

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

VINÍCIUS SILVA PEREIRA

**ENSAIOS SOBRE OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA
DE CAPITAL E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE MULTINACIONAIS
LATINO-AMERICANAS**

SÃO PAULO
2013

VINÍCIUS SILVA PEREIRA

**ENSAIOS SOBRE OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA
DE CAPITAL E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE MULTINACIONAIS
LATINO-AMERICANAS**

Tese apresentada à Escola de administração de
Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio
Vargas, como requisito para obtenção do título
de doutor em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:
Finanças Corporativas

Orientador:
Prof. Dr. Hsia Hua Sheng

SÃO PAULO
2013

Pereira, Vinícius Silva..

Ensaio sobre os Efeitos da Internacionalização na Estrutura de Capital e Estrutura de Propriedade de Multinacionais Latino-americanas / Vinícius Silva Pereira. - 2013.

135 f.

Orientador: Hsia Hua Sheng

Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo.

1. Empresas multinacionais - América Latina. 2. Estrutura de capital. 3. Sociedades comerciais - Dívidas. I. Sheng, Hsia Hua. II. Tese (doutorado) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo. III. Título.

CDU 334.726(8=6)

VINÍCIUS SILVA PEREIRA

**ENSAIOS SOBRE OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA
DE CAPITAL E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE DE MULTINACIONAIS
LATINO-AMERICANAS**

Tese apresentada à Escola de administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito para obtenção do título de doutor em Administração de Empresas.

Campo de Conhecimento:
Finanças Corporativas

Data da aprovação:

____/____/____

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Hsia Hua Sheng – Orientador
Fundação Getúlio Vargas – EAESP

Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho
Fundação Getúlio Vargas – EAESP

Prof. Dr. José Evaristo dos Santos
Fundação Getúlio Vargas – EESP

Prof. Dr. Sérgio Giovanetti Lazzarini
Instituto de Ensino e Pesquisa - Insper

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Ao meu filho Isaac, (n) o olho do furacão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu professor orientador Dr. Hsia Hua Sheng pela dedicação na condução deste trabalho. Suas recomendações e seus comentários das diversas revisões e versões até chegar a este trabalho final foram fundamentais para a construção desta tese. Esta tese e minha formação acadêmica de pesquisador devem muito a você. Muito obrigado!

Agradeço à todos que sugeriram contribuições às versões anteriores dos ensaios desta tese. Agradeço aos membros da banca de qualificação, o Prof. Dr. Antônio Gledson de Carvalho e o Prof. Dr. Ricardo Pereira Câmara Leal pelas contribuições e direcionamentos da primeira versão desta tese. Agradeço aos colegas e alunos da FGV-EAESP e da Universidade Federal de Uberlândia que durante os seminários de pesquisa em finanças e em conversas informais discutiram e debateram vários pontos do trabalho: desde qual palavra utilizar no texto até qual método mais adequado. Ao professor Dr. Henrique Dantas Néder pelo acompanhamento da aplicação econométrica no Stata.

Agradeço àqueles que tornaram possível este doutorado. Agradeço à Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia (FAGEN-UFU) e à Universidade Federal de Uberlândia (UFU) pelo empenho e financiamento do doutorado junto à Fundação Getúlio Vargas, em especial à professora Dra Stella Naomi Moriguchi e o professor Dr. Reinaldo Campus Andraus que se envolveram diretamente neste processo. Agradeço à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (Fapesp) por julgar relevante esta pesquisa e pelo auxílio financeiro disponibilizado. Agradeço aos familiares, amigos e contatos dos amigos que conseguiram o acesso aos dados sobre internacionalização no Worldscope, Compustat *Global Advantage* e nos sites das empresas e relatórios de bolsas de valores. Sem esta ajuda esta pesquisa seria viável em termos de tempo.

Agradeço àqueles que me motivaram e caminharam juntos comigo nesta longa jornada. Iniciar e finalizar um processo de doutoramento não é algo trivial. Por isso agradeço aos colegas e amigos do doutorado que comigo cursaram as disciplinas, compartilharam as angústias, tristezas, glórias e alegrias. Agradeço aos meus familiares e amigos que suportaram e souberam compreender minhas ausências e negligências em função do doutorado. Meu filho, minha esposa, meus pais e meu irmão que durante quase quatro anos me passaram mensagens e gestos de carinho e alimentaram minha alma para ir sempre adiante. Agradeço à minha madrinha, segunda mãe de fato, Dinart (*in memoriam*) que participou ativamente da minha educação e tenho certeza que gostaria de poder ter compartilhado comigo estes momentos.

**“Um pouco de internacionalização afasta-nos da pátria, muito reconduz-nos a ela.”
(Jean Jaurès)**

RESUMO

Esta tese analisa três lacunas que ainda não foram discutidas na literatura. As lacunas dizem respeito aos efeitos da internacionalização na estrutura de capital e de propriedade de empresas multinacionais. Para tanto, três ensaios sobre os efeitos da internacionalização foram elaborados. O primeiro analisou os efeitos dos modos de entrada sobre o endividamento; o segundo os efeitos da internacionalização nas formas de endividamento e o terceiro os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade. A partir de dados de empresas multinacionais e domésticas de capital aberto latino-americanas de 2007 a 2011, foram montados painéis de dados com variáveis de teste e controle para cada ensaio. Os resultados do primeiro ensaio apontam que os modos de entrada são relevantes para determinar o nível de endividamento das multinacionais e complementam os resultados de trabalhos baseados na hipótese *upstream-downstream*. Evidenciou-se também que empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a ser mais endividadas no longo prazo e total que empresas com modos de entrada não-patrimoniais, reforçando explicações dadas pela teoria do *static trade-off*; e menos endividadas no curto prazo, reforçando as explicações das teorias da agência e *pecking order*. Os resultados do segundo ensaio apontam que o grau de internacionalização: (i) aumenta o nível de endividamento da quase totalidade das dívidas providas por agentes financeiros (bancos), conforme a hipótese *upstream-downstream* e diminuem as dívidas providas por agentes não-financeiros (*trade-credit*), conforme teoria da restrição financeira; (ii) não produz efeitos sobre a maturidade das dívidas (iii) diferente do que esperava, não aumenta endividamento via banco nacional de desenvolvimento (empréstimos incentivados), (iv) foi relevante para alterar a composição do endividamento das multinacionais se comparada às empresas domésticas e (v) a forma de entrada na internacionalização não afeta a composição de endividamento. No terceiro ensaio o principal resultado encontrado foi que as empresas mais internacionalizadas e com modo de entrada patrimonial têm menores níveis de concentração de propriedade. Outro importante resultado do terceiro ensaio foi de que há uma simultaneidade ainda não explorada em estudos anteriores na determinação do nível de internacionalização e da concentração de propriedade. Ambos os resultados do terceiro ensaio estão amparados pela Visão Baseada em Recursos contrapondo a visão tradicional da teoria da agência.

Palavras-chave: Estrutura de capital. Formas de Endividamento. Estrutura de Propriedade. Internacionalização de Empresas. Modos de Entrada.

ABSTRACT

This thesis examines three gaps that have not been discussed in the literature. The gaps relate to the effects of internationalization on capital structure and ownership structure of multinational companies. Therefore, three essays about the effects of internationalization were prepared. The first essay examined the effects of entry modes on debt, the second the effects of internationalization in the forms of indebtedness and the third the effects of internationalization on the ownership structure. Data from domestic and multinational publicly traded companies in Latin America from 2007 to 2011 were assembled into panel data with test and control variables for each essay. The results of the first essay indicate that the entry modes are relevant to determine the debt level of multinational and complement the studies based on upstream-downstream hypothesis. It also showed that companies with equity entry modes tend to be more indebted in the total and long term than companies with non-equity entry modes, reinforcing explanations given by the static trade-off theory, and less indebted in the short term, urging agency and pecking order theories. The results of the second essay show that the degree of internationalization: (i) increases the debt level of almost all debts provided by financial agents (banks), as hypothesized upstream-downstream and reduce the debt provided by non-financial (trade-credit), as suggested by the theory of financial constraint, (ii) has no effect on debt maturity (iii) different than expected, does not increase debt via national development bank (encouraged loans), (iv) was relevant to change the composition of indebtedness of multinationals compared to domestic firms and (v) the entry modes on internationalization does not affect the composition of debt. In the third essay, the main finding result was that the most internationalized companies and equity entry mode have lower levels of ownership concentration. Another important result of the third essay was that there is an unexplored simultaneity in determining the level of internationalization and concentration of ownership. Both the results of the third essay are supported by the Resource Based View countering the traditional view of agency theory.

Keywords: *Capital Structure. Forms of Debt. Ownership Structure. Firm Internationalization. Entry Modes.*

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 2.1 - Variáveis dependentes dos modelos: formas de endividamento.....	29
Quadro 2.2 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.....	30
Quadro 2.3 - Variáveis independentes relacionadas a internacionalização de empresas.....	31
Quadro 2.4 - Resumo dos determinantes da estrutura de capital utilizados nos estudos.	39
Quadro 3.2 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.....	72
Quadro 3.3 - Variáveis independentes adicionais de controle para o <i>trade credit</i>	74
Quadro 3.4 - Variáveis independentes relacionadas a internacionalização de empresas.....	76
Quadro 3.5 - Painéis de dados construídos para este estudo.....	78
Quadro 3.6 - Ordem de preferência/utilização das formas de endividamento conforme condição da empresa.	84
Quadro 4.1 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.....	103

LISTA DE TABELAS

Tabela 2.1 - Matriz de correlação das variáveis do estudo.....	42
Tabela 2.2 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.	44
Tabela 2.3 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 2.1 e 2.2.	46
Tabela 2.4 - Resultados das regressões em painel para as multinacionais.	48
Tabela 2.5 - Média dos níveis de endividamento e internacionalização por países.	50
Tabela 2.6 - Resultados comparativos para o Brasil, considerando o Modelo 2.1.....	52
Tabela 2.7 - Resultados para o Brasil considerando o Modelo 2.2.	53
Tabela 3.1 - Principais trabalhos sobre estrutura de capital de multinacionais, suas medidas agregadas de endividamento e efeitos da internacionalização.	60
Tabela 3.2 - Exemplo de trabalhos que ampliaram as formas de endividamento.	63
Tabela 3.3 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.	82
Tabela 3.4 - Resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.1 para dívidas de curto prazo providas por agentes financeiros.	87
Tabela 3.5 - Resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.2 para dívidas providas por agentes não-financeiros.....	89
Tabela 3.6 - Efeitos da internacionalização nos tipos de dívida.....	90
Tabela 4.1 - Quantidade de observações da amostra por países e condição internacional das empresas.	109
Tabela 4.2 - Quantidade de observações da amostra por identidade da propriedade e condição internacional das empresas.....	109
Tabela 4.3 - Matriz de correlação das variáveis utilizadas no estudo.	112

Tabela 4.4 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.	113
Tabela 4.5 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.1 e 4.2.	115
Tabela 4.6 - Regressão das equações simultâneas utilizando o método 3SLS.....	116
Tabela 4.7 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.1 e 4.2 utilizando a variável OWN3.	118
Tabela 4.8 - Regressão das equações simultâneas utilizando o método 3SLS considerando a variável OWN3.	119

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BLTLEV - Endividamento de longo prazo a valor contábil
BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)
BSTLEV - Endividamento de curto prazo a valor contábil
BTLEV - Endividamento total a valor de mercado.
CEPAL - Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe
CNTRY - País
CUAS - Investimento em ativos de curto prazo
DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo
DOI - Nível de internacionalização
DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo
DTLEV - Dívida nacional total
DTRADE - Trade credit nacional
EMODT - Tipos de modo de entrada
FLTLEV - Dívida externa de longo prazo
FSTLEV - Dívida externa de curto prazo
FTLEV - Dívida externa total
FTRADE - Trade credit estrangeiro
GROW - Oportunidade de crescimento
IND - Tipo de indústria
LAGE - Idade da empresa
LIQUID - Liquidez
LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo
LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo
LTLEV - Dívida de longo prazo
MLTLEV - Endividamento de mercado de longo prazo
MSTLEV - Endividamento de curto prazo a valor de mercado
MTLEV - Endividamento total a valor de mercado
OWN1 - Nível de concentração
OWNT - Identidade da propriedade
PAYOUT - Pagamento de dividendos
PROF - Lucratividade

PURCH - Compras

RISK - Risco de falênciac

SIZE - Tamanho

STDEB - Debêntures de curto prazo

STFIN - Financiamento de curto prazo de instituições financeiras

STLEAS - Arrendamentos de curto prazo

STLEV - Dívida de curto prazo

TANG - Nível de tangibilidade dos ativos

TAX - Benefício fiscal

TDEB - Dívida por debêntures total

TLEAS - Arrendamento total

TLEV - Dívida total

TTRADE - Trade credit total

UNCTAD - *United Nations Conference on Trade and Development*

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO	15
CAPÍTULO 2: OS EFEITOS DOS MODOS DE ENTRADA SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS MULTINACIONAIS	20
2.1. Introdução	20
2.2. Literatura	22
2.2.1. Evidências dos trabalhos de estrutura de capital de multinacionais	22
2.2.2. Críticas aos trabalhos e à hipótese <i>upstream-downstream</i>	24
2.2.3. Os modos de entrada e hipóteses	26
2.3. Descrição das variáveis	28
2.3.1. Variáveis de controle	31
2.3.2. Variáveis de teste	35
2.4. Seleção da amostra	36
2.5. Metodologia	38
2.6. Resultados empíricos	41
2.6.1. Teste de robustez	51
2.7. Considerações finais	53
CAPÍTULO 3: OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NAS FORMAS DE ENDIVIDAMENTO	56
3.1. Introdução	56
3.2. Literatura	58
3.2.1. A necessidade de detalhamento das formas de endividamento	58
3.2.2. Endividamento de curto prazo e suas especificidades e a internacionalização	64
3.3. Descrição das variáveis	68
3.3.1. Variáveis dependentes: tipos de endividamento	69
3.3.2. Variáveis de controle	71
3.3.3. Variáveis independentes adicionais de controle para o <i>trade credit</i>	74
3.3.4. Variáveis de teste	76
3.4. Seleção da amostra	77
3.5. Metodologia	78
3.6. Resultados empíricos	80
3.6.1. Análise descritiva	80
3.6.2. Análise multivariada	85

3.7. Considerações finais	90
CAPÍTULO 4: OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	94
4.1. Introdução	94
4.2. Literatura	95
4.2.1. Estudos anteriores e fundamentos teóricos.....	95
4.2.2. Internacionalização e estrutura de propriedade: uma explicação baseada na teoria da agência	97
4.2.3. Internacionalização e estrutura de propriedade: uma explicação à luz da visão baseada em recursos	100
4.3. Descrição das variáveis	102
4.3.1. Variáveis de estrutura de propriedade	104
4.3.2. Variáveis de internacionalização	104
4.3.2. Variáveis de controle	105
4.4. Seleção da amostra	107
4.5. Metodologia.....	109
4.6. Resultados empíricos.....	111
4.6.1. Teste de robustez	117
4.7. Considerações finais	120
CAPÍTULO 5: CONCLUSÃO	122
6. REFERÊNCIAS	127
7. APÊNDICES	134
Apêndice A - Teste de Multicolinearidade.....	134
Apêndice B - Matriz de correlação das variáveis utilizadas no segundo ensaio	135

CAPÍTULO 1: INTRODUÇÃO

Este trabalho parte de um contexto em que as multinacionais de países emergentes têm ganhado relevância na última década devido ao aumento ano após ano do número de empresas desses países que transpõem as fronteiras nacionais. Segundo a *United Nations Conference on Trade and Development* (2011) de 1990 até 2010 houve um crescimento de quase 1.000% do número de empresas de países emergentes que realizaram investimentos diretos no exterior, passando de 147 milhões para quase 1,6 bilhão. Dados da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (2011) as exportações entre os países do Mercosul crescem a uma taxa média de 25% ao ano nos últimos cinco anos.

Na mesma direção crescem os números de estudos que buscam entender as formas como se organizam estas empresas do ponto de vista financeiro, já que neste processo de internacionalização passam a conviver com necessidades distintas das empresas não internacionalizadas. Questões sobre os principais eixos de finanças corporativas como **estrutura de capital**, **formas de endividamento** e **estrutura de propriedade** emergem agora num contexto de empresas internacionais.

Empresas multinacionais se endividam mais que empresas domésticas? Empresas multinacionais utilizam formas de endividamento diferentes das utilizadas pelas empresas domésticas? A internacionalização das empresas altera a concentração da propriedade? A estrutura de capital, as formas de endividamento e a estrutura de propriedade das firmas multinacionais são semelhantes às das empresas domésticas? E mesmo a estrutura de capital, formas de endividamento e estrutura de propriedade das firmas multinacionais entre si, são semelhantes ou não? Quais as diferenças? A estratégia de entrada no mercado internacional é um fator determinante da estrutura de capital, formas de endividamento e propriedade? Em suma, quais são os efeitos da internacionalização na estrutura de capital, formas de endividamento e estrutura de propriedade das empresas?

Quanto à **estrutura de capital**, merecem destaque os estudos de Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010) que comparam o nível de endividamento das empresas multinacionais contra o dos seus pares domésticos ao inserirem a variável “grau de internacionalização das empresas” nos modelos tradicionais de estrutura de capital. Os resultados obtidos por esses estudos apresentam importantes contribuições teóricas e empíricas acerca da estrutura de capital das multinacionais, sintetizadas pelo que denominaram de hipótese *upstream-downstream*. A

partir dessa teoria, resultados apontados por trabalhos anteriores até então controversos passam a fazer sentido, na medida em que a hipótese *upstream-downstream* explica que o nível de endividamento das multinacionais (endividamento total, de curto e longo prazos), depende do país sede e do grau de internacionalização destas empresas.

No que se refere às **formas de endividamento**, são poucos os trabalhos que exploram a heterogeneidade das dívidas utilizadas pelas empresas. Nacionalmente destaca-se o trabalho de Leal e Carvalhal da Silva (2009) que aumentam o escopo de análise das dívidas utilizadas pelas empresas, inserindo os endividamentos totais por debêntures, por bancos nacionais, por bancos internacionais e eurobônus. Internacionalmente, destaca-se o estudo de Rauh e Sufi (2010) que dentre os trabalhos já publicados é o que mais se detalhou os tipos de endividamento das firmas. Rauh e Sufi (2010) demonstraram que os trabalhos tradicionais de estrutura de capital ignoram a heterogeneidade de endividamento e com isso variações substanciais da estrutura de capital das empresas não são retratadas. No foco dado pelos autores os diferentes tipos de dívidas são importantes para se acompanhar a qualidade do crédito das firmas, ou seja, a qualidade do crédito afeta a composição da estrutura de capital da empresa.

