão são acionistas. Por outro lado, os fundos de pensão vêm diminuindo o número de empresas que detém ações. A média no período ficou em torno de 8% da quantidade das empresas, sendo que os últimos quatro anos apresentaram as menores participações dos últimos nove anos. Isso indica a saída de alguns fundos de pensão como sócios de algumas empresas.

Os fundos de pensão tiveram menos participações nas empresas com o passar do tempo, e menos fundos de pensão estão relacionados como sócios das empresas ao longo do período da amostra.

A demonstração do quadro 07 indica uma tendência de comportamento no que tange aos investimentos dos fundos de pensão. Ressaltando que a amostra deste estudo contempla participações com maior representatividade nas empresas, os fundos de pensão estariam concentrando seus recursos num número menor de empresas.

O fato de a legislação ter indicado novos limites para aplicação dos recursos dos fundos de pensão, poderia levá-los a escolhas diferentes. Em 2009 o limite máximo para aplicação em uma mesma empresa subiu de 20% para 25% (Resolução CNM 3792/09 de setembro de 2009). A crise financeira de 2008/2009 também pode ter influenciado nesta distribuição, podendo os fundos de pensão optar por investimentos com menor risco.

Quadro 08 – Setores onde os fundos de pensão possuem investimentos



Fonte: Elaborado pelo autor

O quadro 08 apresenta os setores mais representativos em termos de investimentos dos fundos de pensão na amostra. Os valores considerados dos cinco setores com maior volume respondem por 85% de todos os investimentos dos fundos de pensão. A participação do setor financeiro nos investimentos dos fundos de pensão é explicada pela influência da PREVI como acionista do Banco do Brasil que eleva os valores envolvidos.

Ao analisar as participações societárias dos fundos de pensão nas empresas relacionando as mesmas com seus respectivos setores de atividade, podem-se determinar algumas características que indicariam alguma preferência na decisão destes investimentos. Dentro desta classificação encontramos setores onde estão inseridas as maiores empresas brasileiras, alguns deles têm características peculiares como o setor financeiro que trabalha com grande volume de capital de terceiros. Dado que os fundos de pensão buscam investimentos de longo prazo, o investimento nestes setores indicaria que os mesmos têm expectativas de crescimento.

## 4.2 Análise descritiva e correlação das variáveis

Este subitem é composto pela análise descritiva das variáveis que serão usadas no modelo econométrico, bem como a correlação entre elas.

Quadro 09 – Estatística descritiva das variáveis

VARIÁVEL	MÉDIA	MÁXIMO	MÍNIMO	DESV.PADRÃO
PARTFP_PP	0,11839	0,36100	0,00020	0,08670
IGOV	0,62255	1,00000	0,00000	0,48594
ISE	0,22059	1,00000	0,00000	0,41566
ADR	0,18137	1,00000	0,00000	0,38627
CX_ATIVO	0,25877	0,87873	0,00001	0,21071
VEND_3	0,15026	0,61792	-0,22090	0,13959
MKTBOOK	2,04745	8,40197	0,35202	1,41902
ROE	0,14093	0,78000	-0,58000	0,15689
TAM_A	3,05716	3,28791	2,75189	0,08879
LIQ_BOLSA	0,20790	2,64750	0,00000	0,49093
DIV_YELD	2,85539	11,65000	0,00000	2,88591
ALAV	4,18675	23,03706	1,12031	4,36118

Fonte: Elaborado pelo autor

A variável dependente no modelo é o percentual de participação dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Observa-se que a média das participações é de 11,84% tendo como participação máxima o valor de 36,10%, percentual acima do limite estabelecido pela legislação, porém parte das empresas da amostra possuem mais do que um fundo participando da sociedade.

Quadro 10– Análise de correlação entre as variáveis

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	PARTFP_PP	1,00											
2	IGOV	0,17	1,00										
3	ISE	-0,08	0,37	1,00									
4	ADR	-0,14	0,16	0,33	1,00								
5	CX_ATIVO	0,10	0,17	0,10	0,14	1,00							
6	VEND_3	0,04	0,06	0,01	0,01	0,21	1,00						
7	MKTBOOK	-0,23	0,16	0,16	0,14	0,06	0,30	1,00					
8	ROE	-0,18	-0,08	0,02	-0,02	0,09	0,05	0,17	1,00				
9	TAM_A	-0,12	0,22	0,32	0,22	0,03	0,03	0,19	0,14	1,00			
10	LIQ_BOLSA	-0,05	0,14	0,42	0,30	0,09	0,10	-0,07	-0,00	0,34	1,00		
11	DIV_YELD	-0,19	-0,06	0,03	-0,04	-0,05	0,02	-0,01	0,39	0,12	0,16	1,00	
12	ALAV	0,10	-0,18	0,13	-0,18	0,27	0,19	-0,08	-0,00	0,06	0,34	0,06	1,00

Fonte: Elaborada pelo autor

O quadro 10 apresenta a correlação entre as variáveis no modelo. Não existem variáveis com correlação que possa influenciar estatisticamente as regressões sugeridas.