Do lado da **estrutura de propriedade**, recentes contribuições como as de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) destacam-se por explicar como a estrutura de propriedade de uma empresa pode levá-la a se internacionalizar. Os resultados dessas pesquisas mostram que determinadas configurações de estruturas de propriedade (familiar, do governo, de investidores privados e estrangeiros dentre outros arranjos proprietários) são determinantes para que as empresas se internacionalizem.

Contudo, apesar dos esforços despendidos pelos estudos anteriores, importantes questões sobre os efeitos da internacionalização na estrutura de capital e estrutura de propriedade das empresas permanecem sem resposta. Este estudo pretende **explorar três destas questões**, duas delas relacionadas com os efeitos da internacionalização na estrutura de capital contribuindo diretamente para a hipótese *upstream-downstream*; e uma associada com a estrutura de propriedade, contribuindo com a teoria da agência e a visão baseada em recursos.

A **primeira lacuna** explorada reside no fato de que os estudos relacionados à estrutura de capital de multinacionais podem ser contestados pelo fato de não considerarem em suas análises o modo de entrada no mercado internacional. Ou seja, a forma escolhida pelas multinacionais para se expandirem globalmente, fator importante de internacionalização é ignorado, fato inclusive que torna contestável para alguns casos a afirmação-chave da

hipótese *upstream-downstream*. Assim, estudos anteriores baseiam seus resultados num entendimento simplista de internacionalização, de forma que os efeitos do modo de entrada no mercado internacional sobre o endividamento são desconhecidos e podem alterar as evidências até então encontradas.

A **segunda lacuna** diz respeito também aos estudos que defendem a hipótese *upstream-downstream*. Os resultados destes estudos se dão a partir de medidas agregadas de endividamento como endividamento total, de curto prazo e de longo prazo. Assim, os efeitos da internacionalização sobre a composição de formas específicas de endividamento das multinacionais como debêntures, banco nacional de desenvolvimento e *trade credit* nacional e internacional, que possuem cláusulas e proteções contratuais aos credores distintas ainda não foram analisados.

A **terceira lacuna** está relacionada com a negligência dos estudos tradicionais de estrutura de propriedade. Tradicionalmente o que se tem estudado é como a estrutura de propriedade determina a internacionalização, mas existe uma necessidade teórica e empírica de se saber o efeito contrário, qual seja a internacionalização determinando a estrutura de propriedade.

Estes são alguns questionamentos que os estudos tradicionais de estrutura de capital e de estrutura de propriedade de multinacionais, apesar de representarem os arcabouços teórico-empíricos mais recentes utilizados na literatura, não conseguem responder.

Portanto, os **objetivos** desta tese consistem, em primeiro lugar, inserir a variável “modo de entrada” nos estudos de estrutura de capital anteriormente citados e discutir seus efeitos sobre o nível de endividamento. Em segundo lugar, pretende-se analisar os efeitos desta internacionalização em que se consideram os modos de entrada sobre a composição do endividamento, a partir de um maior detalhamento das dívidas com suas características específicas utilizadas pelas multinacionais. Em terceiro lugar, serão analisados os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade de multinacionais latino-americanas.

Para atingir os objetivos propostos, esta tese foi estruturada em **três ensaios empíricos**, cada qual representado por um capítulo.

O **primeiro ensaio** está representado pelo Capítulo 2 e discute a validade da hipótese *upstream-downstream*, ao se analisar os efeitos que os modos de entrada trazem ao endividamento. A partir de comparações entre médias e regressões de dados em painéis com empresas domésticas e multinacionais latino-americanas, propõe-se que o modo de entrada nos mercados internacionais é igualmente, e em alguns casos mais relevante, que o nível de

internacionalização das empresas para determinar o nível de endividamento de multinacionais.

O **segundo ensaio**, Capítulo 3, coloca que estrutura de capital é mais ampla que as medidas agregadas de endividamento (total, curto e longo prazo) que vêm sendo utilizadas pelos estudos supramencionados relativos à hipótese *upstream-downstream*. Assim, descreve de maneira mais detalhada os efeitos da internacionalização sobre tipos de endividamento das multinacionais ainda não explorados como debêntures, arrendamentos, dívida externa e *trade credit*. Considerando-se uma amostra formada por empresas multinacionais e domésticas da América Latina e acrescentando-se controles específicos destas dívidas, defende-se que os efeitos da internacionalização não são homogêneos para todos os tipos de dívida, pois cada dívida possui características e cláusulas contratuais distintas umas das outras, principalmente aquelas de curto prazo como o *trade credit*.

O **terceiro ensaio**, Capítulo 4, apresenta os efeitos inéditos da internacionalização (considerando o modo de entrada) na estrutura de propriedade das multinacionais, tanto em termos de concentração quanto identidade da propriedade. Parte-se de uma amostra constituída de empresas latino-americanas para se testar hipóteses embasadas na teoria da agência e visão baseada em recursos. Supõe-se que o nível de internacionalização afete significativamente o nível de concentração juntamente com a identidade da propriedade.

Assim, ao se analisar o modo de entrada, a composição do endividamento e a estrutura de propriedade a presente tese pretende **contribuir** oferecendo evidências empíricas dos efeitos da internacionalização para a estrutura de capital e de propriedade de multinacionais latino-americanas. Teoricamente contribui-se com a hipótese *upstream-downstream* e com as teorias da agência e visão baseada em recursos, oferecendo um entendimento mais aprofundado do endividamento e da estrutura de propriedade das multinacionais latino-americanas.

Este é o primeiro estudo que critica os resultados obtidos pelas pesquisas baseados na hipótese *upstream-downstream* e o pioneiro a testar os efeitos do modo de entrada no endividamento. Também é inédito ao verificar os efeitos da internacionalização em tipos específicos de dívida, contribuindo para um melhor entendimento da composição do endividamento das multinacionais. Por fim, também é o primeiro trabalho a propor e analisar empiricamente o efeito da internacionalização na estrutura de propriedade, dado que trabalhos anteriores têm se preocupado com o efeito contrário.

A escolha por analisar países emergentes, deve-se por um lado ao fato de que estas economias se tornam cada vez mais importantes no cenário mundial e há diferenças

institucionais importantes entre economias emergentes e desenvolvidas. Em economias emergentes, as incertezas são amplificadas com relação às economias desenvolvidas (MEYER, 2001). Por outro lado, tem-se que a maioria das pesquisas sobre internacionalização está centrada em economias desenvolvidas. Portanto os resultados desta pesquisa podem acrescentar novos elementos aos estudos anteriores sobre estrutura de capital de multinacionais no âmbito dos emergentes.

A escolha por empresas de capital aberto se deve à facilidade de obtenção dos dados da pesquisa por fontes secundárias, e por se considerar que tais empresas tenham maior acesso às fontes de financiamento como debêntures, *trade credit* e dívida externa, e, portanto, mais opções para compor a estrutura de capital com fontes de terceiros. De outro lado, a separação entre controle e propriedade está mais presente nestas empresas, de modo que análises sobre a estrutura de propriedade são relevantes para as empresas de capital aberto. Mas, sabe-se também que esta escolha limita o trabalho, uma vez que o volume e utilização de dívidas entre empresas de capital aberto e de capital fechado, pelo menos no Brasil e países emergentes, são diferentes (LEAL e CARVALHAL DA SILVA, 2009), não devendo os resultados serem generalizados para empresas de pequeno porte e capital fechado.

Do ponto de vista prático, os gestores das multinacionais podem entender como as escolhas sobre internacionalização (incluindo o modo de entrada) afetam seus níveis de endividamento externo, por *trade credit* e por debêntures, além de sua estrutura de propriedade, de modo a fornecer subsídios para formular estratégias de modo de entrada para melhor comporem suas dívidas e estrutura de propriedade.

CAPÍTULO 2: OS EFEITOS DOS MODOS DE ENTRADA SOBRE O ENDIVIDAMENTO DAS MULTINACIONAIS

2.1 Introdução

Estudos sobre a estrutura de capital de multinacionais têm apontado para direções opostas, ora evidenciando que as multinacionais são mais endividadas que as empresas domésticas e outrora que as domésticas são mais endividadas que as multinacionais. As primeiras pesquisas foram realizadas com empresas dos Estados Unidos e evidenciaram que as multinacionais deste país apresentam menores níveis de endividamento que suas contrapartes locais. Outro grupo de estudos mais recentes, realizados em empresas multinacionais sediadas em países como França, Canadá e Brasil tem apontado que as multinacionais destes países apresentam maiores níveis de endividamento que seus pares domésticos.

Apesar do contra-senso dos resultados, uma explicação plausível pode ser encontrada no trabalho de Kwok e Reeb (2000). Os autores formularam a chamada hipótese *upstream-downstream* que postula que quando uma multinacional está sediada em uma economia mais estável e expande-se internacionalmente para economias menos estáveis, como no caso dos estudos com empresas dos Estados Unidos, o risco de falência destas multinacionais pode aumentar, o que aumenta o custo da dívida e inibe um maior endividamento destas firmas. Assim, quanto mais internacionalizadas forem estas firmas menores tendem a serem seus níveis de endividamento. Por outro lado, as empresas cuja sede está nos países de economias menos estáveis, que possuem características como restrição financeira e maiores riscos sistemáticos, ao se internacionalizarem conseguem reduzir seus riscos de falência e consequentemente poderão se alavancar mais que seus pares domésticos. Desta forma, para estas empresas quanto maior o grau de internacionalização, maior o endividamento.

Não há como negar a contribuição teórica do trabalho de Kwok e Reeb (2000) e as contribuições empíricas que validam a hipótese *upstream-downstream* proporcionadas pelos recentes trabalhos de Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010). Tais estudos compõem as evidências mais recentes sobre o tema e são relevantes no entendimento de que as empresas apresentam estruturas de capital (mensurada pelo endividamento total, de curto e longo prazo) distintas de acordo com o maior ou o menor risco que incorrem ao se internacionalizarem. Assim, a hipótese *upstream-downstream* consegue explicar as evidências contraditórias, sendo uma teoria importante utilizada para se entender o endividamento de multinacionais.

Porém, este primeiro ensaio aponta uma lacuna existente nestes estudos ao considerar que as multinacionais não se internacionalizam de maneira homogênea. Estes trabalhos conduzidos à luz da hipótese *upstream-downstream* negligenciam efeitos importantes da internacionalização no nível de endividamento, como os dos modos de entrada da empresa no mercado internacional. Modos de entrada são as formas e estratégias escolhidas pelas empresas multinacionais para se expandirem internacionalmente. Multinacionais podem se expandir por meio de exportações, aquisições e fusões fora do país, abertura de franquias em países estrangeiros, dentre outras formas citadas na literatura de internacionalização. Segundo esta literatura, cada modo de entrada no mercado internacional representa riscos diferentes aos negócios, e conseqüentemente impactar de modo distinto a estrutura de capital destas empresas. Contudo, este fato é ignorado pelos estudos citados anteriormente que atribuem os efeitos sobre o endividamento das multinacionais somente ao grau de internacionalização¹ da firma.

Desta forma surgem as seguintes questões de pesquisa: as estratégias de entrada no mercado internacional (modos de entrada) são relevantes para determinar o nível de endividamento? Quais as implicações dos efeitos dos modos de entrada no endividamento para a hipótese *upstream-downstream*?

Assim, este primeiro ensaio tem o objetivo de analisar os efeitos do modo de entrada no mercado internacional sobre os endividamentos (total, de curto e de longo prazos) das multinacionais da América Latina, além de discutir tais efeitos para a validade da hipótese *upstream-downstream*.

Uma vez que riscos de negócio estão associados a modos de entrada distintos, não se pode imaginar que o grau de internacionalização por si só explique as diferenças na estrutura de capital das multinacionais. Acredita-se que a negligência do modo de entrada no mercado internacional pode inclusive levar a resultados opostos dos até então encontrados. Porque, uma empresa pode ter um maior grau de internacionalização sem necessariamente incorrer em riscos maiores (empresas dos Estados Unidos) ou menores (empresas de países emergentes), pois a depender do modo de entrada estes riscos podem variar, e conseqüentemente variar também seu nível de endividamento.

Portanto, pretende-se contribuir com a hipótese *upstream-downstream* inserindo a variável modo de entrada nos modelos tradicionais para explicar efeitos ignorados por esta teoria sobre o endividamento.

¹ As medidas de grau de internacionalização utilizadas não levam em consideração os modos de entrada.

2.2 Literatura

Na sequência são discutidas as evidências mais recentes sobre estrutura de capital de multinacionais, bem como as críticas a estes trabalhos e a proposta de inserção dos modos de entrada nesses estudos.

2.2.1 Evidências dos trabalhos de estrutura de capital de multinacionais

Os estímulos para estudos sobre estrutura de capital de multinacionais emergem do fato de que as multinacionais, ao contrário de empresas domésticas, têm de lidar com uma maior variabilidade institucional por atuarem tanto no ambiente doméstico quanto fora do país. Empresas que se dedicam às atividades de internacionalização apresentam maiores demandas por financiamento em comparação com as empresas que se restringem a seus mercados domésticos, além de poder diversificar seus riscos entre os distintos mercados (SHAPIRO, 1978). Pelo exposto, imaginava-se que as empresas multinacionais deveriam ter maior alavancagem em comparação com empresas domésticas devido ao seu tamanho relativamente maior, menor volatilidade do fluxo de caixa, menor risco de falência devido a diversificação de mercados e maior acesso aos mercados de capitais internacionais.

Mas foi só no final da década de 1980 com Lee e Kwok (1988) que de fato se produziu um quadro teórico integrando a literatura de estrutura de capital ao contexto internacional. Lee e Kwok (1988) foram pioneiros ao introduzir a teoria dos custos de agência nos estudos de estrutura de capital das multinacionais. Evidenciaram a partir de uma amostra de 834 empresas domésticas e multinacionais dos Estados Unidos que as multinacionais possuem estruturas de capital significativamente diferentes das empresas domésticas. Controlando pela indústria, tamanho, custo de falência e custo de agência da dívida, observaram que ao contrário do que propunha Shapiro (1978) as multinacionais não têm custos mais baixos de falência e tendem a ter menores níveis de dívida que as empresas domésticas. Explicam que esta diferença entre multinacionais e domésticas se dá exatamente pelo fato de que as primeiras possuem maiores custos de agência da dívida que as últimas.

Mais tarde Chen *et al.* (1997), inserindo novos controles como intangibilidade dos ativos e oportunidade de crescimento da empresa, chegaram as mesmas evidências de Lee e Kwok (1988), ao mostrar que multinacionais sediadas nos Estados Unidos são menos

alavancadas se comparadas com as empresas domésticas, e que a alavancagem financeira de multinacionais diminui com o nível de internacionalização das empresas.

O que parecia ser uma discussão findada ressurgiu com Kwok e Reeb (2000). Estes autores examinaram a relação entre internacionalização e alavancagem em uma amostra ampla composta de 1921 firmas de 32 países. Eles encontraram que as empresas sediadas em mercados “menos estáveis” ao se internacionalizarem experimentam uma diminuição no risco do negócio e conseqüentemente um aumento da alavancagem (*upstream*). Do outro lado, perceberam que para as empresas dos Estados Unidos consideradas “mais estáveis” o inverso era válido, ou seja, ao se internacionalizarem aumentavam os riscos de seus negócios e conseqüentemente tinham seu endividamento reduzido, se comparadas aos seus pares domésticos (*downstream*). Estas descobertas ficaram conhecidas como a hipótese *upstream-downstream* que confirmaram uma relação negativa entre internacionalização e alavancagem financeira para empresas dos Estados Unidos tidas como “mais estáveis”, e uma relação positiva com o endividamento entre empresas de países não-americanas. A partir desta hipótese os estudos sobre estrutura de capital das multinacionais passaram a ter uma nova explicação teórica.

Estudos mais recentes reforçam a idéia da hipótese *upstream-downstream* ao corroborarem o estudo de Kwok e Reeb (2000) em multinacionais de outros países como França (SINGH e NEJADMALAYERI, 2004), Canadá (MITTOO e ZHANG, 2008) e Brasil (SAITO e HIRAMOTO, 2010).

Singh e Nejadmalayeri (2004) examinaram o endividamento de 90 empresas francesas nos anos de 1996 a 1999. Reforçaram a hipótese *upstream-downstream*, e encontraram evidências contrárias aos estudos com multinacionais dos Estados Unidos. Concluíram que quanto maior o grau de internacionalização das multinacionais francesas, maior o endividamento destas firmas no longo prazo.

Mittoo e Zhang (2008), também trazem evidências contrárias aos estudos com multinacionais dos Estados Unidos. Os autores ao analisarem as multinacionais canadenses encontraram que tais empresas apresentaram uma maior alavancagem do que as empresas domésticas, conforme hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000). Os autores explicam que esta maior alavancagem é devido aos menores custos de agência da dívida associada às operações das multinacionais canadenses se comparadas com as empresas dos Estados Unidos. Evidenciaram também que as empresas canadenses com acesso internacional no mercado de crédito têm maior alavancagem do que firmas sem tal acesso.

No Brasil, Saito e Hiramoto (2010) testaram empiricamente os efeitos da internacionalização na estrutura de capital das empresas brasileiras. Saito e Hiramoto (2010) compararam as dívidas de curto e longo prazo de 131 empresas brasileiras com atividades externas (MNC) e locais (DC), no período 2004 a 2008, para verificar se há diferença nos níveis de endividamento destas firmas. Os autores encontraram que as multinacionais brasileiras usam mais dívidas de longo prazo que as empresas domésticas, 9,6% contra 5,8%, reforçando a hipótese *upstream-downstream*. Apontam também que a atividade internacional está positivamente relacionada com a utilização da dívida externa e, em média as multinacionais brasileiras possuem 12,7% da dívida em moeda estrangeira a mais em sua estrutura de capital.

Resumidamente tem-se que estudos conduzidos com empresas dos Estados Unidos (LEE e KWOK, 1988; BURGMAN, 1996; CHEN *et al.*, 1997) mostram que o endividamento das multinacionais é menor que das empresas domésticas. Já os estudos conduzidos com empresas de outros países (KWOK e REEB, 2000; SINGH e NEJADMALAYERI, 2004; MITTOO e ZHANG, 2008; SAITO e HIRAMOTO, 2010) apontaram que as multinacionais apresentam maiores níveis de endividamento que seus pares domésticos. A explicação para ambos os casos é ofertada pela hipótese *upstream* (empresas que não são dos Estados Unidos) e *downstream* (empresas dos Estados Unidos), baseando-se no efeito que a expansão internacional para outros países traz para o risco dos negócios e conseqüentemente para o custo de agência da dívida das multinacionais, levando a um menor ou maior endividamento destas empresas. Assim, o efeito *downstream* pressupõe que quanto maior for o grau de internacionalização da empresa, maior o risco e menor o endividamento. Já o efeito *upstream* implica que quanto maior for o grau de internacionalização da multinacional, menor o risco e maior o endividamento. Portanto, a hipótese *upstream-downstream* constitui-se um grande avanço na literatura de estrutura de capital de empresas multinacionais por abranger resultados tão ambíguos e oferecer uma explicação lógica para os achados empíricos nos diversos países.