A questão da multicolinearidade se apresenta quando existem altos níveis de correlação entre as variáveis independentes, impossibilitando a estimação precisa. No caso deste estudo as variáveis não apresentam alta correlação, é o chamado pressuposto da não multicolinearidade (FIGUEIREDO FILHO, et al. 2011)

### 4.3 Análise das regressões

A regressão citada no capítulo da metodologia juntamente com as análises descritivas, serão utilizadas como ferramentas buscando responder a questão que conduz este trabalho, que é determinar quais os fatores que explicam a atração de investimentos dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Quadro 11 – Resultado da estimação MQO – Todas as variáveis

<b>MÉTODO UTILIZADO: MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS</b>		
<b>NÚMERO DE OBSERVAÇÕES: 204</b>		
<b>VARIÁVEL DEPENDENTE: PARTFP_PP</b>		
<b>VARIÁVEL</b>	<b>COEFICIENTE</b>	<b>PROBABILIDADE</b>
<b>IGOV</b>	<b>0,049942</b>	<b>0,000088</b> *
ISE	-0,017806	0,192546
ADR	-0,015868	0,266751
CX_ATIVO	0,013749	0,645621
VEND_3	0,051583	0,303623
<b>MKTBOOK</b>	<b>-0,015319</b>	<b>0,000005</b> *
ROE	-0,031199	0,447001
TAM_A	-0,057417	0,446385
LIQ_BOLSA	-0,012309	0,294387
<b>DIV_YELD</b>	<b>-0,004253</b>	<b>0,098614</b> ***
ALAV	0,002817	0,102167
C	0,297003	0,190491
<b>R-QUADRADO</b>	0,19022	
<b>R QUADRADO AJUSTADO</b>	0,14382	
<b>F-STATISTIC</b>	4,10001	
<b>PROB (F-STATISTIC)</b>	0,00002	
<b>White diagonal stand error &amp; covariance (d.f.corrected)</b>		
<b>*Significante a 1% - *** Significante a 10%</b>		

Fonte: Elaborada pelo autor.

Analisando os resultados do modelo estimado e demonstrado através do quadro 11, constata-se que a regressão como um todo se mostrou significativa

(probabilidade da estatística  $F < 0,10$ ), sendo que pelo resultado do R- Quadrado ajustado pode-se auferir um poder de explicação do modelo de até 14,38%, ou seja, o modelo explica 14,38% das escolhas dos fundos de pensão em participar das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Encontram-se neste modelo três variáveis com significância estatística. A variável IGOV se mostra com relação positiva indicando que participar dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA pode atrair investimentos dos fundos de pensão. As variáveis MKTBOOK e DIV\_YELD também apresentaram probabilidades significativas, porém o movimento não foi o esperado.

As demais variáveis não apresentaram significância estatística, ressaltando que VEND\_3, ROE e ALAV acompanharam o movimento esperado, e as variáveis ISE, ADR, CX\_ATIVO, TAM\_A e LIQ\_BOLSA indicaram movimento contrário.

No tocante a estes resultados deve-se pontuar que o método utilizado não cruza as informações das empresas durante o tempo e também considera que não ha diferenciação entre as mesmas, porém serve com indicativo de como as variáveis explicativas se relacionam com a variável depende de forma mais direta. A seguir demonstra-se a estimação considerando os dados em painel com efeito fixo.

Antes de estimar o modelo verificou-se qual o efeito melhor se adequaria ao caso. Aplicou-se o Teste de Hausman, cujo resultado foi de  $p = 0,015693$ , ou seja, com significância a 5%, indicando que o efeito fixo é a melhor opção.

Quadro 12 - Resultado da estimação Painel efeitos fixos – Todas as variáveis

(continua)

<b>MÉTODO UTILIZADO: PAINEL COM EFEITOS FIXOS</b>			
<b>NÚMERO DE OBSERVAÇÕES: 204</b>			
<b>VARIÁVEL DEPENDENTE: PARTFP_PP</b>			
<b>VARIÁVEL</b>	<b>COEFICIENTE</b>	<b>PROBABILIDADE</b>	
IGOV	-0,013259	0,393548	
ISE	-0,002789	0,745835	
ADR	0,037959	0,108139	
CX_ATIVO	-0,025312	0,165639	
VEND_3	-0,035670	0,193185	
MKTBOOK	0,002973	0,392307	
ROE	0,027703	0,325202	
<b>TAM_A</b>	<b>0,068215</b>	<b>0,039698</b>	<b>**</b>
LIQ_BOLSA	-0,017959	0,102545	
DIV_YELD	0,001051	0,427855	

(conclusão)

VARIÁVEL	COEFICIENTE	PROBABILIDADE	
ALAV	0,010582	0,072653	***
C	-0,129815	0,270056	

R-QUADRADO	0,93231		
R QUADRADO AJUSTADO	0,89265		
F-STATISTIC	23,50738		
PROB (F-STATISTIC)	0,00000		
White diagonal stand error & covariance (d.f.corrected)			
**Significante a 5% - *** Significante a 10%			

Fonte: Elaborada pelo autor

Os resultados apontados no quadro 12 apresentaram diferenças se comparadas à regressão anterior. O nível de explicação do modelo apontado pelo R-Quadrado ajustado aumentou consideravelmente, podendo explicar até 89,26% da variável dependente.

Nesta estimação duas variáveis apresentaram significância estatística. A variável que representa o tamanho da empresa foi significativa a 5% com coeficiente positivo conforme o esperado.