2.2.2 Críticas aos trabalhos e à hipótese *upstream-downstream*

Apesar da relevância para teoria, avaliamos que estes estudos já conduzidos e a hipótese *upstream-downstream* são adequadas para comparar a estrutura de capital de empresas domésticas *versus* internacionais, mas insuficientes, e em alguns casos até inadequada para explicar a estrutura de capital entre empresas multinacionais.

Por exemplo, tomemos um caso hipotético de duas empresas multinacionais, “A” e “B”, com as mesmas características (mesma indústria, tamanho, oportunidade de crescimento, lucratividade, tangibilidade dos ativos, liquidez e benefício fiscal), sediadas no Brasil e que se internacionalizaram para os Estados Unidos, mas que diferem no nível de internacionalização. Comparativamente é possível afirmar pela hipótese *upstream-downstream* que tanto a multinacional “A” quanto a “B” terão um nível de endividamento maior que seus pares domésticos no Brasil, pois ao se internacionalizarem diminuíram o risco de seus negócios e o custo de agência da dívida em relação às empresas que permaneceram somente no Brasil. Neste contexto, a análise é adequada. Porém, qual seria a diferença entre as estruturas de capital das multinacionais “A” e “B”?

Uma vez que todas características são idênticas, o nível de internacionalização acabaria determinando qual das duas multinacionais seria a mais e a menos endividada. Segundo a hipótese *upstream-downstream*, para o caso de firmas brasileiras, quanto maior for o nível de internacionalização da empresa maior será o endividamento. Portanto, se supusermos que a empresa “A” tivesse o maior nível de internacionalização ela seria mais endividada que a empresa “B”.

Porém, contestamos esta afirmação. Suponha que a multinacional “A” que possui maior nível de internacionalização, escolheu entrar no mercado internacional por meio de aquisições e a empresa “B” menos internacionalizada por meio de exportações. Supondo também que estas empresas sigam os preceitos da teoria da agência e da *pecking order*. Desta forma, o modo de entrada no mercado internacional por aquisições é mais arriscado que o de exportações, por envolver plantas fora do país, imobilização do capital, dentre outros fatores. Assim, mesmo sendo menos internacionalizada a empresa “B” pode ter um risco menor que a empresa “A” devido a escolha do modo de entrada no mercado internacional, e com isso possuir menores custos de agência da dívida e maior endividamento. Portanto, a inferência proposta pela hipótese *upstream-downstream* se inverte ao se considerar o modo de entrada das firmas “A” e “B”, passando ser a multinacional “B” mais endividada que a empresa “A”.

Pelo exemplo acima, defendemos que a condição internacional da firma é mais complexa que a simples medida “grau de internacionalização” ou a dicotomia “multinacional” e “doméstica” utilizada por Lee e Kwok (1988), Burgman (1996), Chen *et al.* (1997) e mais recentemente por Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010). Modelos, como destes autores podem chegar à conclusões distintas acerca da estrutura de capital das multinacionais. Como as empresas não se

internacionalizam de forma homogênea, o modo de entrada no mercado internacional deve ser uma variável a ser considerada na análise da estrutura de capital destas empresas.

A proposta de inserir os modos de entrada é ainda mais justificável ao se considerar que a maioria dos estudos citados, com exceção de Singh e Nejadmalayeri (2004), utilizam-se de medidas unidimensionais para mensurar o grau de internacionalização das empresas, como o nível de exportação ou o nível de ativos no exterior.

2.2.3 Os modos de entrada e hipóteses

Existem diversos modos de entrada categorizados pela literatura de internacionalização. Peng *et al.* (2009) descrevem sete deles: exportação, licenciamento de franquia, contratos de pesquisa e desenvolvimento, *joint-ventures*, aquisições e novos investimentos (ou *greenfield*). Portanto os modos de entrada variam amplamente, mas segundo Hill *et al.* (2009), alguns deles possuem características semelhantes e podem ser agrupados em duas categorias que os autores denominaram de modo de entrada patrimonial e modo de entrada não-patrimonial.

Modos de entrada patrimoniais incluem as *joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos. *Joint ventures* consistem em acordos entre multinacionais estrangeiras e empresas locais, cujos recursos de risco e controle operacionais estão divididos entre os parceiros, enquanto aquisições envolvem a compra de empresas já existentes pelas multinacionais e novos investimentos consistem no estabelecimento de novas empresas fora do país de origem. As características semelhantes entre estes modos de entrada dizem respeito ao alto nível de comprometimento de recursos, ou seja, a escala de entrada é alta porque há uma criação direta de ativos e destinação de recursos no mercado externo (HILL *et al.*, 2009).

Por outro lado, as exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento constituem os modos de entrada não-patrimoniais. Nestes casos, a escala de recursos próprios mobilizados para a entrada internacional é menor porque as relações com o mercado externo são baseadas em contratos que não implicam em uma imobilização direta de recursos (HILL *et al.*, 2009).

Assim, supõe-se que a multinacional ao definir o modo de entrada incorrerá na utilização de mais ou menos endividamento. Cabe ressaltar que as multinacionais podem adotar ao mesmo tempo modos de entrada patrimoniais e não-patrimoniais. Assim, quanto maior for a predominância de um modo de entrada escolhido pela firma, maiores serão seus efeitos no nível de endividamento.

Buscou-se então, nas teorias tradicionais de estrutura de capital (*static trade off*, *pecking order* e teoria da agência) possíveis explicações que embasassem as hipóteses que este estudo pretende analisar.

De um lado, encontrou-se respaldo nas teorias da agência e da *pecking order* para explicar a relação entre as estratégias de internacionalização e estrutura de capital. Conflitos entre credores e acionistas apontados pela teoria da agência tendem a ser maiores nas empresas com modos de entrada patrimoniais por envolvem maiores incertezas para os credores. Os modos de entrada patrimoniais envolvem investimentos aportados em ativos fora do país em uma escala maior que os modos não-patrimoniais, dificultando o monitoramento pelos credores. Maiores incertezas e dificuldades de monitoramento aumentam o custo de agência da dívida que inibem o uso de endividamento, fazendo com que estes investimentos sejam realizados prioritariamente por capital próprio, o que está de acordo também com a teoria da *pecking order*. Assim, pode ser sugerida a partir da teoria da agência e da *pecking order* uma associação negativa entre os modos de entrada patrimoniais e o nível de endividamento das multinacionais. Tem-se, portanto a hipótese que insere os efeitos do modo de entrada patrimonial sobre o nível de endividamento, explicada pelas teorias da agência e *pecking order*:

Hipótese 2.1a: Empresas que escolhem predominantemente modos de entrada patrimoniais possuem menores níveis de endividamento.

De outro lado, encontrou-se respaldo teórico dos efeitos dos modos de entrada patrimonial sobre o endividamento segundo a perspectiva da teoria do *static trade-off*. Analisando-se pela ótica da teoria do *static trade-off*, pode-se supor um efeito contrário do modo de entrada patrimonial sobre o nível de endividamento. Empresas que definem sua entrada pela forma patrimonial acabam aumentando a quantidade de seus ativos comparativamente as não-patrimoniais, o que lhes confere um tamanho relativamente maior, tornando-as menos arriscadas, pois tais ativos passam a servir de garantia aos credores e reduzem o custo da dívida (CANABAL e WHITE III, 2008). Adicionalmente, por possuírem ativos em mais de um país, podem ter maiores concessões de benefícios fiscais, o que torna mais barato o custo da dívida (CANABAL e WHITE III, 2008), estimulando o maior endividamento destas firmas que passam a usufruir destes benefícios da internacionalização por meio de entradas patrimoniais. Assim, uma hipótese complementar à anterior pode ser formulada:

Hipótese 2.1b: Empresas que escolhem predominantemente modos de entrada patrimoniais possuem maiores níveis de endividamento.

De maneira análoga, os modos de entrada não-patrimoniais são, em teoria, menos arriscados por envolverem menor volume de capital e também não exigirem grandes volumes de mobilização de recursos em forma de ativos fora do país (HILL *et al.*, 2009), resultando em maior facilidade de monitoramento pelos credores (CANABAL e WHITE III, 2008). Assim, a escolha das multinacionais pelos modos de entrada não-patrimoniais reduz o custo de agência da dívida, de modo que pode ser sugerida uma associação positiva entre os modos de entrada não-patrimoniais e o nível de endividamento das multinacionais, conforme teoria da agência. Com menores custos de monitoramento o custo da dívida passa a ser menor e seu uso incentivado na busca de uma estrutura de capital de menor custo. Adicionalmente, a teoria do *static trade-off* explica que estas empresas tendem a ser em média menores que as firmas que optaram pelos modos patrimoniais; que as garantias oferecidas (contratos e exportações) são mais frágeis que ativos imobilizados; fatores estes que tornam os riscos para estas multinacionais maiores (CANABAL e WHITE III, 2008), desincentivando o uso de dívida. Estas relações embasadas nas teorias da agência e *static trade-off* são especificadas respectivamente pelas hipóteses 2a e 2b:

Hipótese 2.2a: Empresas que escolhem predominantemente modos de entrada não-patrimoniais possuem maiores níveis de endividamento.

Hipótese 2.2b: Empresas que escolhem predominantemente modos de entrada não-patrimoniais possuem menores níveis de endividamento.

2.3 Descrição das variáveis

De acordo com os determinantes destacados na literatura, este estudo em relação aos anteriores procurou detalhar mais os efeitos da internacionalização sobre o endividamento incorporando aos modelos existentes os modos de entrada das multinacionais de países emergentes.

Os principais determinantes da estrutura de capital relacionados às características da firma, utilizados como variáveis de controle, que podem ser encontrados de forma conjunta nos trabalhos sobre estrutura de capital de multinacionais são a seguir relacionados (i) o

tamanho da empresa; (ii) a oportunidade de crescimento da empresa; (iii) a lucratividade da empresa; (iv) o risco de falência da empresa; (v) o nível de tangibilidade dos ativos da empresa; (vi) a liquidez da empresa; (vii) o benefício fiscal da empresa (viii) e o tipo de indústria na qual a empresa está inserida.

O Quadro 2.1 apresenta as variáveis dependentes consideradas no estudo, sua forma de mensuração, fonte de obtenção e os principais autores que as utilizaram. São formas de endividamento de curto prazo, longo prazo e total. Estas variáveis dependentes foram substituídas nos modelos de análise pela sigla LEVERAGE.

Quadro 2.1 - Variáveis dependentes dos modelos: formas de endividamento.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração ^b	Fonte	Autores ^a
Dívida de curto prazo	STLEV	Dívida de curto prazo / ativo	Economática	(2); (3); (4)
Dívida de longo prazo	LTLEV	Dívida de longo prazo / ativo	Economática	(2); (3); (4)
Dívida total	TLEV	STLEV + LTLEV	Economática	(1); (2); (3); (4)

Notas. (a) Legenda para principais autores que utilizaram a medida: (1) Kwok e Reeb (2000), (2) Singh e Nejadmalayeri (2004), (3) Mittoo e Zhang (2008), (4) Saito e Hiramoto (2010) (b) Alguns autores relativizaram as dívidas pelo valor de mercado (passivo mais patrimônio líquido de mercado), mas independentemente da forma que a dívida é relativizada os resultados são convergentes.

Os Quadros 2.2 e 2.3 resumem as variáveis independentes utilizadas neste trabalho, destacando a forma de mensuração, fonte de onde foram extraídas, os efeitos pré-estabelecidos de acordo com a teoria que se refere e os principais autores que explicaram estas relações.

No Quadro 2.2 observam-se as variáveis de controle relacionadas às características da firma. Tratam-se de variáveis utilizadas também pelos trabalhos de Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010) para controlar o efeito da firma sobre a estrutura de capital (formas de endividamento).

Por fim o Quadro 2.3 coloca as variáveis de teste relacionadas a internacionalização de empresas, incluindo a variável modo de entrada.

Quadro 2.2 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
<u>Empresa</u>						
Tamanho	SIZE	log do total dos ativos	Economática	(+)	(1)	(6)
				(-)	(3)	(9)
Oportunidade de crescimento	GROW	(Valor de mercado do patrimônio líquido + total do passivo) / ativo	Economática	(-)	(3)	(8)
				(+)	(2)	(7)
Lucratividade	PROF	Lucro operacional / ativo	Economática	(-)	(2)	(7)
				(+)	(1)	(10)
Risco de falência ^c	RISK	log do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos 5 anos	Economática	(-)	(1)	(3); (4); (6)
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG	Ativo imobilizado / ativo	Economática	(+)	(1) e (3)	(6); (11); (12)
Liquidez	LIQUID	Ativo circulante / passivo circulante	Economática	(+)	(3)	(8); (5)
				(-)	(2)	(7); (5)
Benefício fiscal	TAX	Despesas com impostos / lucro antes dos impostos	Economática	(+)	(1)	(2); (5)
<u>Indústria</u>						
Tipo de indústria	IND	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(1); (2); (3); (4)
<u>País</u>						
País	CNTRY	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(13) (5)

Notas. (a) Legenda para teorias: (1) *Static trade-off*; (2) *Pecking order*; (3) Teoria da agência. (b) Legenda para principais autores que explicaram a relação: (1) Kwok e Reeb (2000), (2) Singh e Nejadmalayeri (2004), (3) Mittoo e Zhang (2008), (4) Saito e Hiramoto (2010), (5) De Jong *et al.* (2008), (6) Titman e Wessels (1988), (7) Myers e Majluf (1984), (8) Jensen e Meckling (1976), (9) Rajan e Zingales (1995), (10) Fama e French (2002), (11) Balakrishnan e Fox (1993), (12) Almeida e Campello (2007), (13) López de Silanes *et al.* (1998).

Quadro 2.3 - Variáveis independentes relacionadas a internacionalização de empresas.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fontes	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
Nível de internacionalização	DOI	Média aritmética de (ativos no exterior / ativo), (vendas no exterior / venda) e (funcionários no exterior / funcionários)	Worldscope, Economatica, Compustat <i>Global Advantage</i> , Ranking das Transnacionais Brasileiras, Guia Exame 500 Melhores e Maiores, bolsas de valores dos países analisados e contatos com os departamentos de relações com os investidores	(-) ^c e (+) ^d	(1)	(1); (2); (3); (4) e (5)
Tipos de modo de entrada	EMODT	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	<i>Idem</i> ao anterior	? ^e	(2)	(6)

Notas. (a) Legenda para teorias: (1) Hipótese *Upstream-downstream*; (2) Teoria da agência (3) Teoria do *static trade-off* (b) Legenda para principais autores que explicaram a relação: (1) Kwok e Reeb (2000), (2) Singh e Nejadmalayeri (2004), (3) Mittoo e Zhang (2008), (4) Saito e Hiramoto (2010), (5) UNCTAD (2011), (6) Hill *et al.* (2009). (c) o nível de internacionalização é negativo para empresas sediadas em países estáveis como os Estados Unidos. (d) o nível de internacionalização é positivo para empresas sediadas em países menos estáveis, como os países emergentes. (e) os efeitos dos tipos de modo de entrada serão testados.

Na sequência cada uma destas variáveis são descritas e suas relações com o endividamento apresentadas.

2.3.1 Variáveis de controle

Tamanho da empresa. O tamanho da empresa é um determinante comumente utilizado nos estudos de estrutura de capital, como variável de controle dos modelos. O tamanho da empresa está associado diretamente ao acesso de crédito, de maneira positiva ou negativa, a depender da teoria que embasa a análise.

Ao analisar o tamanho da empresa pela ótica da teoria *static trade off*, tem-se uma associação positiva com o nível de endividamento. Esta associação positiva é explicada pelo fato de que quanto maior for a empresa, maior tende a ser suas garantias aos credores e a diversificação de seus ativos, portanto, menor tende a ser seu risco de falência favorecendo um maior o endividamento (TITMAN e WESSELS, 1988).

Pela ótica da teoria da agência uma relação negativa entre tamanho da firma e nível de endividamento é explicada por Rajan e Zingales (1995). Os autores evidenciaram que empresas maiores tendem a ter menor assimetria de informação, o que reduz o custo de capital próprio em detrimento ao capital de terceiro e possibilita as firmas optarem por reduzir seus níveis de endividamento.

Oportunidade de crescimento da empresa. A oportunidade de crescimento da empresa pode ser entendida pelas teorias da agência e da *pecking order*. A teoria da agência sugere uma relação negativa entre as oportunidades de crescimento da firma e nível de endividamento, enquanto que a teoria da *pecking order* sugere uma relação positiva.

A teoria da agência explica que quando uma empresa possui muitas oportunidades de crescimento o conflito entre acionistas e credores é menor, pois em momentos de crescimento a liquidez da empresa tende a ser menor e gestores pressionados pelos acionistas tendem a utilizar mais de capital próprio para aproveitar as oportunidades em detrimento do endividamento (JENSEN e MECKLING, 1976). Em momentos de baixo crescimento, há excesso de capital próprio para ser utilizado na forma de caixa, e o endividamento é utilizado então como forma de diminuir o comportamento oportunista dos gestores que, segundo a teoria da agência, tomam decisões a favor dos próprios interesses em detrimento aos interesses dos acionistas.

Já a teoria da *pecking order* explica que quanto maiores forem as oportunidades de crescimento, menores tendem a ser as reservas de lucros acumulados (recursos prioritários na hierarquia de financiamento das empresas) e assim maiores são as chances da empresa buscar a próxima fonte de financiamento que seriam as dívidas (MYERS e MAJLUF, 1984). A grande diferença para a teoria anterior é que a *pecking order* não enxerga o gestor como tendo comportamentos oportunistas a todo o momento, não necessitando de utilizar as dívidas em momentos de baixas oportunidades de crescimento para controlar este comportamento indesejável do gestor.

Lucratividade da empresa. Encontram-se nos trabalhos de estrutura de capital efeitos positivos e negativos da lucratividade no nível de endividamento das empresas. Mais uma vez as diferenças evidenciadas pelos estudos devem-se as bases teóricas utilizadas durante a análise.

A lucratividade de uma empresa está associada ao seu lucro operacional, e portanto a capacidade operacional da firma de acumular lucros para reinvestí-los (TITMAN e WESSELS, 1988). Ao analisar a lucratividade da empresa pela ótica da teoria da *pecking order* os lucros acumulados são as fontes de recursos preferidas pelos gestores em detrimento ao endividamento (MYERS e MAJLUF, 1984). Desta forma, quanto maior for a lucratividade, maiores tendem a ser os lucros acumulados e menor a alavancagem da empresa, portanto tem-se uma relação negativa entre lucratividade e endividamento (MYERS e MAJLUF, 1984)

De outro lado, a teoria do *static trade-off* defende que baixos níveis de lucratividade tendem a aumentar o risco de falência das empresas, o que torna o custo da dívida mais elevado e inibe a utilização desta fonte de recurso (FAMA e FRENCH, 2002). Assim um efeito positivo entre lucratividade e endividamento é esperado pela *static trade-off*.