A alavancagem descrita neste trabalho como a parcela de capitais de terceiros que financia o ativo das empresas, apresentou significância estatística a 10%, porém com direcionamento inverso, se esperava que menores índices de endividamento fossem atrativos aos fundos de pensão.

As outras variáveis descritas no modelo não apresentaram significância estatística. Acompanharam o sinal esperado as variáveis: ADR, CX\_ATIVO, MKTBOOK, ROE e DIV\_YELD. Sendo que as variáveis: IGOV, ISE, VEND\_3 e LIQ\_BOLSA tiveram o movimento contrário.

Pode-se constatar que a utilização do método com dados em painel com efeito fixo retorna diferentes resultados se comparado ao método dos Mínimos Quadrados Ordinários. Exatamente pela característica do cruzamento das informações das mesmas empresas ao longo do tempo, mesmo assim se consideram todos os resultados, havendo significância estatística em ambos.

Neste sentido procurou-se adequar o modelo dispondo o maior número de variáveis possíveis com significância a 1%, 5% e 10%, dentro do método que tivesse

maior representatividade quanto à explicação da variável dependente e que conjuntamente representasse todas as hipóteses indicadas por este trabalho.

Aplicando o mesmo procedimento, antes de estimar o modelo verificou-se qual o efeito melhor se adequaria ao caso. Aplicou-se o Teste de Hausman, cujo resultado foi de  $p = 0,0068$ , ou seja, com significância a 1%, indicando que o efeito fixo continua é a melhor opção.

Quadro 13 - Resultado da estimação Painel efeitos fixos – melhor resultado

<b>MÉTODO UTILIZADO: PAINEL COM EFEITOS FIXOS</b>			
<b>NÚMERO DE OBSERVAÇÕES: 204</b>			
<b>VARIÁVEL DEPENDENTE: PARTFP_PP</b>			
<b>VARIÁVEL</b>	<b>COEFICIENTE</b>	<b>PROBABILIDADE</b>	
<b>IGOV</b>	<b>-0,026036</b>	<b>0,037129</b>	<b>**</b>
VEND_3	-0,036542	0,166790	
ROE	0,033498	0,161941	
<b>TAM_A</b>	<b>0,079191</b>	<b>0,023063</b>	<b>**</b>
<b>ALAV</b>	<b>0,009638</b>	<b>0,095041</b>	<b>***</b>
C	-0,147080	0,217915	
<b>R-QUADRADO</b>	0,92970		
<b>R QUADRADO AJUSTADO</b>	0,89350		
<b>F-STATISTIC</b>	25,68365		
<b>PROB (F-STATISTIC)</b>	0,00000		
<b>White diagonal stand error &amp; covariance (d.f.corrected)</b>			
<b>**Significante a 5% - *** Significante a 10%</b>			

Fonte: Elaborada pelo autor

A estimação reproduzida pelo quadro 13 utilizou cinco variáveis que abrangem as quatro hipóteses elencadas nesta pesquisa. O resultado encontrado indica que este modelo, usando o método de dados em painel com efeito fixo foi o que mais poder explicativo apresentou. O R-quadrado ajustado de 89,35%, superior os da regressão com mais variáveis, confirma o resultado.

Novamente a variável IGOV, com significância estatística a 5%, se mostra com relação negativa indicando que empresas que participam dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA não atraem os investimentos dos fundos de pensão.

O tamanho das empresas apresentou significância estatística a 5% e acompanhou o movimento esperado. A alavancagem obteve significância estatística

a 10%, também se mostra com relação negativa ao relacionar-se com a participação societária dos fundos de pensão.

O retorno sobre o patrimônio líquido, medida de lucratividade de uma empresa, não apresentou resultado estatisticamente significativo, porém manteve a direção positiva. A variação da receita líquida nos últimos três anos também não se mostrou significativa, além disso, apresentou movimento contrário ao esperado.

É fundamental que se cite a característica do modelo com dados em painel de efeitos fixos capta fatores não observáveis relativos a cada empresa. Deste modo pode-se inferir que o conjunto de variáveis dispostos no modelo não explica a totalidade do resultado do  $R^2$ -ajustado, sendo fatores diversos que compõe este poder explicativo.

#### **4.4 Análise dos resultados e comparativo com outros estudos**

Na maioria dos casos os estudos relacionados a este tema, os fundos de pensão, estão incluídos como investidores institucionais. Os resultados encontrados indicam inicialmente que os fundos de pensão são atraídos de forma diferente, se comparados a outros investidores.

Os resultados inferidos por esta pesquisa indicam que os fundos de pensão brasileiros são atraídos positivamente por empresas de grande porte. Este resultado é confirmado pelo estudo de Lima (2013), que relaciona diretamente a participação dos fundos de pensão brasileiros em grandes empresas. Bushee (2001) também confirma que o tamanho é significativo quando da escolha do investimento pelos fundos de pensão. De forma geral, a variável tamanho é utilizada na maioria das pesquisas onde se pretende avaliar empresas e seus comportamentos. Ao ser utilizada como indicador de risco, Ferreira e Matos (2006) encontram relação positiva entre o tamanho das empresas com os investimentos de investidores institucionais em sua pesquisa.

A avaliação da governança corporativa como determinante para os investimentos dos fundos de pensão foi considerada positiva acompanhando o resultado do estudo de Pensuvo (2006). No caso da pesquisa de Lima (2013), a relação estatística não foi significativa entre a governança corporativa e as participações societárias dos fundos de pensão. Ferreira e Matos (2008) confirma a significância estatística da governança corporativa como determinante para alocação

dos recursos dos investidores institucionais. Bushee (2001) não identifica esta variável diretamente.

O resultado que determinou a indicação do tamanho das empresas e das mesmas pertencerem a um nível diferenciado de governança corporativa como atrativo aos fundos de pensão brasileiros, foi obtido através da estimação de dois métodos distintos neste trabalho.

O tamanho das empresas se mostrou significativo quando estimado com dados em painel considerando o efeito fixo. Considera-se que o tamanho é heterogêneo entre as empresas ao longo do tempo, retornando uma regressão mais eficiente no modelo de efeitos fixos, com capacidade explicativa maior (vide R<sup>2</sup>-ajustado), lembrando que efeitos fixos captam fatores não observáveis e variáveis não utilizadas.

A participação em um nível diferenciado de governança corporativa na BMF&BOVESPA retornou uma relação positiva com o percentual investido e significativa pelo método dos mínimos quadrados ordinários. Constata-se que a relação entre pertencer a um nível de governança corporativa e o percentual de participação dos fundos de pensão nas empresas é expressivo, não importando a empresa e o tempo em que ocorre.

Considerando a análise descritiva, podemos verificar que a variável dicotômica IGOV tem uma média de 0,62, o que indica que na amostra a maioria das empresas relacionadas estão incluídas em níveis diferenciados de governança corporativa. Por este dado também se pode considerar que há uma relação positiva entre os investimentos dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA e esta variável.

Mais próximo da presente pesquisa, mesmo não tratando exclusivamente de fundos de pensão, o estudo de Bushe (2001) faz uma classificação dos investidores institucionais que contempla o que ele denomina de “pensões e doações”.

Comparando os resultados da presente pesquisa com os encontrados por Bushee (2001), no que se refere a “pensões e doações”, encontramos que as variáveis liquidez (LIQ\_BOLSA) e parcela de lucros distribuída em dividendos (DIV\_YELD) que não foram significantes e nem acompanharam o movimento esperado nesta pesquisa, contudo tiveram resultado favorável na pesquisa de Bushee (2001). Neste trabalho a variável alavancagem (ALAV), que foi significativa no modelo de efeitos fixos, não acompanhando direção esperada, em Bushee

(2001) a mesma foi significativa e com sinal esperado. A receita nos últimos três anos (VEND\_3) não foi significativa em ambos os estudos.

Pela análise descritiva da participação societária dos fundos de pensão percebe-se neste trabalho, que os setores mais visados por estes investidores têm características que podem estar relacionadas a alguns resultados estatísticos apresentados. Setores com grande necessidade de investimento tal como: financeiro, veículos e peças, siderurgia, máquinas industriais, tendem a trabalhar com maior endividamento, o que pode estar relacionado com a direção negativa, porém com significância estatística, da variável alavancagem.

O fato dos fundos de pensão terem características próprias indica que outras variáveis detêm maior importância na escolha do investimento. O objetivo da pesquisa de Bushee (2001) era determinar se os investidores institucionais preferiam lucros de curto prazo ou valor de longo prazo. Mesmo tendo algumas variáveis significativas em seu estudo, sugere que a decisão de financiamento das “pensões e doações” seria determinada por outras variáveis.

A seguir serão realizadas as análises sob a ótica das hipóteses testadas construídas para este trabalho.

#### **4.4 Análise das hipóteses**

As hipóteses são afirmações baseadas na literatura descrita que sustentam os objetivos deste trabalho. As mesmas determinam o direcionamento dos fundos de pensão em relação a características das empresas onde os mesmos pretendem investir.

A seguir descrevem-se as hipóteses e sua respectiva análise baseada nos resultados encontrados.

H1 – A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com as práticas de governança corporativa adotadas pelas mesmas.

Foram determinadas as variáveis IGOV, ADR, ISE e CX\_ATIVO como indicativas de práticas de governança. As variáveis ADR, ISE e CX\_ATIVO não se mostraram significativas nos métodos propostos. A variável IGOV se mostrou estatisticamente significativa quando utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários. Também pela análise descritiva se pode indicar que há uma relação

positiva entre a governança corporativa e os investimentos dos fundos de pensão, pois a maioria das empresas onde os fundos de pensão tem investimentos estão inclusas em níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, indicando que esta hipótese pode ser confirmada.

H2 – A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com fatores que indicam crescimento nas mesmas.

As variáveis VEND\_3 e MKTBOOK indicariam a possibilidade de crescimento da empresa, mesmo tendo resultado significativo não tiveram direcionamento esperado. Indicando que se pode aprofundar a pesquisa neste sentido na tentativa de confirmar completamente a hipótese de crescimento.

H3 - A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com a maior rentabilidade das mesmas.

As variável ROE indicaria a rentabilidade como atrativo aos investimentos dos fundos de pensão. Pelos resultados alcançados nesta pesquisa os indicadores usuais de rentabilidade não são considerados pelos fundos de pensão em seus investimentos.

H4 - A participação societária dos fundos de pensão nas empresas listadas na BM&FBOVESPA tem relação positiva com o menor risco apresentado pelas mesmas.