Risco de falência da empresa. O risco de falência da empresa é um determinante menos controverso na literatura. É caracterizado como sendo a probabilidade de uma dada empresa entrar em insolvência.

A teoria do *static trade-off* argumenta que quanto maior for o risco de falência da empresa, os credores estarão menos propensos a emprestarem o capital para a firma, e só estarão dispostos a fazê-lo mediante taxas de juros mais elevadas que compensem o risco da insolvência (TITMAN e WESSELS, 1988). Desta maneira o custo da dívida torna-se maior, o que torna o endividamento uma fonte de recursos mais cara. Portanto, quanto maior for o risco de falência da empresa, menor será seu endividamento, destacando-se, portanto, uma relação negativa entre custos de falência da empresa e nível de endividamento.

Para mensurar a variável risco de falência os autores utilizaram o desvio-padrão do EBITDA dos últimos cinco anos sobre o ativo total para mensurar o risco de falência (SINGH e NEJADMALAYERI, 2004; MITTOO e ZHANG, 2008; SAITO e HIRAMOTO, 2010).

Nível de tangibilidade dos ativos. Há também um consenso de uma relação positiva entre o nível de tangibilidade dos ativos da empresa e o endividamento. Esta relação positiva pode ser explicada tanto pela teoria do *static trade off* quanto pela teoria da agência.

Pela teoria da agência tem-se que quanto maior é o nível de intangibilidade de um ativo que a empresa deseja investir, em caso de falência este valor seria liquidado a valores extremamente baixos (exemplo a marca da empresa), e portanto são mais arriscados. Assim, os credores estariam dispostos a aplicar o capital em ativos mais tangíveis, que são menos arriscados e possuem valor de liquidação mais alto que os ativos intangíveis. E se o fizerem, eles cobram taxas de juros muito alta, ou seja, mais do que isso é garantido pelo grau de risco do investimento. Já os credores de capital próprio por possuírem maior controle sobre os gerentes, estão mais propensos a aplicarem seu capital em ativos mais específicos (ativos intangíveis) que possuem maior capacidade de geração de fluxos de caixa e possibilitam retornos maiores em longo prazo (BALAKRISHNAN e FOX, 1993).

Adicionalmente, pela teoria do *static trade-off* tem-se que os ativos tangíveis são importantes determinantes da estrutura de capital na medida em que representam garantias concretas aos empréstimos dos credores, o que reduz o custo da dívida e estimula o uso de endividamento (TITMAN e WESSELS, 1988).

Suporte empírico para a relação entre a especificidade de recursos e financiamento da dívida foi encontrado por Balakrishnan e Fox (1993) que descobriram que a intensidade de pesquisa e desenvolvimento de uma empresa foi negativamente relacionada com a alavancagem da empresa. Eles também descobriram que os efeitos do nível de tangibilidade dos ativos são muito mais importantes do que os efeitos da indústria para explicar a estrutura de capital entre as empresas. Almeida e Campello (2007) evidenciaram que os efeitos do nível de tangibilidade dos ativos sobre o endividamento são ainda maiores em situações em que a empresa não possui acesso a outras fontes de recurso.

Liquidez da empresa. A liquidez da empresa diz respeito a sua capacidade de honrar seus compromissos e obrigações de curto prazo, tendo para isso a empresa que ter recursos disponíveis, tais como caixa acumulado e outros ativos de maior liquidez.

Deste modo a liquidez representa os recursos de liquidez imediata que a empresa tem disponível e de acordo com a teoria da *pecking order*, tais recursos servem como fontes internas e são preferíveis às dívidas. Portanto, quanto maior a liquidez da empresa menor será o seu endividamento, apresentando uma relação negativa (JENSEN e MECKLING, 1976).

Já a teoria da agência propõe que a relação entre a liquidez da empresa e o endividamento seja positiva, pois quando há excesso de fundos internos, utilizar-se de mais dívida é uma forma de disciplinar o comportamento oportunista dos gestores (MYERS e MAJLUF, 1984).

Benefício fiscal. O benefício fiscal está relacionado à vantagem do uso do endividamento como forma de financiamento. O benefício é proporcionado pela dedução das despesas com juros pagos aos credores do lucro antes dos juros e impostos (EBIT), fazendo com que a empresa pague menos impostos. Por este motivo, o endividamento se torna uma fonte mais barata que o capital próprio e deve ser estimulado.

Quanto maior for a taxa de imposto de renda que incide sobre o EBIT, maior será o benefício fiscal proporcionado pelo uso de dívida, de modo que quanto maior o benefício fiscal, maior tende a ser o incentivo ao uso de endividamento, conforme a teoria do *static trade-off* (TITMAN e WESSELS, 1988). Portanto, uma relação positiva entre benefício fiscal da empresa e endividamento pode ser observada no trabalho de Singh e Nejadmalayeri (2004).

Indústria. O tipo de indústria em que a empresa se insere é uma variável importante utilizada em nos trabalhos sobre estrutura de capital para fins de controle dos efeitos do setor sobre o nível de endividamento da empresa. Como colocado por Simerly e Li (2000) as características específicas de uma determinada indústria afetam de forma similar as empresas

que nela se inserem, de modo que estratégias corporativas e financeiras podem levar as características da indústria em consideração para tomar decisões acerca da estrutura de capital.

Este estudo utilizará de *dummies* seguindo os trabalhos de Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010) para fins de comparabilidade. Adotou-se 1 para o setor de Agropecuária e Pesca, 2 para Alimentos e Bebidas, 3 para Comércio, 4 para Construção, 5 para Eletroeletrônicos, 6 para Energia Elétrica, 7 para Máquinas Industriais, 8 para Mineração, 9 para Minerais não Metálicos, 10 para Papel e Celulose, 11 para Petróleo e Gás, 12 para Química, 13 para Siderurgia e Metalurgia, 14 para Software e Dados, 15 para Telecomunicações, 16 para Têxtil, 17 para Transportes e Serviços, 18 para Veículos e Peças e 0 para Outros.

País. Os estudos da hipótese *upstream-downstream*, com exceção de Kwok e Reeb (2000), pelo fato de analisarem somente um país não consideraram esta variável. Como a amostra deste estudo é composta por diferentes países, adotou-se esta variável como medida de controle. A necessidade de se controlar pelo país é descrita por López de Silanes *et al.* (1998) e De Jong *et al.* (2008), que demonstram que determinantes macroeconômicos, institucionais e legais dos países podem afetar o endividamento das empresas. Mais recentemente e utilizando uma amostra contendo empresas brasileiras, mexicanas e chilenas Bógea Sobrinho *et al.* (2012) evidenciaram que as idiosincrasias dos países são fator determinante para a velocidade e reconfiguração da estrutura de capital. *Dummies* para os países analisados foram criadas, considerando-se 1 para o Brasil, 2 para a Argentina, 3 para o Chile, 0 para o México. Posteriormente realizou-se uma análise destas empresas segregadas por países.

2.3.2 Variáveis de teste

Nível de internacionalização. Ressalta-se que os modelos que predizem o endividamento anteriormente citados adotam uma miscelânea de medidas de internacionalização, algumas unidimensionais, outras multidimensionais, o que faz com que os resultados sejam no mínimo incomparáveis entre si. Para se ter uma idéia Kwok e Reeb (2000) utilizaram a medida ativos no exterior sobre ativos totais; Singh e Nejadmalayeri (2004) consideraram uma medida multidimensional de receitas com exportações sobre vendas totais, ativos no exterior sobre ativos totais e lucro no exterior sobre lucro total; Mittoo e Zhang (2008) adotaram uma variável *dummy* a partir da seleção de empresas que possuíssem

indicadores de receitas com exportação e ativos no exterior maiores que 10%, Saito e Hiramoto (2010) utilizaram a medida receitas com exportação sobre vendas totais. Para este estudo será utilizada a medida dimensional de nível de internacionalização (DOI), também empregada nos estudos da UNCTAD (2011), por entender que uma medida multidimensional é mais apropriada para mensurar um fenômeno complexo como a internacionalização.

Modos de entrada. Para classificar as empresas de acordo como o modo de entrada (EMODT) foram consideradas as diferenças entre o percentual de entradas patrimoniais e o percentual de entradas não-patrimoniais da empresa no ano. Considerou-se como entradas patrimoniais os ativos mais investimentos em joint-ventures e aquisições no exterior sobre o total de ativos mais investimentos. Considerou-se como modos de entrada não-patrimoniais as exportações mais investimentos em licenciamento de franquia e contratos de pesquisa sobre o total de receitas mais investimentos no ano. Se a diferença for positiva significa que as empresas durante aquele ano utilizaram-se predominantemente de mais entradas patrimoniais que não-patrimoniais, sendo classificadas como 1 (1 = patrimonial). Se a diferença for negativa significa predominância do modo de entrada não-patrimonial, sendo classificadas como 2 (2 = não-patrimonial). Por fim, empresas domésticas foram classificadas como 0 (0 = domésticas).

2.4 Seleção da amostra

Esta pesquisa, a princípio, partiu da população de empresas ativas de capital aberto dos países da América Latina, como Argentina, Brasil, Chile incluindo o México contendo empresas multinacionais e domésticas. Seguindo o trabalho de Mittoo e Zhang (2008), excluíram-se aquelas empresas do setor financeiro devido as suas especificidades contábeis e setoriais, e aquelas empresas com valores contábeis negativos do total de ativos ou patrimônio líquido.

Porém, outros dados de variáveis de alguns países não foram possíveis de serem obtidos, devido as bases de dados secundárias apresentarem *missing values* ou não se conseguiu contato com o departamento de relações com investidores. Cabe ressaltar que a quantidade de empresas listadas nas bolsas de valores varia de acordo com os anos, devido às entradas e saídas de novas participantes do mercado acionário. Nestes casos, optou-se pela exclusão destas empresas para que as análises estatísticas não ficassem comprometidas, dando preferência à construção de um painel equilibrado, conforme procedimento adotado também por Singh e Nejadmalayeri (2004).

Foi gerado um painel de dados englobando os casos válidos de empresas domésticas e multinacionais nos períodos de 2007 a 2011.

A escolha por uma amostra contendo também empresas domésticas se deu para fins de controle, para verificar se os efeitos das novas variáveis inseridas no nível de endividamento foram também percebidos nas empresas domésticas.

Para efeito de uma mensuração mais condizente com o conceito de firma na condição internacional consideraram-se como sendo empresas multinacionais aquelas firmas que possuíssem o indicador nível de internacionalização (DOI) maior que 0%. Todos os valores de DOI menores que 0% classificaram as empresas como domésticas.

Partiu-se de um total de 3985 observações empresa-ano, e realizadas as referidas exclusões dos casos chegou-se a uma amostra final constituída por 2940 observações empresa-ano. Desta amostra final tem-se que 1024 observações empresa-ano referem-se às empresas classificadas como multinacionais e 1916 observações empresa-ano como empresas domésticas latino-americanas. Destas, 530 observações são de empresas mexicanas, 325 de empresas argentinas, 1390 de empresas brasileiras e 695 de empresas chilenas. Das 1024 observações empresa-ano de multinacionais, 610 foram classificados como sendo predominantemente de modo de entrada patrimonial e 795 com predominância do modo de entrada não-patrimonial.

Para esta pesquisa foram utilizadas distintas fontes de dados, sendo a sua maioria dados secundários. Os dados referentes às informações de demonstrações contábeis e financeiras, que compõem a maior parte das variáveis de controle do nível da empresa e indústria, foram retirados da Economática e Compustat *Global Advantage*. Foram coletados dados dos referidos anos de demonstrações contábeis e financeiras anuais consolidadas, considerando-se o ano fiscal.

Já para as variáveis relacionadas ao nível de internacionalização das empresas bem como os modos de entrada utilizou-se de publicações disponíveis nos sites das bolsas de valores em que as empresas estão listadas, da Cepal (Comissão Econômica para América Latina e Caribe), e da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*) além de dados da Worldscope, Economática, Compustat *Global Advantage*, e dos guias (edições de 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011) Exame 500 Melhores e Maiores e Ranking das Transnacionais Brasileiras disponibilizados pela Fundação Dom Cabral.

Uma pequena parcela dos dados foi obtida de forma primária através de contatos com os departamentos de relações com os investidores das empresas, na sua maioria, informações referentes ao nível de internacionalização e modos de entrada.

2.5 Metodologia

Após os dados coletados, foram realizados ajustes devido ao uso de diferentes fontes e demonstrações contábeis de distintos países, numa mesma amostra. Para efeitos de conversão das moedas, os dados que envolvem valores monetários foram todos convertidos para dólar norte-americano, de acordo com as respectivas taxas de câmbio no final do período analisado. Conversões adicionais entre unidades (unidades em mil, unidades em milhares, valor percentual na forma decimal, valor percentual na forma de %) foram realizadas para padronização dos dados. Também foi necessário padronizar as rubricas dos Balanços Patrimoniais e Demonstrativos dos Resultados do Exercício antes de se calcular as variáveis utilizadas pelo estudo.

Quanto a técnica de análise de dados utilizou-se de análise de variância ANOVA para testar as hipóteses 2.1 e 2.2. Adicionalmente utilizou-se de regressão múltipla de dados em painéis com efeitos aleatórios para analisar os efeitos do modo de entrada no nível de endividamento das multinacionais. Estes mesmos métodos de análise também foram escolhidos pelos autores Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010). Os modelos consideraram que os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre indivíduos e ao longo do tempo.

Teoricamente, dado a que a amostra é de 74% da população, supõe-se que o tamanho do efeito em cada sujeito relativamente à variância entre os sujeitos é grande o suficiente que a população exibe tal efeito, e acredita-se que a diferença entre as empresas possuem alguma influência sobre as variáveis dependentes (motivo pelo qual os modelos apresentam variáveis acerca das características das firmas) sendo portanto o mais adequado o uso de efeitos aleatórios neste estudo (GUJARATI, 2006).

Porém, foram realizados testes estatísticos para verificar qual método de estimação seria o mais adequado. Segundo Gujarati (2006) quando o número de casos de corte transversal for grande e a série temporal for pequena, o que ocorre neste estudo, as estimativas obtidas pela técnica dos efeitos fixos e dos efeitos aleatórios podem ser muito diferentes. Assim utilizou-se o teste do multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan, que testa a hipótese de a variância das unidades de corte transversal ser igual a zero, variando portanto só de acordo com o tempo. Ao não rejeitar a hipótese deste teste tem-se que o modelo *pooled OLS* é preferível ao método de efeitos aleatórios e ao se rejeitar tem-se que a utilização de método de efeitos aleatórios é preferível. Após a condução dos testes para as regressões de dados em painel o método de efeitos aleatórios mostrou-se a melhor opção.

As análises dos efeitos foram conduzidas em duas etapas destacadas na forma de modelos, a partir dos trabalhos já realizados. O Quadro 2.4 traz um resumo comparativo das variáveis dependentes e independentes utilizadas nos principais estudos sobre estrutura de capital de multinacionais, os quais são tomados como base por este estudo para as contribuições à teoria.

Este ensaio além do controle pela nova variável de internacionalização (EMODT), traz de forma mais completa outras variáveis de controle do nível da firma, abordadas por uns autores e não tratadas por outros. A utilização de todos os controles encontrados nos modelos dos trabalhos anteriores se deu em função de tentar explicar melhor o efeito da internacionalização sobre o endividamento e melhorar a robustez do modelo em relação aos anteriores.

Destaca-se que cada variável de controle foi amplamente testada por outros estudos e sua utilização justificada teoricamente, como já destacado nos Quadros 2.1 e 2.2.

Quadro 2.4 - Resumo dos determinantes da estrutura de capital utilizados nos estudos.

Determinantes da estrutura de capital	Siglas	Estudos ^a				
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Variáveis dependentes						
<u>Endividamento</u>		LEVERAGE				
Dívida de curto prazo	STLEV		x	x	x	x
Dívida de longo prazo	LTLEV		x	x	x	x
Dívida total	TLEV	x	x		x	x
Variáveis independentes						
<u>Empresa</u>						
Tamanho	SIZE	x	x	x	x	x
Oportunidade de crescimento	GROW		x	x	x	x
Lucratividade	PROF		x	x		x
Risco de falência	RISK	x		x	x	x
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG			x		x
Liquidez	LIQUID	x				x
Benefício fiscal	TAX		x			x
<u>Indústria</u>						
Tipo de indústria	IND			x	x	x
<u>Multinacionais</u>						
Nível de internacionalização ^b	DOI	x	x	x	x	x
<u>Modo de entrada</u>						
Tipo de modo de entrada	EMODT					x

Notas. (a) Estudos: (1) Kwok e Reeb (2000), (2) Singh e Nejadmalayeri (2004), (3) Mittoo e Zhang (2008), (4) Saito e Hiramoto (2010), (5) este trabalho (b) somente este estudo utilizou-se da forma de mensuração multidimensional recomendada pela UNCTAD (2011), os demais utilizaram-se de medidas unidimensionais que compõem o DOI como ativos no exterior e exportações.

Para verificar possíveis problemas de multicolinearidade na adição de tais variáveis adicionais de controle do nível da firma foi realizado o teste vif (*variance inflation factor*) do conjunto de regressores com as variáveis dependentes. Utilizou-se o critério de verificação da multicolinearidade que o maior valor vif dos regressores não superasse 10. Não foi constatado nenhum problema de multicolinearidade. Os resultados do teste de multicolinearidade estão apresentados no Apêndice A.

As análises de regressão em painel partem do Modelo (2.1). Este modelo não acrescenta nada de novo em termos teóricos. Pode ser entendido como uma compilação dos modelos dos estudos dos autores mais relevantes Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010), com algumas diferenças importantes (a) maior controle dos efeitos por incorporar mais variáveis de controle e (b) uma melhoria na forma como se mensura o grau de internacionalização das multinacionais (mensuração multidimensional da internacionalização, conforme recomendado pela UNCTAD (2011)). Estes autores trazem as variáveis de controle relacionadas ao nível da firma (SIZE, GROW, PROF, RISK, TANG, LIQUID e TAX) e também controles por indústria (IND), ano (YEAR) e país (CNTRY). Serão testados estes determinantes para as diferentes variáveis dependentes LEVERAGE (STLEV, LTLEV, TLEV) na amostra de empresas multinacionais (DOI > 0) e domésticas (DOI = 0). Este modelo analisa os efeitos do grau de internacionalização (agora medido de forma multidimensional e com mais variáveis de controle) nos níveis de endividamento e serviu de ponto de partida para analisar os efeitos do modo de entrada no endividamento.