As variáveis que indicariam o risco como um determinante dos investimentos dos fundos de pensão foram ALAV, DIV\_YELD, LIQ\_BOLSA e TAM\_A. A variável tamanho (TAM\_A) se mostrou significativa e com coeficiente indicando direcionamento previsto pelo método com efeitos fixos. A variável alavancagem (ALAV) foi significativa, e também com sinal contrário ao esperado. As demais variáveis não apresentaram significância estatística em nenhum dos métodos propostos. Indicando que há a necessidade de verificar outras variáveis para poder confirmar inteiramente esta hipótese.

As variáveis utilizadas nesta análise são baseadas em dados contábeis e alinhadas com a análise financeira clássica. Medidas que envolvem lucro líquido, são largamente utilizadas por analistas de mercado e executivos corporativos (PAIVA e SAVOIA, 2011). A intenção do uso destas variáveis era de aproximar-se o máximo do cotidiano da decisão de investimentos, o que não se mostrou

significativo, indicando que outras variáveis devem ter maior importância para este tipo de investidor (BUSHEE, 2001).

Os indicadores de governança, crescimento e risco foram os que sinalizaram positivamente, mesmo que parcialmente, uma relação com as hipóteses sugeridas. Por este estudo os indicadores de rentabilidade não apresentaram resultados positivos quanto ao objetivo proposto. Estas observações podem ser uma sinalização da característica de longo prazo utilizada por estas organizações ao investirem seus recursos.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste estudo foi de analisar quais as características das empresas listadas na BM&FBOVESPA atraem os investimentos dos fundos de pensão brasileiros. Tais características foram classificadas em quatro grupos: governança, lucratividade, crescimento e risco. Para cada um dos itens foram elencadas variáveis que correspondessem às mesmas.

Os resultados indicam que o tamanho das empresas é estatisticamente significativo na decisão de investimentos por parte dos fundos de pensão. O tamanho está relacionado com o risco. Com uma relação estatística significativa e positiva a governança corporativa é um item que tem relação com os investimentos dos fundos de pensão. A maioria das empresas da amostra pertence a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, o que pode ser determinado pela análise descritiva das variáveis.

Como objetivo específico foi proposto identificar a participação dos fundos de pensão na estrutura societária das empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Além de identificar e mensurar esta participação relacionou-se a mesma com os setores econômicos que as empresas participam.

Por não existir um modelo econométrico aplicado com dados brasileiros visando este objetivo, a escolha das variáveis foi baseada em estudos similares. Para se chegar ao resultado apontado foram necessários ajustes e testes em diversos conjuntos de variáveis.

Não foram consideradas nesta pesquisa as participações societárias dos fundos de pensão realizadas através de fundos de investimento e participações cujas empresas não tenham a obrigatoriedade de divulgação pública. Sendo consideradas somente as que figuram no banco de dados Economatica. Também não figuram neste as empresas de previdência privada aberta, somente foram considerados como fundos de pensão as empresas de previdência privada fechada (EFPCs).

Como sugestão para futuras pesquisas, indica-se a verificação das características peculiares dos patrocinadores destes fundos de pensão, tanto privados quanto públicos. A inclusão de novas variáveis, e a ampliação da amostra através da verificação junto aos fundos de pensão, fazendo o caminho inverso ao

deste estudo e a verificação das políticas de investimentos de cada fundo de pensão na busca dos fatores explicativos dos investimentos.

## REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, C. A. T. **Fundos de pensão e governança corporativa no Brasil**. Dissertação (mestrado em Finanças e Economia Empresarial)- Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2011.
- ALVES, J. D. O.; LUPORINI, V. **Evolução da teoria do investimento e análise empírica para o Brasil**. XXXV ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. Disponível em:< <http://www.anpec.org.br/encontro2007/artigos/A07A>, v. 72, 2007.>
- AMARAL, F.V. A.; GIAMBIAGI, F.; CAETANO, M.A. **O fundo previdenciário dos servidores da união: resultados atuariais**. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 43, n. 1, 2013.
- AMARAL, H. F., VILAÇA. C. S. I. , BARBOSA, C. F. M, BRESSAN, V. G. F. **Fundos de Pensão como Financiadores da atividade econômica**. RAE, v. 44, n. 2, ABR/JUN/2004
- ANDONOV, A.; BAUER, R.; CREMERS, M. **Pension Fund Asset Allocation and Liability Discount Rates: Camouflage and Reckless Risk Taking by U.S. Public Plans?**.Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2070054>, May 2013.
- ANDRADE, L. P. et al. Determinantes **de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa**. Revista Brasileira de Finanças, v. 11, n. 2, p. 181-213, 2013.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. Sao Paulo: Atlas. 2001.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – ABRAPP. **Consolidado Estatístico**. Disponível em: <<http://www.abrapp.org.br/SitePages/ConsolidadoEstatistico.aspx>>. Acesso em 10 mar. 2014.
- BM&FBOVESPA. **Estatísticas mensais. Mercado a vista. Lote Padrão**. Disponível: <<http://www.bmfbovespa.com.br/informe/default.asp>> Acesso em: 12 set. 2014.
- BM&FBOVESPA. **Guia de Sustentabilidade** . 2010 Disponível: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/guia-de-sustentabilidade.pdf>> Acesso em 10 out. 2014.
- BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Fundos de Pensão: coletânea de normas. p.26. Brasília: MPS, SPPC, 2012. Disponível: <[www.previdencia.gov.br/sppc.php](http://www.previdencia.gov.br/sppc.php)> Acesso em: 23 set. 2013.
- BRASIL. **Resolução CMN 3.792 de 24. set.2009**. Fundos de Pensão: coletânea de normas. P.267. Brasília: MPS, SPPC, 2012. Disponível: <[www.previdencia.gov.br/sppc.php](http://www.previdencia.gov.br/sppc.php)> Acesso em: 23 set. 2013.

BRASIL. **Lei Complementar n.109 de 29. mai.2001.**Fundos de Pensão: coletânea de normas. p.14. Brasília: MPS, SPPC, 2012. Disponível: <[www.previdencia.gov.br/sppc.php](http://www.previdencia.gov.br/sppc.php)> Acesso em: 23 set. 2013.

BRIGHAM, E. F .; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna Administração Financeira** . Campus, 1999.

BRITO, G.A.S.; ASSAF NETO, A. **Modelo de Classificação de Risco de Crédito de Empresas**. R. Cont. Fin. USP. São Paulo. V.19, n.46, p.18-29, jan/abr 2008.

BUSHEE, B. J. ; **Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long Run Value?\***. Contemporary Accounting Research, v. 18, n. 2, p. 207-246, 2001.

BUSHEE, B. J. ; **Identifying and attracting the “right” investors: Evidence on the behavior of institutional investors**. Journal of Applied Corporate Finance, v. 16, n. 4, p. 28-35, 2004.

CAMARGO, R. V. **Fundos de pensão e práticas de responsabilidade socioempresarial: o caso Previ**. Dissertação - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas - EBAPE da Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2012.

CAMPOS, T. L. C. **Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil**. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v. 41, n. 4, 2006.

CERCHIARI, A. P. N. 1. **Análise Comparativa das Variáveis Financeiras como Estimadoras da Volatilidade para os Setores Siderúrgico, Financeiro e de Telefonia**. Estudos em Finanças: Investimentos, p. 3. 2010.

CLAESSENS, S.; KLINGEBIEL, D.; LUBRANO, M. **Corporate governance reform issues in the Brazilian equity markets**. Washington, DC, United States: World Bank. Mimeographed document, 2000.

CLARK, G. L.; HEBB, T. **Pension fund corporate engagement: the fifth stage of capitalism**. Relations industrielles/industrial relations, v. 59, n. 1, p. 142-171, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Instrução CVM Nº 358 limite divulgação acionária**. Disponível em: <[www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp](http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp)> Acesso em 03. dez.2013.

CORAM, P. J. ; MOCK, T. J.; MONROE, G. S. **Financial analysts' evaluation of enhanced disclosure of non-financial performance indicators** The British Accounting Review. V.43 p. 87–101. 2011

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009. \_\_. Estimating Equity Risk Premiums. Stern School of Business. 24p. New York, 1999.

DEMARZO, P. M.; FISHMAN, M. J.; HE, Zhiguo; WANG, N.. **Dynamic Agency and the  $q$  Theory of Investment**. The Journal of Finance. Vol. LXVII, n6, December 2012

DO VALLE, M. R.; ALBANEZ, T. **Juros altos, fontes de financiamento e estrutura de capital: O endividamento de empresas brasileiras no Período 1997-2006**. Revista de Contabilidade e Organizações, v. 6, n. 16, p. 49-72, 2012.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. **Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças**. In: 7o Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e 4o Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade. 2007.

ELY, B. J. **Por uma comunicação ética nos fundos de pensão: um estudo de caso**. Porto Alegre. 2008. 312 p. 2008. Tese de Doutorado. Tese (Doutorado em Comunicação Social)-Programa de Pós-Graduação em Comunicação Social, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

FACCIO, M.; LASFER, A. **Do occupational pension funds monitor companies in which they hold large stakes?**. Journal of Corporate Finance, v. 6, n. 1, p. 71-110, 2000.

FAZZARI, S., HUBBARD, R.G., PETERSEN, B.C. **Financing Constraints and corporate investment**. National Bureau of Economic Research, Working Paper #2387 September 1987.

FERREIRA, M. A.; MATOS, P. **The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world**. Journal of Financial Economics, v. 88, n. 3, p. 499-533, 2008.

FIGUEIREDO FILHO, D.; NUNES, F., DA ROCHA, E. C., SANTOS, M. L., BATISTA, M., SILVA JUNIOR, J. A. **O Que Fazer e o Que Não Fazer Com a Regressão: pressupostos e aplicações do modelo linear de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO)**. Revista Política Hoje, v. 20, n. 1, 2011.

LOSS, L; SARLO NETO, A. **O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa**. Revista de Contabilidade e Finanças, São Paulo, v. 17, n. 40, p. 52-66, jan./abr. 2006.

FREITAS, M. C.P. **Desafios do financiamento de longo prazo no Brasil**. Boletim de Economia da Fundap, n. 4, p. 15-26, 2011.

GERHARD, M. **Governança corporativa em empresas do mercado acionário brasileiro e investidores institucionais**. Dissertação (mestrado em Ciências Contábeis) -- Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2012.