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \beta_4 \text{RISK}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{LIQUID}_{it} + \beta_7 \text{TAX}_{it} \\ & + \beta_8 \text{DOI}_{it} \sum_{j=1}^{19} \gamma_j * \text{IND}_j + \sum_{T=2008}^{2011} \theta_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(Modelo 2.1)

O Modelo 2.2 considera as mesmas variáveis do Modelo 2.1, porém nele é incorporada a variável EMODT, que representa os modos de entrada das multinacionais no mercado internacional. Os coeficientes gerados a partir do modelo com o novo controle EMODT são comparados com os coeficientes produzidos pelo Modelo 2.1, de tal forma que os efeitos do modo de entrada no nível de endividamento fiquem evidenciados e possam ser contrastados.

$$\begin{aligned} \text{LEVERAGE}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \beta_4 \text{RISK}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{LIQUID}_{it} \\ & + \beta_7 \text{TAX}_{it} + \beta_8 \text{DOI}_{it} + \sum_{j=1}^{19} \gamma_j * \text{IND}_j + \sum_{T=2008}^{2011} \theta_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \lambda_E \\ & * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(Modelo 2.2)

Dado que a principal crítica feita por este trabalho reside no fato de qual a hipótese *upstream-downstream* não considera os modos de entrada, tratando as multinacionais como uma massa de dados homogênea, o próximo passo foi separar as análises para as empresas multinacionais considerando os modos de entrada (EMODT). Assim, as análises a partir do Modelo 2.1 foram segregadas para a amostra de multinacionais ($\text{DOI} > 0$), dividindo-a em dois grupos: multinacionais com modo de entrada patrimonial e multinacionais com modo de entrada não-patrimonial.

A partir da ANOVA e dos coeficientes gerados pelos modelos verificou-se a validade dos resultados de estudos anteriores que não consideraram o modo de entrada e da afirmação central da hipótese *upstream-downstream*: “quanto maior o grau de internacionalização das multinacionais latino-americanas maior será o nível de endividamento”.

Adicionalmente segregaram-se as análises da ANOVA por países para identificar se há diferenças significativas entre os níveis de endividamento e níveis de internacionalização, testando a afirmação central da hipótese *upstream-downstream* para cada país da amostra.

2.6 Resultados empíricos

Antes dos resultados em si apresenta-se a matriz de correlação das variáveis numéricas do estudo (Tabela 2.1) para efeito de descrição prévia dos dados. Percebe-se que as variáveis independentes possuem baixas correlações entre si, o que é um bom indicador de baixa endogeneidade e autocorrelação dos regressores. Observa-se também que a variável teste DOI apresenta uma associação positiva com os níveis de endividamento, sugerindo a validade da hipótese *upstream-downstream*. Porém, é possível visualizar logo de início que a associação entre DOI e STLEV, apesar de positiva é fraca.

Tabela 2.1 - Matriz de correlação das variáveis do estudo.

Tabela 2.1 apresenta a matriz de correlação das variáveis numéricas utilizadas no estudo para efeito descritivo dos dados.

Variáveis	STLEV	LTLEV	TLEV	SIZE	GROW	PROF	RISK	TANG	LIQUID	TAX	DOI
STLEV	1.00										
LTLEV	-0.07	1.00									
TLEV	0.53	0.81	1.00								
SIZE	-0.07	0.40	0.29	1.00							
GROW	-0.03	-0.06	-0.07	-0.05	1.00						
PROF	-0.06	0.05	0.00	0.23	0.16	1.00					
RISK	0.04	-0.13	-0.09	-0.23	0.23	-0.05	1.00				
TANG	-0.07	0.09	0.03	0.04	-0.03	-0.01	-0.04	1.00			
LIQUID	-0.14	-0.08	-0.15	-0.13	0.06	-0.04	0.02	-0.12	1.00		
TAX	-0.03	0.04	0.02	0.06	0.00	0.05	0.00	0.00	-0.04	1.00	
DOI	0.04	0.34	0.31	0.24	-0.05	0.02	-0.07	0.06	-0.04	-0.01	1.00

Notas. Variáveis: STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma.

Continuando com as estatísticas descritivas, a Tabela 2.2 apresenta as médias, desvios-padrão e análises de variância ANOVA empresas domésticas *versus* multinacionais e multinacionais com entrada patrimonial *versus* multinacionais com entrada não patrimonial.

Pela análise de variância da Tabela 2.2 percebe-se que as empresas multinacionais em comparação com as domésticas são mais endividadas tanto em termos de endividamento de curto prazo (cerca de 1% a mais), longo prazo (cerca de 10% a mais) e total (cerca de 11% a mais). Estes resultados estão em conformidade com a hipótese *upstream-downstream* e com os trabalhos de Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010), no sentido em que empresas multinacionais de países emergentes são mais endividadas que empresas domésticas. Portanto, a hipótese *upstream-downstream* neste contexto de comparação do endividamento entre empresas domésticas e multinacionais também foi corroborada neste estudo, até o presente momento das análises. Adicionalmente os resultados da ANOVA apontam que as multinacionais são maiores, possuem maior lucratividade e tangibilidade dos ativos e de outro lado, menor risco de falência e liquidez que as empresas domésticas. As diferenças da oportunidade de crescimento e benefício fiscal foram não significativas.

Na sequência testou-se, a partir da ANOVA da Tabela 2.2 as hipóteses deste estudo, comparando os níveis de endividamento entre as multinacionais. Ao se separar as empresas multinacionais de acordo com os modos de entrada no mercado internacional, observou-se que as multinacionais com modo de entrada patrimoniais são menos endividadas que as

multinacionais com modo de entrada não-patrimoniais para as dívidas de curto prazo (cerca de 2% a menos); e mais endividadas em termos de dívidas de longo prazo (cerca de 4% a mais) e total (cerca de 3% a mais). As diferenças dos níveis de endividamento entre as multinacionais apresentam indícios de que o modo de entrada é um fator relevante na determinação da estrutura de capital destas empresas, sendo que as dívidas de longo prazo e total podem ser explicadas pela teoria do *static trade-off* e as dívidas de curto prazo pelas teorias da agência e da *pecking order*².

A partir destes resultados, para as dívidas de longo prazo e total pode-se inferir que a hipótese 2.1a deve ser rejeitada e alternativamente não rejeitar a hipótese 2.1b; como também não rejeitar a hipótese 2.2a e rejeitar a hipótese alternativa 2.2b. Assim, empresas que escolhem predominantemente modos de entrada patrimoniais possuem maiores níveis de endividamento de longo prazo e total que empresas que escolhem predominantemente modos de entrada não-patrimoniais. As duas hipóteses aceitas estão relacionadas com a teoria do *static trade-off*, sugerindo que esta teoria explique melhor o relacionamento entre endividamento e os modos de entrada no mercado internacional.

Por outro lado, para as dívidas de curto prazo, aceitam-se a hipótese 2.1a e 2.2b e rejeitam-se as hipóteses 2.1b e 2.2a, ou seja, empresas que escolhem predominantemente modos de entrada patrimoniais possuem menores níveis de endividamento de curto prazo que empresas que escolhem predominantemente modos de entrada não-patrimoniais.

Uma possível explicação sugerida pela literatura para os resultados encontrados para as dívidas de longo prazo e total podem ser apreendidas a partir da teoria do *static trade-off*. Isto porque, empresas que definem sua entrada pela forma patrimonial acabam aumentando a quantidade de seus ativos, o que lhes conferem um tamanho relativamente maior (mostrou-se significativo a menos de 1%), maior tangibilidade dos ativos (significativo a 9,5%) gerando maiores garantias reais aos credores o que reduz o custo da dívida, apesar de possuírem maiores riscos de falência (mostrou-se significativo a menos de 1%) em relação às empresas com modos de entrada não-patrimoniais. Também por possuírem ativos em mais de um país, podem ter maiores concessões de benefícios fiscais (mostrou-se significativo a menos de 1%), estimulando o maior endividamento destas firmas em detrimento às não-patrimoniais, pois todos estes fatores auxiliam na redução dos custos da dívida.

² As afirmações acerca das teorias estão embasadas nas explicações teóricas a partir das teorias de estrutura de capital (*static trade-off*, *pecking order* e teoria da agência) que resultaram na formulação das hipóteses deste estudo, expostas na seção 2.3.

Tabela 2.2 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.

Tabela 2.2 apresenta as estatísticas descritivas de média e desvio-padrão (σ) das variáveis utilizadas no estudo para toda a amostra e também para os grupos de empresas domésticas, multinacionais, multinacionais com entrada patrimonial e multinacionais com entrada não-patrimonial. É apresentado também o teste de diferença entre as médias realizada pela análise de variância Anova para empresas domésticas *versus* multinacionais e para empresas multinacionais com entrada patrimonial *versus* multinacionais com entrada não-patrimonial.

Variáveis	Doméstica		Multinacional						Todas	
			Todas		Patrimonial		Não-patrimonial			
	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ
STLEV	0.0845	0.0906	0.0934	0.0928	0.0816	0.0754	0.1025	0.1034	0.0888	0.0918
	Prob. > F = 0.0086				Prob. > F = 0.0000					
LTLEV	0.0943	0.0929	0.1971	0.1459	0.2245	0.1458	0.1760	0.1426	0.1434	0.1316
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0000					
TLEV	0.1789	0.1266	0.2905	0.1623	0.3061	0.1615	0.2785	0.1619	0.2322	0.1551
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0016					
SIZE	5.5114	0.8566	5.9426	0.8794	6.0915	0.8047	5.8283	0.9168	5.7174	0.8938
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0000					
GROW	0.9267	0.8882	0.9764	0.9523	1.0535	0.9530	0.9172	0.9480	0.9504	0.9195
	Prob. > F = 0.1429				Prob. > F = 0.0078					
PROF	0.0610	0.1419	0.0731	0.1141	0.0908	0.1435	0.0595	0.0825	0.0667	0.1295
	Prob. > F = 0.0114				Prob. > F = 0.0000					
RISK	1.3761	2.3655	1.0257	0.7248	1.1918	0.8972	0.8982	0.5234	1.2086	1.7895
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0000					
TANG	0.3470	0.2579	0.3928	0.2506	0.4055	0.2430	0.3830	0.2560	0.3689	0.2554
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0952					
LIQUID	2.7297	8.6729	2.0555	2.4777	1.9247	1.4542	2.1558	3.0348	2.4075	6.5043
	Prob. > F = 0.0050				Prob. > F = 0.0831					
TAX	0.1416	1.0662	0.2006	0.9928	0.2852	1.2404	0.1357	0.7437	0.1698	1.0320
	Prob. > F = 0.1218				Prob. > F = 0.0051					
DOI			0.1899	0.1890	0.1366	0.1242	0.2309	0.2178	0.0908	0.1614
					Prob. > F = 0.0000					
N	1535		1405		610		795		2940	

Notas. Legenda: DC – Empresas domésticas (DOI = 0); MNC – Empresas multinacionais (DOI > 0); N – Tamanho da amostra; Prob. > F – Probabilidade das médias serem iguais entre si ou significância estatística do teste de ANOVA (para esta pesquisa aceitou-se um nível de significância de até 10%). **Variáveis:** STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma.

Já com relação às dívidas de curto prazo as explicações fornecidas a partir da teoria da agência e da *pecking order* parecem fazer mais sentido. A explicação é que as escolhas por modos de entrada patrimoniais levam a maiores riscos de falência (mostrou-se significativo a menos de 1%) que empresas com modos de entrada não-patrimoniais por envolver a firma em investimentos de maior escala e aportados em ativos fora do país, o que dificulta o monitoramento pelos credores. Estas maiores incertezas aumentam o custo de agência da dívida, fazendo com que fontes internas sejam utilizadas em detrimento ao endividamento.

Adicionalmente empresas patrimoniais são mais lucrativas que as multinacionais não-patrimoniais (mostrou-se significativo a menos de 1%), sugerindo que estas empresas utilizem, pelo menos no curto prazo, seus lucros acumulados para financiar suas operações em detrimento ao endividamento, o que está de acordo também com a teoria da *pecking order*.

Por fim, a Tabela 2.2 apresenta uma diferença significativa entre o grau de internacionalização das multinacionais patrimoniais e não-patrimoniais. As multinacionais com entradas patrimoniais apresentam menor nível de internacionalização que as não-patrimoniais. Estes resultados com relação às dívidas de longo prazo e total são inconsistentes com a hipótese *upstream-downstream*. Isto porque ao se acrescentar os modos de entrada para descrever a estrutura de capital das multinacionais a afirmação “quanto maior o nível de internacionalização, maior o endividamento para empresas de países emergentes” não pôde ser confirmada neste contexto. Apesar de as empresas com entradas patrimoniais serem menos internacionalizadas que aquelas com entradas não-patrimoniais, elas são mais endividadas em termos de dívidas de longo prazo e total. Isto mostra que há ocasiões a hipótese *upstream-downstream* não é válida, por considerarem que as firmas se internacionalizam de forma homogênea. Os modos de entrada, portanto, podem complementar a hipótese *upstream-downstream* ao considerar que nem todas as multinacionais de países emergentes se mais internacionalizadas irão se endividar mais. Um exemplo são as empresas com modos de entrada patrimoniais deste estudo que mesmo possuindo menor grau de internacionalização, ao se internacionalizarem aumentam o seu tamanho e benefícios do escudo fiscal, o que reduz o custo da dívida e favorece o uso de mais endividamento de longo prazo e total.

Para aprofundar os resultados até então encontrados, analisaram-se os coeficientes por meios das regressões, mostrados na Tabela 2.3 a partir dos Modelos 2.1 e 2.2 discutidos na metodologia deste trabalho em que foram inseridas as variáveis de controle. O Modelo 2.1 não leva em consideração os modos de entrada (similar aos modelos dos estudos que utilizam a hipótese *upstream-downstream*) e o Modelo 2 discrimina as multinacionais por modo de entrada. Os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan são menores que 1%, indicando que o método de efeitos aleatórios é o mais apropriado para os dados da amostra.

O controle por modo de entrada realizado a partir do Modelo 2.2, apoiado nas classificações estabelecidas por Peng (2009) e Hill *et al.* (2009) mostra que as multinacionais com modo de entrada patrimonial e não-patrimonial estão significativa e positivamente associadas com estes níveis de endividamento (conforme as teorias da agência e *pecking*

order, corroborando com os resultados da ANOVA). Estes resultados confirmam, após controlar pelos efeitos da indústria, ano e país, além das outras variáveis independentes do nível da firma, que as multinacionais com modos de entrada patrimoniais e não-patrimoniais são mais endividadas que as empresas domésticas e, portanto se associam positivamente com os níveis de endividamento de longo prazo e total. Para o endividamento de curto prazo encontrou-se uma relação negativa, mas que não foi estatisticamente significativa.

Ressalta-se também que o acréscimo do controle das regressões em painel por modo de entrada (Modelo 2.2) gerou valores de R^2 ajustado maiores que do Modelo 2.1 para os níveis de endividamento de longo prazo e total, mostrando que os modos de entrada geram uma melhoria na explicação da estrutura de capital das empresas multinacionais. A inserção dos modos de entrada aos modelos aumentou cerca de 6% a explicação da dívida de longo prazo e 5% a explicação da dívida total e nada agregou às explicações das dívidas de curto prazo. Assim, sugere-se que os modos de entrada são relevantes para a determinação principalmente dos níveis de endividamento de longo prazo e total das multinacionais.

Adicionalmente é possível observar que os coeficientes quando significativos mostraram que as empresas seguem distintas teorias para cada determinante do endividamento. Evidenciou-se uma predominância de determinantes cujas associações com os níveis de endividamento podem ser explicadas pela teoria da *pecking order*, sugerindo que as empresas latino-americanas seguem predominantemente esta teoria para se alavancarem.

Ressalta-se que para o endividamento de curto prazo encontrou-se que o tamanho (SIZE) está negativamente associado ao nível de endividamento. Não foi encontrada fundamentação teórica para explicar os coeficientes da tangibilidade dos ativos (TANG) e benefícios do escudo fiscal (TAX) que apresentaram efeitos negativos sobre os níveis de endividamento de curto prazo. Tais anomalias apresentadas pelo nível de endividamento de curto prazo podem ser explicadas por de Jong *et al.* (2008). Os autores colocam que este tipo de endividamento envolve contas de curto prazo da empresa relacionadas às atividades operacionais da firma, o que pode distorcer os resultados. Já nos endividamentos de longo prazo e total há uma conformidade dos resultados, apontando o tamanho (SIZE) é melhor explicado pela teoria do *static trade-off*, a oportunidade de crescimento (GROW) pela teoria da agência, a lucratividade (PROF) e a liquidez (LIQUID) pela teoria da *pecking order*. Os demais determinantes mostram-se não-significativos.

Tabela 2.3 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 2.1 e 2.2.

A Tabela 2.3 apresenta os resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 2.1 e 2.2, para a amostra

ampla contendo empresas multinacionais e domésticas, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Apresenta também as medidas de ajuste R^2 ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testam a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*.

Variáveis dos modelos	Modelo 2.1 (pág. 40)			Modelo 2.2 (pág. 40)		
	STLEV	LTLEV	TLEV	STLEV	LTLEV	TLEV
Constante	0.1060***	-0.1116***	-0.0094	0.1032***	-0.0929***	0.0054
SIZE	-0.0081** ₍₃₎	0.0479*** ₍₁₎	0.0407*** ₍₁₎	-0.0073** ₍₃₎	0.0394*** ₍₁₎	0.0333*** ₍₁₎
GROW	-0.0000	-0.0043* ₍₃₎	-0.0047* ₍₃₎	0.0000	-0.0060*** ₍₃₎	-0.0062** ₍₃₎
PROF	-0.0206* ₍₂₎	-0.0265** ₍₂₎	-0.0478*** ₍₂₎	-0.0206* ₍₂₎	-0.0200	-0.0412*** ₍₂₎
RISK	-0.0013	0.0002	-0.0011	-0.0012	0.0005	-0.0008
TANG	-0.0194**	0.0108	-0.0099	-0.0198**	0.0149	-0.0059
LIQUID	-0.0013*** ₍₂₎	0.0002	-0.0009*** ₍₂₎	-0.0013*** ₍₂₎	0.0003	-0.0008*** ₍₂₎
TAX	-0.0030***	0.0023* ₍₃₎	-0.0007	-0.0028***	0.0014	-0.0015
DOI	0.0017	0.1250*** ₍₄₎	0.1211*** ₍₄₎	-0.0038	0.0426*** ₍₄₎	0.0362** ₍₄₎
EMODT = 1				-0.0066	0.0934*** _(2;3)	0.0846*** _(2;3)
EMODT = 2				0.0027	0.0589*** _(2;3)	0.0602*** _(2;3)
sigma_u	0.0688	0.0928	0.1186	0.0686	0.0892	0.1154
sigma_e	0.0542	0.0645	0.0715	0.0542	0.0618	0.0698
Rho	0.6167	0.6746	0.7334	0.6160	0.6759	0.7322
Breusch e Pagan	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000
R² Ajustado	0.1042	0.2724	0.2015	0.1044	0.3359	0.2533

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) *Static trade-off*; (2) *Pecking order*; (3) Teoria da agência; (4) Hipótese *upstream-downstream*. **Variáveis:** STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma; EMODT – modos de entrada patrimonial (igual a 1) e não patrimonial (igual a 2).

Comparando-se os Modelos 2.1 e 2.2 percebe-se que a inserção da variável modo de entrada não alterou o sinal dos coeficientes, permanecendo idênticas as explicações teóricas para cada determinante significativo, inclusive para a variável “nível de internacionalização” (DOI). Este resultado sugere que apesar de relevante para determinação dos níveis de endividamento de longo prazo e total, os modos de entrada não modificam o motivo pelo qual os gestores tomam decisões acerca do nível de endividamento. Também não invalidam a hipótese *upstream-downstream*, no sentido em que mantém a associação positiva entre nível de internacionalização e endividamento de longo prazo e total.

Porém, a inserção dos tipos de modo de entrada, a partir do Modelo 2.2 da Tabela 2.3 leva a necessidade de aprofundar as análises dentro das multinacionais. Para tanto, foi elaborada a Tabela 2.4 que mostra as análises a partir do Modelo 1 discriminadas pelos modos de entrada das multinacionais.

Os maiores valores de R^2 ajustado destes modelos se devem ao fato de que a amostra está menor e mais homogênea. Os p-valores dos testes de Breusch e Pagan mostram que os efeitos aleatórios são preferíveis para estas análises.

O que se deseja destacar a partir da Tabela 2.4 são os efeitos ocultos pela amostra total com empresas domésticas. Ao focar a análise nas multinacionais, percebe-se que existem diferenças entre elas de acordo com o modo de entrada que escolheram para atuar no mercado internacional, conforme evidenciado anteriormente. Para empresas com modos de entrada patrimoniais a relação do nível de internacionalização com o nível de endividamento de longo prazo e total é negativa (contrário ao que afirma a hipótese *upstream-downstream*).

Tabela 2.4 - Resultados das regressões em painel para as multinacionais.

A Tabela 2.4 apresenta os resultados das regressões em painel para a amostra contendo somente empresas multinacionais, separadas em entrada patrimonial e entrada não-patrimonial, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Apresenta também as medidas de ajuste R^2 ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*.

Variáveis	Multinacionais					
	Patrimonial			Não-patrimonial		
	STLEV	LTLEV	TLEV	STLEV	LTLEV	TLEV
Constante	0.1615***	0.2323***	0.3902***	0.2196***	-0.0628	0.1618***
SIZE	-0.0143**	0.0140	0.0016	-0.0208**	0.0445***	0.0225**
GROW	0.0054	0.0001	0.0065	-0.0014	-0.0050	-0.0058
PROF	-0.0125	-0.0507	-0.0896**	-0.0504	-0.1002*	-0.1404**
RISK	-0.0128***	-0.0124**	-0.0280***	-0.0080	-0.0012	-0.0097
TANG	-0.0224	-0.0060	-0.0420**	-0.0440**	0.0206	-0.0190
LIQUID	-0.0181***	0.0128***	-0.0067**	-0.0072***	0.0011	-0.0054***
TAX	-0.0009	0.0010	0.0001	-0.0064*	0.0050	-0.0016
DOI	0.0615*	-0.1789***	-0.0806*	-0.0078	0.0770***	0.0566**
sigma_u	0.0566	0.1107	0.1273	0.0647	0.0966	0.1106
sigma_e	0.0404	0.0440	0.0469	0.0619	0.0693	0.0710
Rho	0.6618	0.8638	0.8804	0.5221	0.6603	0.7078
Breusch e Pagan	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$
R² Ajustado	0.2683	0.4291	0.3683	0.2220	0.3207	0.3198

Notas. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente.

Variáveis: STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma.

Já as empresas com modos de entrada não-patrimoniais o relacionamento entre nível de internacionalização e nível de endividamento de longo prazo e total é positivo, conforme sugere a hipótese *upstream-downstream*. Assim, tem-se uma mudança do sinal da associação entre nível de internacionalização e endividamento de longo prazo e total proposto pela

hipótese *upstream-downstream*, confirmando que para algumas multinacionais de países emergentes (empresas com modo de entrada patrimonial), quanto mais internacionalizadas forem, menor será seu nível de endividamento. Para o endividamento de curto prazo o sinal sugerido pela hipótese foi mantido.

Assim, pode-se concluir que os modos de entrada não chegam a invalidar a hipótese *upstream-downstream* como um todo, mas a complementa nos casos de endividamento de longo prazo e total em que as multinacionais optem predominantemente por se internacionalizarem por modos de entrada patrimoniais. Ou seja, uma análise mais aprofundada das empresas multinacionais revela um resultado diferente do esperado pela hipótese *upstream-downstream*, para empresas com modos de entrada patrimoniais e endividamentos de longo prazo e total.

Como análise complementar, apesar do controle por país ter sido realizado nas análises anteriores, decidiu-se adicionalmente analisar se há diferenças significativas entre os níveis de endividamento e níveis de internacionalização de acordo com os modos de entrada de cada país. O objetivo de verificar as diferenças por países tende a contribuir com a verificação da validade da hipótese *upstream-downstream* para cada país, aprimorando a discussão da estrutura de capital de multinacionais latino-americanas. A motivação para tal análise veio a partir dos resultados de Bogéa Sobrinho *et al.* (2012) que ao segregarem por países encontraram resultados distintos do rebalanceamento da estrutura de capital, mostrando a relevância das idiosincrasias locais na determinação da estrutura de capital. Portanto, na Tabela 2.5 são apresentadas as médias dos níveis de endividamento e internacionalização separados por países. Pelo fato de todos os países analisados, sem exceção serem países em desenvolvimento e de uma mesma região América Latina, esperava-se que as diferenças entre os níveis de internacionalização e de endividamento fossem semelhantes aos resultados apontados pela amostra geral na Tabela 2.2. Assim, esperava-se que as multinacionais com entradas patrimoniais apresentem menor nível de internacionalização que as não-patrimoniais, porém, maiores níveis de endividamento de longo prazo e total, seguindo a teoria do *static trade off*.

Estes resultados esperados foram encontrados para todos os países, exceto para a Argentina. Estes resultados estão de acordo com os obtidos anteriormente e reforçam a teoria do *static trade-off* como explicação plausível do porquê empresas patrimoniais são mais endividadas no Brasil, Chile e México. Já as multinacionais com entradas patrimoniais argentinas apresentaram ser mais internacionalizadas e com níveis de endividamento semelhantes aos das firmas não-patrimoniais, o que reflete que fatores institucionais deste país

podem estar influenciando os níveis de endividamento, conforme sugerido por Bogéa Sobrinho *et al.* (2012).

Tabela 2.5 - Média dos níveis de endividamento e internacionalização por países.

A Tabela 2.5 apresenta as médias e compara se há diferenças significativas entre do nível de internacionalização (DOI) e dos níveis de endividamento de curto prazo (STLEV), longo prazo (LTLEV) e total (TLEV) entre as empresas multinacionais com entrada patrimonial (Pat) e com entrada não-patrimonial (Npat) do México, Argentina, Brasil e Chile, testando a validade da hipótese *upstream-downstream* para cada país.

Variável	México			Argentina			Brasil			Chile		
	DC	Pat	Npat	DC	Pat	Npat	DC	Pat	Npat	DC	Pat	Npat
STLEV	0.0623	0.0566	0.1295	0.0866	0.0745	0.0894	0.0935	0.0999	0.1012	0.0792	0.0811	0.0836
	Prob.>F=0.000			Prob.>F=0.873			Prob.>F=1.000			Prob.>F=1.000		
LTLEV	0.1433	0.2657	0.1528	0.1085	0.0994	0.1147	0.0856	0.2993	0.2251	0.0769	0.1459	0.1022
	Prob.>F=0.000			Prob.>F=1.000			Prob.>F=0.000			Prob.>F=0.000		
TLEV	0.2056	0.3223	0.2823	0.1951	0.1739	0.2041	0.1791	0.3992	0.3263	0.1562	0.2270	0.1858
	Prob.>F=0.097			Prob.>F=0.503			Prob.>F=0.000			Prob.>F=0.000		
DOI	0.0000	0.2055	0.2918	0.0000	0.1115	0.0779	0.0000	0.1327	0.2498	0.0000	0.0944	0.1933
	Prob.>F=0.000			Prob.>F=0.005			Prob.>F=0.000			Prob.>F=0.000		
N	226	164	140	162	78	85	759	229	402	388	156	151

Notas. Legenda: DC – Empresas domésticas (DOI = 0); MNC – Empresas multinacionais (DOI >0); N – Tamanho da amostra; Prob.> F – Probabilidade das médias serem iguais entre si ou significância estatística do teste de ANOVA (para esta pesquisa aceitou-se um nível de significância de até 10%). **Variáveis:** STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total e DOI – nível de internacionalização da firma.

Quanto ao endividamento de curto prazo, não há diferença significativa entre as empresas com modos de entrada distintos, exceção feita ao México cujas empresas com entradas não-patrimoniais são mais endividadas que as patrimoniais. Estes resultados sugerem que multinacionais mexicanas no que diz respeito ao endividamento de curto prazo são adeptas à teoria da agência e à *pecking order*. A maior proximidade do comércio das empresas mexicanas com o mercado consumidor e de crédito norte-americano, resulta em maior facilidade de monitoramento por parte dos credores de dívidas de curto prazo, que são geralmente composta de fornecedores.

Uma explicação plausível reside no fato de que o Tratado Norte Americano de Livre Comércio (NAFTA) do qual o México faz parte, torna mais vantajoso o fluxo de mercadorias entre os países em detrimento dos modos patrimoniais por fornecer linhas de crédito para estimular as exportações entre os países, que são geralmente de curto prazo. Isto reduz o custo de agência da dívida de curto prazo, fazendo com que estas empresas se endividem mais no curto prazo para financiar suas exportações e participar das negociações entre os países do NAFTA.

2.6.1 Teste de robustez

Com o objetivo de testar a robustez dos resultados encontrados, selecionou-se a sub-amostra de empresas brasileiras (n= 1390 empresas-ano) e comparamos os resultados com os de Saito e Hiramoto (2010) que utilizou o modelo *pooled OLS* e a variável exportação sobre receita total para mensurar o grau de internacionalização das multinacionais.

Pela Tabela 2.6 observa-se que apesar de Saito e Hiramoto (2010) terem utilizado o percentual de receitas com exportação sobre o total de receitas (medida mais relacionada com modos de entrada não-patrimoniais) como *proxy* de grau de internacionalização e regredir pelo modelo *pooled OLS* os nossos resultados obtidos a partir do Modelo 2.1 que utilizou uma medida multidimensional para melhor avaliar a condição internacional da firma foram idênticos para a variável teste, ou seja, positivos corroborando a hipótese *upstream-downstream*. A única diferença está no fato de que Saito e Hiramoto (2010) encontraram significância para o endividamento de curto prazo e nosso estudo na mesma direção de Singh e Nejadmalayeri (2004) e Mittoo e Zhang (2008) não encontraram tal significância. Os estudos de Singh e Nejadmalayeri (2004) e Mittoo e Zhang (2008) consideraram como *proxy* do grau de internacionalização da empresa a medida ativo no exterior sobre ativo total, medida mais relacionada com a escolha por modos de entrada patrimoniais.

Independentemente de qual *proxy* de internacionalização foi utilizada, todos os resultados respeitam os pressupostos da hipótese *upstream-downstream*. Nossos resultados e também os de Saito e Hiramoto (2010) apontam que quanto maior for o grau de internacionalização de empresas multinacionais com sede em países emergentes, maior será o seu nível de endividamento de longo prazo e total.

Os resultados segregados pelos modos de entrada na Tabela 2.7 também estão condizentes com os resultados mencionados na seção anterior para a amostra ampla da América Latina (n = 2940 empresas-ano). Mais uma vez evidenciou-se que os modos de entrada são relevantes para determinar o nível de endividamento das multinacionais e que as empresas com modo de entrada patrimonial são menos endividadas no longo e curto prazo, ao contrário do exposto nos resultados anteriores que não consideraram os modos de entrada.

Tabela 2.6 - Resultados comparativos para o Brasil, considerando o Modelo 2.1.

A Tabela 2.6 apresenta os resultados das regressões em painel a partir do Modelo 2.1 menos o controle por país, para a amostra ampla contendo empresas multinacionais e domésticas brasileiras, comparando com o estudo de Saito e Hiramoto (2010).

Variáveis dos modelos	Saito e Hiramoto (2010)			Modelo 1 menos controle por país		
	STLEV	LTLEV	TLEV	STLEV	LTLEV	TLEV
Constante	23.41 ^{***}	-27.20 ^{***}	-37.82	0.183 ^{***}	-0.184 ^{***}	-0.008
SIZE	-1.21 ^{***}	2.905 ^{***}	1.696 ^{***}	-0.018 ^{***}	0.056 ^{***}	0.040 ^{***}
GROW	0.002	0.011 ^{***}	0.013 ^{***}	-0.002	-0.002	-0.004
PROF				-0.015	-0.023	-0.039 [*]
RISK	0.004	-0.012 ^{***}	-0.008 ^{**}	-0.002	-0.001	-0.002
TANG				-0.009	0.003	-0.008
LIQUID				-0.001 ^{***}	0.000	-0.001 ^{**}
TAX				-0.005 ^{***}	0.004 [*]	-0.001
Internacionalização	0.169 ^{***} ₍₁₎	0.431 ^{***} ₍₁₎	0.262 ^{***} ₍₁₎	0.011	0.160 ^{***} ₍₁₎	0.163 ^{***} ₍₁₎
R² Ajustado	0.21	0.36	0.28	0.13	0.32	0.21

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) Hipótese *upstream-downstream*. **Variáveis:** STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e Internacionalização – exportação sobre receita total para Saito e Hiramoto (2010) e nível de internacionalização da firma (DOI) para este estudo.

Observando a Tabela 2.7 conjuntamente com a Tabela 2.6 tem-se que as empresas com entradas patrimoniais são menos internacionalizadas (e segundo a hipótese *upstream-downstream* deveriam ter menor nível de endividamento), mas acabam possuindo maior nível de endividamento de longo prazo e total. Ou seja, para esta amostra de empresas a hipótese *upstream-downstream* continua não sendo válida para àquelas empresas com entradas patrimoniais.

Tabela 2.7 - Resultados para o Brasil considerando o Modelo 2.2.

A Tabela 2.7 apresenta os resultados das regressões em painel para a amostra contendo somente empresas multinacionais, separadas em entrada patrimonial e entrada não-patrimonial, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Apresenta também as medidas de ajuste R^2 ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*.

Variáveis	Multinacionais					
	Patrimonial			Não-patrimonial		
	STLEV	LTLEV	TLEV	STLEV	LTLEV	TLEV
Constante	0.1873***	0.4044***	0.6161***	0.4173***	0.0649	0.4788***
SIZE	-0.0131	0.0002	-0.0152	-0.0446***	0.0264*	-0.0180
GROW	0.0055	-0.0073	0.0016	-0.0036	-0.0016	-0.0063
PROF	-0.0209	-0.0757*	-0.1474***	-0.0201	-0.2566***	-0.2769***
RISK	-0.0085	-0.0087	-0.0278***	-0.0033	0.0229	0.0216
TANG	0.0065	-0.0121	-0.0301	-0.0562***	0.0076	-0.0435
LIQUID	-0.0239***	0.0103**	-0.0119**	-0.0364***	0.0089	-0.0270***
TAX	0.0009	0.0034	0.0006	-0.0082**	0.0042	-0.0037
DOI	0.0441	-0.3451***	-0.2472***	0.0217	0.0620*	0.0820*
sigma_u	0.0467	0.1016	0.1141	0.0558	0.0839	0.0972
sigma_e	0.0457	0.0444	0.0536	0.0410	0.0730	0.0824
Rho	0.5108	0.8395	0.8192	0.6490	0.5695	0.5815
Breusch e Pagan	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$	$p < 0.0000$
R² Ajustado	0.4395	0.4031	0.4147	0.4477	0.2885	0.3212

Notas. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Variáveis:** STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma.

2.7. Considerações finais

Este trabalho critica a forma homogênea pela qual estudos anteriores mensuram a internacionalização e seus efeitos nos níveis de endividamento de multinacionais. Primeiramente os estudos tradicionais utilizam *proxies* unidimensionais para medir um fenômeno complexo que é a internacionalização e segundo desconsideram as estratégias de internacionalização destas firmas ao entrarem no mercado internacional. A não observância dos estudos anteriores quanto aos modos de entrada possibilita novas evidências para a formulação da hipótese *upstream-downstream*, teoria que é subproduto destes trabalhos e acabam por embasá-los.

Primeiro demonstrou-se que os modos de entrada/estratégias de internacionalização são relevantes para determinar o nível de endividamento das multinacionais. A forma como a multinacional atua no mercado internacional pode impactar no seu nível de endividamento, fato que até então não tinha sido analisado por estudos anteriores. Ao se incorporar os modos

de entrada no modelo os valores de R^2 ajustado aumentaram, indicando que o modo de entrada é uma variável importante na determinação da estrutura de capital de empresas multinacionais. Os modos de entrada incrementaram em 6% a explicação da dívida de longo prazo e 5% a explicação da dívida total, mas não agregou nada à explicação das dívidas de curto prazo. Assim, sugere-se que os modos de entrada são relevantes para a determinação principalmente dos níveis de endividamento de longo prazo e total das multinacionais.

A partir do teste das hipóteses traçadas neste estudo, que também não haviam sido testadas anteriormente por outros trabalhos, analisaram-se os efeitos dos modos de entrada nos níveis de endividamento das empresas. Não foram rejeitadas as hipóteses de que empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a ser mais endividadas no longo prazo e total que empresas com modos de entrada não-patrimoniais, reforçando explicações dadas pela teoria do *static trade-off*; e menos endividadas no curto prazo, sugerindo que as teorias da agência e *pecking order* podem explicar melhor esses últimos casos. Ou seja, empresas com modos de entrada predominantemente patrimoniais tendem a aproveitar as suas características de maior tamanho e benefícios fiscais que lhes confere menores custos da dívida para se alavancarem mais no longo prazo. Já no curto prazo estas empresas por terem maior risco de falência, lucratividade e maior dificuldade de monitoramento pelos credores, seus custos de agência da dívida de curto prazo são maiores, fazendo com que fontes internas sejam utilizadas em detrimento ao endividamento.

Ficou evidenciado também que a hipótese *upstream-downstream* é válida parcialmente, não sendo aplicável às multinacionais como um todo. As empresas com predominância de modo de entrada patrimoniais são menos internacionalizadas, porém possuem mais dívidas de longo prazo e total, o que se opõe à principal afirmação desta teoria (quanto mais internacionalizada forem as multinacionais de países emergentes maiores serão seus níveis de endividamento). Já para as empresas com modo de entrada não-patrimoniais a afirmação da hipótese *upstream-downstream* continuou sendo válida. Assim, conclui-se que os modos de entrada não chegam a invalidar a hipótese *upstream-downstream* como um todo, mas a complementa nos casos de endividamento de longo prazo e total em que as multinacionais optem predominantemente por se internacionalizarem por modos de entrada patrimoniais. Adicionalmente, verificou-se que estes resultados foram encontrados no Brasil, Chile e México, menos na Argentina, onde as multinacionais com entradas patrimoniais apresentaram ser mais internacionalizadas e com níveis de endividamento semelhantes aos das firmas não-patrimoniais. Outra diferença entre os países foi encontrada para as empresas mexicanas com entradas não-patrimoniais são mais endividadas no curto prazo que as

patrimoniais. Estes resultados sugerem que multinacionais mexicanas não-patrimoniais no que diz respeito ao endividamento de curto prazo são adequadas à teoria da agência e à *pecking order*, podendo ser a participação mais efetiva destas multinacionais no NAFTA uma possível explicação para estes resultados.

Consequentemente, três implicações para a teoria e trabalhos futuros são destacadas. Primeiro, tem-se que a variável nível de internacionalização (DOI), mesmo sendo mensurada de forma multidimensional, não é capaz de envolver todos os efeitos sobre a estrutura de capital de empresas multinacionais, e portanto os modelos teóricos devem considerar adicionalmente os modos de entrada, como forma de controlar as estratégias de internacionalização das multinacionais. Segundo, tem-se que as afirmações e evidências empíricas dos trabalhos obtidos a partir da hipótese *upstream-downstream* devem ser relativizados, pois a inserção da variável modo de entrada altera os efeitos do nível de internacionalização (DOI) sobre os níveis de endividamento. Terceiro, as teorias de estrutura de capital das multinacionais além dos modos de entrada devem levar em consideração as especificidades dos países e dos tipos de endividamento (principalmente os de curto prazo que apresentaram baixo poder explicativo e determinantes com efeitos contrários aos dos demais tipos).

A amostra deste trabalho constituiu-se de empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos respectivos países. Para trabalhos futuros, pretende-se investigar as micro e pequenas empresas e também os efeitos dos modos de entrada juntamente com fatores institucionais dos países que afetam a estrutura de capital, tais como ambiente político, risco do país, nível de desenvolvimento do mercado financeiro.

CAPÍTULO 3: OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NAS FORMAS DE ENDIVIDAMENTO

3.1 Introdução

O que determina a estrutura de capital de uma empresa continua sendo um dos principais questionamentos de finanças. Mais recentemente, este questionamento voltou-se para as multinacionais. O que é curioso e não muda é que quase todos os estudos empíricos sobre estrutura de capital, sejam os relacionados às firmas domésticas ou às firmas multinacionais, tratam o endividamento de maneira uniforme, apesar de haver uma heterogeneidade entre eles, ofertada por diferentes tipos de credores, com cláusulas contratuais e níveis de proteção aos credores diferenciados (RAUH e SUFI, 2010).

Em se tratando de empresas multinacionais, a heterogeneidade de dívidas é ainda maior devido ao maior acesso e facilidade de obtenção, inclusive de fontes de fora do país de origem. Instituições financeiras e não financeiras proveem quase uma infinidade de tipos de dívida, com diferentes cláusulas contratuais e proteção aos investidores como *trade credit* (financiamento pelos fornecedores nacionais e internacionais), empréstimos e financiamentos nacionais e internacionais, arrendamentos mercantis, debêntures, financiamento externo, dentre outros.

Explorar esta heterogeneidade extrapolando as variáveis dependentes utilizadas por estudos recentes que analisaram os efeitos da internacionalização sobre a estrutura de capital de multinacionais torna-se, portanto relevante. Tais estudos, conhecidos por defenderem a hipótese *upstream-downstream* (KWOK e REEB, 2000, SINGH e NEJADMALAYERI 2004, MITTOO e ZHANG, 2008; SAITO e HIRAMOTO, 2010), não fogem à regra. Adotam igualmente formas de mensuração agregadas de endividamento, como endividamento total, endividamento de curto prazo e endividamento de longo prazo, com algumas diferenciações quanto à origem dos dados, se são dívidas contábeis ou de mercado, e não exploraram as especificidades existentes em cada tipo de dívida como as diferenças existentes entre as cláusulas contratuais e proteção ao investidor destas dívidas.

Os principais autores que estudaram a estrutura de capital das multinacionais e testaram a hipótese *upstream-downstream* abordados neste ensaio são Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010). Talvez o motivo de estes estudos ignorarem a heterogeneidade das dívidas reside no fato de estarem mais interessados em construir modelos teóricos ou devido à falta de dados históricos detalhados para a análise.

Acontece que os efeitos da internacionalização estudados por estes autores podem não ser os mesmos para cada tipo de dívida, tanto em termos de magnitude quanto em direção. Diferentes tipos de instrumentos de dívida têm propriedades muito diferentes na medida em que suas reivindicações de fluxo de caixa, sua sensibilidade às informações, as cláusulas contratuais, nível de proteção aos investidores e seus incentivos de utilização pelos gestores também diferem. Por exemplo, a utilização de dívida interna pode ser preterida à utilização de dívida externa pelas multinacionais devido a diferenças do custo destas fontes, apesar de estudos empíricos terem tradicionalmente tratado esses dois instrumentos de dívida de maneira uniforme (como simplesmente dívida).

Apesar dos estudos anteriores que relatam haver um efeito positivo entre internacionalização e endividamento para empresas multinacionais de países emergentes, alguns questionamentos continuam abertos. Por exemplo, com esta heterogeneidade de formas de endividamento, como as multinacionais compõem sua estrutura de dívidas? Quais tipos de dívidas são mais relevantes para estas empresas? Ao se fazer uma análise mais detalhada dos tipos de dívida considerando as especificidades das cláusulas contratuais, proteção aos investidores e tipo de agente financiador, será que a internacionalização das empresas prioriza o uso de alguns tipos de endividamento em detrimento de outros, ou produz efeitos contrários (negativos) dos encontrados nas medidas agregadas já estudadas?

Portanto, o objetivo deste ensaio é discutir de maneira mais pormenorizada os efeitos da internacionalização nos tipos de endividamento utilizados pelas multinacionais em comparação com as empresas domésticas de países da América Latina, discussão essa que os estudos anteriores não abordam. Ademais, como objetivo secundário pretende-se para tanto utilizar formas mais adequadas de mensuração do nível de internacionalização que as adotadas pelos estudos anteriores, e adicionar às análises os efeitos de internacionalização referentes modos de entrada³ das firmas no mercado internacional, que também não foram realizadas anteriormente por outros trabalhos.

Assim, pretende-se ampliar o que estes estudos entendem por estrutura de capital, incorporando diferentes tipos de dívida como variável dependente das análises, principalmente as de curto prazo como *trade credit* que são bem específicas e pouco exploradas pela literatura. Ao se incluir os tipos de dívida, este ensaio provê novas evidências

³ Hill et al. (2009) distingue dois tipos de estratégias de internacionalização determinadas pelo modo de entrada das empresas no mercado internacional: patrimonial (i.e. *joint-ventures* e fusões e aquisições) e não-patrimonial (contratos de exportação, contratos de franquias). A diferença entre as duas estratégias é a intensidade de investimentos fixos em ativos no exterior: enquanto que a primeira investe mais em ativos fixos fora do país a segunda privilegia os contratos.

nas decisões de estrutura de capital das multinacionais, reconhecendo que estas empresas utilizam diferentes tipos, fontes e prioridades de dívidas de acordo com sua condição internacional. Desta forma, os efeitos da internacionalização (incluindo os modos de entrada) sobre as formas de endividamento tornar-se-ão menos obscuros na literatura de estrutura de capital. Por exemplo, dívidas com cláusulas que oferecem mais proteção aos investidores podem ser mais utilizadas em empresas mais internacionalizadas cuja distância geográfica seja um forte impeditivo de monitoramento dos gestores pelos credores.

Os resultados poderão indicar quais tipos de dívida sofrem maior e menor influência da internacionalização, quais as fontes de recursos e prioridades das multinacionais em termos de endividamento e para quais tipos de dívida a afirmação formulada a partir da hipótese *upstream-downstream* (maior grau de internacionalização das firmas de países emergentes, maior endividamento) é inválida.

3.2 Literatura

A seguir discutem-se os principais motivos teóricos de se realizar o detalhamento das formas de endividamento e na sequência são explicitadas a partir da teoria as especificidades de dívidas de curto prazo ofertadas por agentes não-financeiros.

3.2.1 A necessidade de detalhamento das formas de endividamento

Alguns estudos como os de Lee e Kwok (1988), Chen *et al.* (1997) e mais recentemente Kwok e Reeb (2000), Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010) produziram, evidências dos efeitos da internacionalização de empresas no nível de endividamento. Estes trabalhos reportam que quanto maiores forem os níveis de internacionalização das multinacionais de países emergentes, maiores serão seus níveis de endividamento, constituindo assim as evidências mais recentes sobre a hipótese *upstream-downstream*.

Contudo, a questão pertinente que se faz é: maiores pra quais tipos de endividamento? As evidências encontradas por estes autores são para as formas de endividamento agregadas como endividamento de curto prazo, longo prazo e total. Conforme discutido na seção anterior, falta a estes estudos explorar melhor as formas de endividamento disponíveis às multinacionais, de modo que os efeitos da internacionalização fiquem explícitos para cada forma específica de endividamento.

Para melhor entender a importância do detalhamento dos tipos de financiamento foram elaboradas as Tabelas 3.1 e 3.2, que apresentam uma compilação dos coeficientes das regressões dos principais trabalhos utilizados como base teórica deste ensaio, após controle pelo ano e indústria. Embora alguns destes estudos utilizaram-se de *proxies* diferentes para medir os determinantes do endividamento, os resultados demonstram a importância de se detalhar os tipos de dívida, em especial os de curto prazo, e poder verificar os efeitos da internacionalização para cada tipo.

A Tabela 3.1 organiza os resultados dos principais estudos que corroboraram a hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000). Estes autores utilizaram-se de formas agregadas de endividamento: curto prazo, longo prazo e total, se diferenciando apenas na forma de cálculo. Singh e Nejadmalayeri (2004) e Mittoo e Zhang (2008) utilizaram os endividamentos calculados a valor de mercado, enquanto Saito e Hiramoto (2010) utilizaram a forma contábil. As diferenças estão na forma de relativizar o endividamento: enquanto a forma de cálculo de mercado relativiza pela soma do passivo com o patrimônio líquido de mercado, a forma contábil relativiza pelo valor do ativo total.

Adicionalmente para testar os efeitos da internacionalização nestes tipos agregados de endividamento, fizeram uso de *proxies* simplificadas para mensurar o grau de internacionalização das empresas juntamente com variáveis de controle do nível da firma. As medidas de internacionalização das empresas, como podem ser visualizadas na Tabela 3.1, são porcentagem de ativo no exterior (total de ativos no exterior sobre total de ativos da empresa) e porcentagem de vendas no exterior (total de exportações sobre total de vendas), utilizadas por Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008) e Saito e Hiramoto (2010).

Singh e Nejadmalayeri (2004) estudaram 90 empresas francesas no período de 1996 a 1999 e utilizaram regressão linear múltipla de dados em painel para prever os endividamentos de mercado de curto prazo, longo prazo e total. Como medidas de internacionalização utilizaram ambas as *proxies* de porcentagem de ativos no exterior e porcentagem de vendas no exterior, controlando os efeitos pelas características da firma como tamanho, crescimento, lucratividade.

Mittoo e Zhang (2008) analisaram 364 firmas canadenses de 1998 a 2002, também utilizaram regressão múltipla de dados em painel. Como variáveis dependentes utilizaram os endividamentos de mercado de curto e longo prazos. Para testarem o efeito da internacionalização nestas formas de endividamento escolheram a variável porcentagem de vendas no exterior. Foi o estudo que mais utilizou variáveis de controle. Além dos controles

utilizados por Singh e Nejadmalayeri (2004), foram adicionadas as variáveis risco, tangibilidade dos ativos e benefício fiscal.

Por fim, Saito e Hiramoto (2010) analisaram uma amostra de 131 companhias de capital aberto brasileiras de 2004 a 2008. Dentre os principais autores citados que analisaram o efeito da internacionalização no endividamento, estes foram os únicos a utilizarem medidas contábeis de endividamento e também que acrescentaram o endividamento externo. Controlando pelo tamanho, crescimento e risco da firma, encontraram um efeito significativo positivo entre o grau de internacionalização e endividamento, diga-se de passagem, o maior efeito dentre os tipos de financiamento analisados por estes estudos. Quanto a dívida externa, os autores sugerem que quanto mais internacionalizada for a firma, maior será a quantidade de endividamento externo utilizada pela mesma. Em média, estimaram que as multinacionais brasileiras possuem 12,7% da dívida em moeda estrangeira a mais em sua estrutura de capital que as empresas domésticas. Os resultados do efeito da internacionalização no endividamento externo confirmam também para este tipo de financiamento a hipótese *upstream-downstream*.

Tabela 3.1 - Principais trabalhos sobre estrutura de capital de multinacionais, suas medidas agregadas de endividamento e efeitos da internacionalização.

Estudos	Singh e Nejadmalayeri (2004)			Mittoo e Zhang (2008)		Saito e Hiramoto (2010)			
	França			Canadá		Brasil			
Variáveis	MSTLEV	MLTLEV	MTLEV	MSTLEV	MLTLEV	BSTLEV	BLTLEV	BTLEV	Endiv. Externo
Intercepto	-0,062	0,002	-15,806	18,518*	-23,287***	23,41***	-27,20***	-3782	-57,62**
Tamanho	0,009**	0,02***	2,524***	-0,135	2,107***	-1,21***	2,905***	1,696***	5,346***
Crescimento	-0,000	-0,00*	-0,025***	-0,116*	-0,149**	0,002	0,011***	0,013***	0,008
Lucratividade	-0,000*	-0,00*	-0,125***	0,042	-0,041**				
Risco				0,038	-0,028*	0,004	-0,012***	-0,008**	-0,019***
Tangibilidade				2895	29,396***				
Escudo fiscal				7824	-11,764*				
% Ativo ext.	-0,048	0,32***	15,858**	-0,229	3,391**				
% Exportação	0,000	-0,00	0,027			0,169***	0,431***	0,262***	0,537***
R ² Ajustado	0,05	0,16	0,12	0,04	0,24	0,21	0,36	0,28	0,27

Notas. Variáveis: MSTLEV significa endividamento de curto prazo a valor de mercado; MLTLEV significa endividamento de longo prazo a valor de mercado; MTLEV significa endividamento total a valor de mercado; BSTLEV significa endividamento de curto prazo a valor contábil; BLTLEV significa endividamento de longo prazo a valor contábil; e BTLEV significa endividamento total a valor de mercado. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significantes ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Elaborado a partir dos resultados controlados pelos efeitos dos anos e indústria de Singh e Nejadmalayeri (2004), Mittoo e Zhang (2008), Saito e Hiramoto (2010)

Analisando a Tabela 3.1 de um modo geral, observa-se que os coeficientes relativos às variáveis de internacionalização, quando significativos, estão todos eles associados

significativa e positivamente com os endividamentos, sejam eles contábeis ou de mercado, com exceção dos endividamentos de curto prazo cuja associação foi negativa, mas insignificante. Esta associação positiva comprova o que a hipótese *upstream-downstream* enfatiza para os países analisados por estes autores: quanto maior o nível de internacionalização, maior o nível de endividamento.

Ao focar a análise sobre a magnitude e significância dos coeficientes das medidas de grau de internacionalização, percebe-se que os efeitos da internacionalização nos endividamentos de curto prazo são na sua maioria não-significativos, e quando significativos, no caso do estudo de Saito e Hiramoto (2010), é o que possui menor magnitude. O mesmo acontece com a medida de ajuste dos modelos, R quadrado ajustado. Os modelos cuja variável dependente é uma dívida de curto prazo (MSTLEV ou BSTLEV) são bem menos explicativos em termos de R quadrado ajustado, o que sugere que existem outras variáveis interferindo na determinação deste tipo de dívida.

Uma parte dos problemas das fracas e não-significativas relações apresentadas pelos modelos de endividamento de curto prazo reside justamente no fato de este endividamento encontrar-se na forma agregada. Assim, alguns tipos de dívida de curto prazo podem apresentar relações conflitantes umas com as outras, diminuindo a magnitude do coeficiente da variável que mede o grau de internacionalização. Outra parte da explicação, pode ser apreendida dos argumentos de De Jong e Semenov (2006). Os autores explicam que ao se analisar a estrutura de capital das empresas deve-se evitar utilizar o endividamento de curto prazo, pois estão “contaminadas” por contas de passivo circulante associadas à recebíveis da própria atividade operacional da empresa (como por exemplo a conta fornecedores), os quais são determinados por componentes bem diferentes das demais contas. Da mesma forma, os autores recomendam que o uso do endividamento total não é indicado, tendo em vista que também estará “contaminado” pelas contas do passivo circulante. Esta observação de De Jong e Semenov (2006) também pode ser observada na Tabela 3.1, representada pelos menores valores de R quadrado ajustado para os modelos de endividamento total em comparação com os de endividamento de longo prazo.

Assim, apesar dos estudos apresentarem o endividamento por três medidas, o que já é pouco em termos numéricos e também insuficientes pelo fato de serem agregadas, somente uma delas, o endividamento de longo prazo, parece ser mais bem explicada pelas variáveis utilizadas pelos autores compilados na Tabela 3.1. E mesmo assim, estes estudos ao analisarem o endividamento de longo prazo na forma agregada, deixam de explicitar os efeitos específicos que estas dívidas de longo prazo possuem, pelo fato de englobarem num

mesmo pacote dívidas com diferentes cláusulas contratuais e diferentes níveis de proteção aos credores.

Este trabalho buscou enfrentar esta questão segregando as dívidas e buscando na literatura o motivo de tais diferenças, além de inserir as variáveis de controle para entender melhor os efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívida de curto prazo. Convém ressaltar que há estudos cujos objetivos não foram o de analisar os efeitos da internacionalização no endividamento, mas que de certa forma contribuíram para evidenciar a importância de se separar os tipos de endividamento, como Leal e Carvalhal da Silva (2009) para o Brasil e Rauh e Sufi (2010)⁴.

Na sequência, a Tabela 3.2 mostra resultados compilados de estudos cujos objetivos não foram o de analisar os efeitos da internacionalização no endividamento, mas que de certa forma contribuíram para evidenciar a importância de se separar os tipos de endividamento.