GRÜN, R. **Governança Corporativa: atores e ações na construção de uma nova institucionalidade**. Apresentado no XXVII Encontro Anual da ANPOCS, 2003

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica-5**. McGraw Hill Brasil, 2011. Disponível em: [http://biblioteca.asav.org.br/biblioteca/  
http://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/978858055051](http://biblioteca.asav.org.br/biblioteca/http://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/978858055051) > acesso em 03.02.2015.

HELM, S. **The role of corporate reputation in determining investor satisfaction and loyalty**. Corporate Reputation Review, v. 10, n. 1, p. 22-37, 2007.

HOJI, M. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial** – 10 ed. – São Paulo: Atlas, 2012

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE , **Pesquisa de Inovação 2011**. Disponível em < [www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2011](http://www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2011)> acesso em 08.12.2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE , **Pesquisa de Inovação 2008**. Disponível em < [www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2008](http://www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2008)> acesso em 08.12.2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA – IBGE , **Pesquisa de Inovação 2005**. Disponível em < [www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2005](http://www.pintec.igge.gov.br/downloads/pintec2005)> acesso em 08.12.2014.

JENSEN, M.C. **Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers**. Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, v. 76, n. 2, 1986.

JENSEN, M. C. **Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function**. Journal of applied corporate finance , v. 14, n.3, p 8-21, 2001

LIMA, L.S. **Governança Corporativa, Valor e Desempenho de Empresas com Participação Acionária de Fundos de Pensão no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2013. 83 p.

MACEDO, F. et al. **O valor do ISE , principais estudos e perspectivas dos investidores.BM&FBOVESPA**, São Paulo, 2013. Disponível em:< <http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/O-Valor-do-ISE.pdf>> acesso em 10.12.2014.

MARTINS, M.A.S. **Gestão de Risco em Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC – Fundos de Pensão**. Tese de Doutorado. Programa de Pós Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2010.

MODIGLIANI, F. , MILLER, M. H. .**The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment** - The American Economic Review, Vol. 48, No. 3. pp. 261-297. Jun., 1958.

MYERS, S. C. **Interactions of corporate financing and investment decisions- implications for capital budgeting.** Journal of Finance, 29(1), 1-25. March, 1974.

OLIVEIRA, R.M.; LEAL, R.P.C.; ALMEIDA, V.S.; **Large Pension Funds and Corporate Governance practices of Brazilian companies.** Corporate Ownership & Control. Volume 9, Issue 2, Winter 2012.

ORGANISATION for Economic Co-operation and Development. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

PAIVA, E. V.S.; SAVOIA, JOSÉ R.F. **Diferenças de rating e variáveis financeiras.** XIV Semead, Seminário de Administração – ISSN 2177-3866. Outubro de 2011.

PENSUVO, F.R. **Qualidade da Governança Corporativa e a participação societária dos Fundos de Pensão nas empresas de capital aberto brasileiras.** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo. 2006.

PEREIRA, F.; MIRANDA, R. B.; SILVA, M. M. **Os fundos de pensão como geradores de poupança interna.** Texto para discussão n° 480. IPEA -Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada , Brasília , 1997.

PREVIC – Previdência Complementar – **Listagem das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC.** Disponível em: <<http://www.previdencia.gov.br/previc/entidade-fechada-de-previdencia-complementar-efpc/>>. Acesso em 28. out.2013

PREVIC – Previdência Complementar – **Estatística trimestral Julho 2012.** Disponível em:< [http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/27\\_130918-144618-878.pdf](http://www.previdencia.gov.br/arquivos/office/27_130918-144618-878.pdf)> Acesso em 28. out.2013

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. **Adesão aos Novos Mercados da BOVESPA: Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2–Determinantes e Consequências.** Revista Brasileira de Finanças, v. 7, n. 1, p. 107-136, 2009.

RITTA, C. O. ; ENSSLIN, S. R. **Investigação sobre a relação entre ativos intangíveis e variáveis financeiras: um estudo nas empresas brasileiras pertencentes ao índice IBovespa nos anos de 2007 e 2008.** In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. 2010.

SHLEIFER, A. ; VISHNY, R. W. **A survey of corporate governance.**The journal of finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e a estrutura de propriedade: determinantes e a relação com o desempenho das empresas no Brasil.** Tese (doutorado) Universidade de São Paulo – Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade da USP - São Paulo – SP. 2004

SOUSA, E. **Market-to-Book: Uma Avaliação das Companhias Listadas nos Segmentos Diferenciados da BM&FBOVESPA.** Contabilometria, v. 1, n. 1, 2014.

STEFFEN, H. C.; ZANINI, F. A. M. **Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros.** Revista Contabilidade & Finanças, v. 23, n. 59, p. 102-115, 2012.

STEWART, F.; YERMO, J. **Pension Fund Governance: Challenges and Potential Solutions.** Working Papers on Insurance and Private Pensions, No. 18, OECD publishing, © OECd

THEURILLAT, T.; CORPATAUX, J.; CREVOISIER, O. **The Impact of Institutional Investors on Corporate Governance: A View of Swiss Pension Funds in a Changing Financial Environment .** COMPETITION & CHANGE, Vol. 12, No. 4, December 2008 307–327

TILBA, A.; MCNULTY, T. **Engaged versus disengaged ownership: The case of pension funds in the UK.** Corporate Governance: An International Review, v. 21, n. 2, p. 165-182, 2013.