Leal e Carvalhal da Silva (2009) avançam com relação aos estudos citados anteriormente, no que diz respeito a aumentar o escopo das dívidas utilizadas pelas empresas, detalhando alguns tipos de dívidas domésticas e estrangeiras. Os autores, além das dívidas em termos agregados tradicionalmente utilizadas, inserem os endividamentos totais por debêntures, por bancos nacionais, por bancos internacionais e eurobônus. Porém, o foco dos autores era analisar as condições de mercado que levaram ao maior acesso por parte das empresas brasileiras ao mercado internacional de capitais, além de comparar os indicadores das contas externas da economia brasileira com a de outros países. Apesar do foco distinto dos estudos citados anteriormente, estes autores utilizam-se de uma variável dicotômica “exportação” para controlar os efeitos de captação de recursos externos pelas firmas brasileiras. Porém, os autores ao contrário de Saito e Hiramoto (2010), não encontram nenhum efeito significativo entre exportação com os tipos de financiamento no mercado internacional. O único efeito que encontraram foi uma associação positiva entre exportações e financiamento via empréstimos bancários e bônus doméstico, o que também está de acordo com a hipótese *upstream-downstream*. Uma vez que o objetivo do estudo não era verificar e

⁴ Adicionalmente a título de exemplificação, existem outros poucos trabalhos que vão além da discussão tradicional da origem dos recursos (próprio ou terceiros) presente na maioria dos estudos sobre estrutura de capital. Mais recentemente, alguns poucos estudos tentam analisar a composição do endividamento das empresas, desdobrando esta antiga discussão em termos de fonte de emissão da dívida (pública *versus* privada, i.e. Jonhson (1997; 2003) e seus desdobramentos para o Brasil e América Latina, i.e. Lucinda e Saito (2005), Figueiredo (2007)) e/ou maturidade da dívida (curto e longo prazo, i.e. Diamond (1991), Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999), i.e. para Brasil e América Latina Terra (2011), Terra e Mateus (2005), Ribeiro e Perobelli (2010)). Porém, estes estudos, assim como os da Tabela 2.1 tratam as formas de emissão e maturidade das dívidas de maneira agregada (como quatro grandes grupos, saber, dívida de colocação pública, privada, de curto prazo e de longo prazo), não distinguindo cada dívida dentro destes grupos de endividamento, além de não estarem preocupados em analisar os efeitos da internacionalização sobre as dívidas.

efeito da internacionalização nos tipos de endividamento, a precariedade da medida de controle utilizada pelos autores (*dummy* de exportação) pode ter influenciado nos resultados não significativos entre internacionalização e tipos de dívida externa.

Tabela 3.2 - Exemplo de trabalhos que ampliaram as formas de endividamento.

Estudos	Leal e Carvalho da Silva (2009)				Rauh e Sufi (2010)					
Países	Brasil				Diversos					
Variáveis	Bancos	Bônus Dom.	Bônus Int.	ADR	BTLEV	Bancos	Programada	Bônus	Debêntures	Convertíveis
Intercepto					0,12*	0,31***	-0,13***	-0,06	0,01	0,03
Tamanho	-1,83**	-0,31	0,44**	0,07***	-0,01	-0,03***	0,09***	0	-0,01**	0,01
Crescimento	-0,11	-0,01	-0,02	0,01**	-0,02	-0,02***	0	-0,02***	0	0,02
Lucratividade	-1,23***	-0,23***	0	0	-0,61***	0,19	0,00	-0,07	-0,11**	-0,44***
Risco	0,03	0,01	0,03***	-0,01***						
Tangibilidade	0,15***	0,03**	-0,03**	0,01***	0,23***	0,02	0,03*	0,09**	0,02	-0,03
Exportação	12,41***	2,20***	-0,36	0,03						
R ² Ajustado	0,23	0,1	0,08	0,39	0,21	0,17	0,23	0,12	0,13	0,24

Notas. Variáveis: BTLEV representa o endividamento total a valor contábil, Programada representam as dívidas que não necessitam de registro junto à *Security Exchange Commission* como *commercial papers*, dívidas de prateleira e notas de meio termo (MTN). Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente.

Fonte: Elaborado a partir dos resultados finais de Leal e Carvalho da Silva (2009) e Rauh e Sufi (2010).

Já o estudo de Rauh e Sufi (2010), conforme mencionado pelos próprios autores, consiste no trabalho até então publicado que mais se detalhou os tipos de endividamento. Analisaram como a qualidade do crédito das firmas afeta a estrutura de capital. Demonstraram que os trabalhos tradicionais de estrutura de capital ignoram a heterogeneidade de endividamentos e com isso variações substanciais da estrutura de capital das empresas não são retratadas e que diferentes tipos de dívidas são utilizados para acompanhar a qualidade do crédito das firmas, ou seja, a qualidade do crédito afeta a composição da estrutura de capital da empresa. Contudo, estes autores também não estão preocupados com os efeitos da internacionalização sobre as formas de endividamento.

De maneira geral, estes estudos apontados na Tabela 3.2 mostram que os efeitos das variáveis independentes sobre as formas de endividamento são diferentes, o que pressupõe que uma firma a depender do tipo de dívida contratada toma decisões conforme a teoria da *pecking order*, ou a teoria do *static trade off* ou a teoria da agência. Por exemplo, tanto Leal e Carvalho da Silva (2009) quanto Rauh e Sufi (2010) encontraram efeitos negativos do tamanho sobre a utilização de dívida bancária, enquanto que Leal e Carvalho da Silva (2009) encontraram efeitos positivos do tamanho sobre a utilização de ADR. Assim, de acordo com o

tamanho da firma, a utilização de dívida bancária pelas empresas tende a seguir a teoria da agência (firmas maiores tendem a possuir maiores assimetrias de informação, inibindo o endividamento) e a utilização de ADR a teoria do *static trade off* (quanto maior for a empresa, maiores são as garantias reais de recebimento dos credores, portanto menor o risco e maior o endividamento). Portanto, ao explorar a heterogeneidade das dívidas percebe-se que algumas formas de endividamento são mais sensíveis aos problemas de agência, outras ao risco e outras estão propensas a seguir uma hierarquia de utilização dos recursos financeiros.

Porém, ambos os estudos da Tabela 3.2, apesar de trazerem um maior detalhamento da dívida ficam presos às formas de endividamento de longo prazo. Ademais, não tiveram a intenção, principalmente o trabalho de Rauh e Sufi (2010) de analisarem os efeitos da internacionalização no endividamento. Mesmo contribuindo para aumentar a heterogeneidade dos tipos de endividamento, deixam de fora grande parte das dívidas de curto prazo e algumas outras formas de dívida de longo prazo, de modo que a composição das dívidas das multinacionais de maneira ainda mais detalhada e os efeitos da internacionalização sobre estas formas de endividamento permanecem sendo um ponto relevante a ser explorado.

3.2.2 Endividamento de curto prazo e suas especificidades e a internacionalização

3.2.2.1 Endividamento via agentes financeiros versus não-financeiros

Já que parte da explicação das relações não-significativas e de baixa magnitude de estudos anteriores decorre da falta de um melhor detalhamento dos tipos de financiamento de curto prazo, cabe a esta seção identificar a segunda fonte dos problemas, sugeridos por De Jong e Semenov (2006).

Grande parte dos problemas de se utilizar dívidas agregadas de curto prazo, relatados por De Jong e Semenov (2006), advém do fato de que algumas destas dívidas estão ligadas aos fornecedores de crédito não-financeiros, como os funcionários, o governo e fornecedores. Estes agentes possuem interesses distintos dos fornecedores de crédito financeiros tradicionais (FRANCK e HUYGHEBAERT, 2010) e, portanto o financiamento por meio de fornecedores não-financeiros pode ser regido por determinantes distintos das formas tradicionais de crédito.

Uma forma alternativa de endividamento por meio de fornecedores não-financeiros é denominado na literatura de *trade credit*. O *trade credit* é o crédito concedido pelo vendedor (fornecedores de mercadorias e serviços da empresa) que permite ao comprador pagamento

em atraso (a prazo) de seus produtos e consiste numa importante fonte de financiamento de curto prazo para compradores de bens intermediários e serviços (NILSEN, 2002).

Para se ter uma idéia da importância desta forma alternativa de crédito, o endividamento por *trade credit* constitui uma fração significativa do total dos ativos das sociedades não financeiras norte-americanas (PETERSEN e RAJAN, 1997), cerca de 7,8%, enquanto no Brasil chega a quase o dobro 14% (BANDEIRA, 2008). Estudos como de Nilsen (2002) identificaram que o *trade credit* é utilizado como um substituto para o crédito bancário nos EUA para pequenas e grandes empresas sem acesso ao crédito no mercado. Da mesma forma, Fisman e Love (2003) constataram fora dos EUA evidências consistentes com Nilsen (2002).

Santos (2011) destaca que para os países da América Latina, que são países de economias emergentes de mercados financeiros pouco desenvolvidos, as empresas possuem maior restrição ao crédito pela via tradicional, e demandam portanto mais *trade credit* principalmente em períodos de crise financeira, conforme destacado pela teoria da restrição ao financiamento (ALMEIDA e CAMPELLO, 2007).

Fornecedores das firmas com restrição de crédito passam a atuar como instituição financeira ofertando *trade credit* para estas empresas em dificuldade. Os fornecedores de *trade credit* em relação aos bancos possuem maior acesso às informações da firma com restrição, pois são seus clientes e podem (a) acessar com maior facilidade as instalações destes clientes; (b) acessar instantaneamente o histórico de pagamentos, podendo realizar visitas e inspeções de forma mais frequente; (c) controlar melhor o cliente através do fornecimento presente e futuro de mercadorias; (d) em caso de falência do cliente podem confiscar a mercadoria fornecida, que por se tratarem das próprias mercadorias que o fornecedor comercializa em seu negócio, possuem alta liquidez, pois podem ser revendidas a outros compradores (PETERSEN e RAJAN, 1997; NILSEN, 2002; FISMAN e LOVE, 2003).

Portanto estas distinções do *trade credit* com relação às formas tradicionais de endividamento fazem com que este tipo de dívida de curto prazo possua determinantes adicionais (discutidos na próxima seção deste ensaio) daqueles utilizados pelas formas tradicionais, explicados pela teoria da restrição de Almeida e Campello (2007).

Em se tratando de analisar os efeitos da internacionalização nesta forma específica de dívida de curto prazo, apesar de nenhum estudo anterior abordar a questão, supõe-se que quanto maior for o nível de internacionalização das empresas, menores serão as restrições financeiras devido ao maior tamanho e acesso a crédito destas empresas nos mercados

internacionais e, portanto, menor tende a ser o endividamento por meio de *trade credit*. Portanto:

Hipótese 3.1a: Quanto maior o grau de internacionalização menor o uso de trade credit.

Pelo mesmo motivo também espera-se que dentre as multinacionais aquelas que escolheram se internacionalizar por meio da expansão de seus ativos (empresas com entradas patrimoniais, conforme Hill *et al.* (2009)) são mais intensivas em ativos e conseqüentemente apresentam maior tamanho e garantias aos credores, fato que lhes garante menor restrição ao crédito, desincentivando o uso de *trade credit*.

Hipótese 3.1b: Empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a utilizar menos trade credit que empresas com entradas não-patrimoniais.

3.2.2.2 Endividamento via bancos nacionais de desenvolvimento versus bancos comerciais

Os bancos nacionais de desenvolvimento possuem papel central de fomentar empresas que contribuam para o desenvolvimento econômico de seus países. Ofertam linhas de crédito de longo prazo a custos subsidiados para investimentos intensivos em bens de capital e auxílio a comercialização e exportação de produtos e serviços (DEMIRGÜÇ-KUNT *et al.* 1999).

Dado que o processo de internacionalização traz efeitos macroeconômicos desejáveis tais como melhoria da competitividade das empresas e investimentos diretos no exterior (HILL *et al.* 2009), os bancos nacionais de desenvolvimento costumam apoiar a internacionalização de empresas oferecendo crédito especializado às mesmas. Sendo assim, imagina-se que os bancos de desenvolvimento nacionais têm um papel de apoiar à internacionalização, de modo que:

Hipótese 3.2a: Quanto maior o grau de internacionalização da empresa, maior o uso de recursos via bancos nacionais de desenvolvimento.

Apesar de os bancos nacionais de desenvolvimento apoiarem tanto a comercialização quanto o investimento em bens de capital, o volume de recursos necessários a este último são

maiores. Além de envolverem maior volume, os investimentos em bens de capital proporcionam maior segurança ao banco, pois tais ativos servem de garantia em caso de falência da empresa tomadora do recurso financeiro (FISMAN e LOVE, 2003). E dado que investimentos da empresa em ativos fora do país trazem vantagens macroeconômicas potencialmente maiores que a simples comercialização de produtos e serviços fora do país, espera-se que os bancos nacionais de desenvolvimento estejam mais propensos a apoiarem a internacionalização via modo de entrada patrimonial. Portanto:

Hipótese 3.2b: Empresas com modos de entrada patrimonial tendem a se endividar mais via bancos nacionais de desenvolvimento que empresas com modos de entrada não-patrimoniais.

O custo da dívida dos bancos nacionais de desenvolvimento é mais barato se comparados ao custo da dívida dos bancos comerciais. Isto pode ser explicado pelo fato de que o custo da dívida dos bancos nacionais de desenvolvimento é subsidiado para estimular investimentos que são importantes para o desenvolvimento do país. Outro fator que faz com que o custo da dívida dos bancos nacionais de desenvolvimento seja menor que o custo dos bancos comerciais é a quantidade de *covenants* (cláusulas) e colateriais (garantias) que vai de alienação dos bens à participação societária na empresa. Segundo Barclays e Smith (1995) as cláusulas contratuais e as garantias reduzem o custo de monitoramento pelo credor e consequentemente o custo da dívida.

Porém, um custo de dívida menor por meio de um maior monitoramento do tomador ao invés de incentivar o endividamento pode restringi-lo. Apesar do custo mais barato desta fonte de dívida, as empresas podem optar por não utilizá-la para não alterar suas políticas de *disclosure* (JOHNSON, 1997) e também de governança corporativa⁵, preferindo contrair dívidas via bancos comerciais, mesmo que a custos maiores. Assim, os efeitos da internacionalização explicitados nas hipóteses 3.2a e 3.2b podem não se concretizar em função da exigência de um maior monitoramento pelos bancos nacionais de desenvolvimento.

3.2.2.3 Endividamento de curto versus longo prazo

⁵ Para algumas linhas de financiamento os bancos nacionais de desenvolvimento trocam parte da dívida por participação na empresa.

Outro grupo de autores (DIAMOND, 1991, DEMIRGÜÇ-KUNT e MAKSIMOVIC, 1999), e para Brasil e América Latina (TERRA, 2011, TERRA e MATEUS, 2005, RIBEIRO e PEROBELLI, 2010) focou seus estudos nas análises da maturidade das dívidas. Analisaram a preferência das empresas por dívidas de curto ou longo prazos de acordo com os determinantes do endividamento.

De um modo geral estes autores demonstram que as empresas que utilizam mais dívidas de curto prazo em relação ao longo prazo, o fazem por: (a) maiores oportunidades de crescimento, (b) informações privilegiadas a respeito de sua rentabilidade futura, (c) menor tamanho e (d) *rating* de crédito muito bom ou muito ruim.

Já o estudo de Terra e Mateus (2005) aponta que há um componente dinâmico na escolha da maturidade da dívida e que não é possível responder de maneira mais incisiva como se dão as decisões de maturidade das dívidas pelas firmas. Os autores afirmam que o efeito da alavancagem da empresa sobre a maturidade da dívida é apenas residual e não dependem do desenvolvimento dos mercados de dívidas dos países em que as empresas se situam.

Dado que a internacionalização tende a aumentar o tamanho da empresa e expor mais as informações para os credores dado o distanciamento geográfico, principalmente nas multinacionais com predomínio de entradas patrimoniais, pode-se esperar que:

Hipótese 3.3a: Quanto maior o grau de internacionalização da empresa, maior o uso de dívidas de longo prazo que de curto prazo.

Hipótese 3.3b: Empresas com modos de entrada patrimonial tendem a se endividar mais via dívidas de longo prazo, enquanto que empresas com modos de entrada não-patrimoniais tendem a se endividar mais via dívidas de curto prazo.

3.3 Descrição das variáveis

Esta seção buscou descrever as variáveis utilizadas por este estudo. Inicialmente são apresentadas as formas de endividamento, variáveis dependentes de maneira detalhada. Na sequência são apresentadas as variáveis gerais de controle utilizadas e as específicas do *trade credit*.

3.3.1 Variáveis dependentes: tipos de endividamento

Para este ensaio detalharam-se os tipos de endividamento de curto prazo, longo prazo e total para discriminar as diferenças de cláusulas contratuais, níveis de proteção aos credores, tipos de credores, sensibilidade às informações e demais diferenças existentes entre os tipos de dívida, conforme disponibilizado no Quadro 3.1. As formas agregadas compreendem as mesmas variáveis dependentes utilizadas pelos estudos que testaram a hipótese *upstream-downstream*: as dívidas contábeis e de mercado de curto prazo, longo prazo e total. O detalhamento entre dívidas contábeis e de mercado foi realizada dado que os resultados de R quadrado ajustado de Saito e Hiramoto (2010) para empresas brasileiras que utilizaram de indicadores de dívida contábeis foram bem superiores ao dos demais trabalhos *upstream-downstream*.

Conforme destacado na seção anterior as dívidas de curto prazo são menos estudadas por serem mais específicas, em especial o *trade credit* que possui características distintas das demais fontes de financiamento, pelo fato do fornecedor deste tipo de endividamento ser do tipo não-financeiro.

As formas detalhadas de endividamento de curto prazo (dívidas de prazo inferior a um ano) que foram analisadas neste estudo são: *trade credit* nacional (ofertado por fornecedores nacionais), *trade credit* estrangeiro (ofertado por fornecedores estrangeiros), *trade credit* total (ofertado pelo total de fornecedores), dívida externa de curto prazo (financiamento e empréstimos estrangeiros de curto prazo), dívida nacional de curto prazo (financiamento e empréstimos nacionais de curto prazo), debêntures de curto prazo e arrendamentos de curto prazo (*leasing* com prazos inferiores a um ano). Com exceção do *trade credit*, as dívidas de curto prazo possuem seus correspondentes no longo prazo, de modo que as formas detalhadas de longo prazo (acima de um ano) são representadas pelas: dívidas externas de longo prazo, dívidas nacionais de longo prazo, dívidas por debêntures de longo prazo, arrendamentos de longo prazo. Por fim, as formas totais (longo + curto prazos), também foram testadas, a saber: dívida externa total, dívida nacional total, dívida por debêntures total e arrendamentos total.

Quadro 3.1 – Variáveis dependentes dos modelos: formas de endividamento.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Autores ^a
<u>Formas detalhadas de endividamento</u>				
<u>Curto Prazo</u>				
<i>Trade credit</i> total	TTRADE	Fornecedores / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	(2); (3)
<i>Trade credit</i> nacional	DTRADE	Fornecedores nacionais / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
<i>Trade credit</i> estrangeiro	FTRADE	Fornecedores estrangeiros / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
Dívida externa de curto prazo	FSTLEV	Dívida externa de curto prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
Dívida nacional de curto prazo	DSTLEV	Dívida nacional de curto prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
Debêntures de curto prazo	STDEB	Debêntures de curto prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
Arrendamentos de curto prazo