URWIN, R. **Pension Funds as Universal Owners: Oportunity Beckons and Leadership Calls.** Rotman International Journal of Pension Management. Volume 4 Issue 1. Spring 2011 . 26 10.3138/rijpm.4.1.26

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S.T.. **Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro.** Revista Organizações em Contexto-online, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2005.

VENTURA, L. C. **A nova postura dos fundos de pensão como acionistas institucionais e a gestão de suas participações acionárias permanentes.** Rio de Janeiro: Anais do XIV Congresso Brasileiro de Fundos de Pensão. 1993.

WURGLER, J. **Financial markets and the allocation of capital.** Journal of financial economics, v. 58, n. 1, p. 187-214, 2000.

**ANEXO A – EMPRESAS COM PARTICIPAÇÃO DOS FUNDOS DE PENSÃO  
(AMOSTRA)**

(continua)

	ANO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	EMPRESA	% part.								
1	Afluyente						2,29	2,29	2,30	2,29
2	Alfa Financ	19,34	19,34	18,99	11,02					
3	Alfa Invest	7,64	7,60	6,57						
4	All Amer Lat	-	7,25	8,71	8,71	13,07	8,00	8,03	8,09	7,78
5	Alpargatas	10,09	10,09							
6	Am Inox BR			6,97						
7	Ambev S/A	-	-	0,02	-	-	-	3,66	-	-
8	Aracruz	3,13	3,07	3,07	3,07	-	-	-	-	-
9	Banestes	7,29	6,05	-	-	-	-	-	-	-
10	Brasil	13,87	11,44	11,44	10,47	10,15	10,36	10,38	10,40	10,38
11	Brasil T Par	4,42	-	-	3,70		-	-	-	-
12	BRF SA					27,18	27,18	26,69	27,30	
13	Celesc	10,85	9,51	17,27	17,51	17,53	17,52	17,52	14,50	14,46
14	Celpe	-	-	-	-	-	-	-	-	15,92
15	Coelba	-	-	2,29	2,29	2,29	2,29		2,30	2,29
16	Coelce	-	3,82	-	-	-	-	-	-	-
17	Contax	-	-	1,95	2,06	-	-	-	-	-
18	Coteminas	-	11,06	5,55	-	-	11,06	-	-	-
19	Dasa	-	-	-	-	5,00	5,00	-	10,00	-
20	Dtcom Direct	-			-		-	5,44	5,40	
21	Duratex-Old	8,81	-	3,99	3,99	-	-	-	-	-
22	Embraer	-	23,72	13,92	13,92	13,75	13,44	10,38	9,00	7,84
23	Eternit	10,41	-	-	-	-	-	-	-	-
24	Eucatex	-		6,47	-	6,46	-	-	-	-
25	F Cataguazes	-	12,64	-	-	-	-	-	-	-
26	Forja Taurus	-	-	-	-	-	-	-	24,40	24,40
27	Fras-Le	30,63	30,48	30,48	30,46	30,26	30,26	30,26	30,30	30,98
28	Gafisa	-	-	-	-	-	-	-	5,10	-
29	Iguatemi	-	-	-	10,00	10,33	10,33	10,33	10,30	-
30	Inds Romi	-	-	-	3,48	5,06	5,06	9,39	9,40	-
31	lochp-Maxion	-	3,76	-	-	-	-	-	-	-
32	Ipiranga Dis	-	18,15	-	-	-	-	-	-	-
33	Ipiranga Pet	16,37		16,37	-	-	-	-	-	-
34	Ipiranga Ref	-	5,60	-	-	-	-	-	-	-
35	Jereissati				11,92	30,54	31,41	31,38	31,40	31,38
36	JHSF Part	-	-	-	-	-	-	-	5,60	-
37	La Fonte Tel	-	-	-	-				19,80	19,78

(conclusão)

	ANO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
	EMPRESA	% part.								
38	Log-In	-	-	-	-	10,47	12,80	12,80	12,80	-
39	Lupatech	-	-	-	17,52	15,00	14,98			-
40	Marcopolo	5,78	9,16	9,16	10,30	8,99	8,99	15,08		16,24
41	Marisol	-	-	-	24,37	17,52			-	-
42	Melpaper			0,26	12,01		-	-	-	-
43	Paranapanema					35,94	35,77	35,77	35,80	36,10
44	Petrobras	-	-	-	2,80	3,17	-	-	-	2,79
45	Petroflex	5,69	5,69	5,69		-	-	-	-	-
46	Pronor	5,21	5,21	5,21	17,90	5,21	-	-	-	-
47	Randon Part	11,00	10,19	10,15	4,41	8,74	8,74	8,74	8,70	6,79
48	Rasip Agro	8,27	8,27	8,27	4,36	-	-	-	-	-
49	Sadia S/A	8,98	8,98	8,87	14,85	-	-	-	-	-
50	Suzano Papel	-	4,61	9,22	13,22	-	-	-	-	-
51	Telemar	3,84	-	-	-	-	3,76			-
52	Telemig Part	3,60	3,56		-	-	-	-	-	-
53	Totvs	-	-	-	-	-	-	7,64	9,90	-
54	Tupy				20,39	33,61				
55	Ultrapar	-	-	8,77	5,05	6,61	6,58	5,83	5,90	5,94
56	Usiminas	14,62	13,07	10,84	10,86	10,86	10,88	10,90	9,30	9,23
57	Weg	4,82	4,62	-	-	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor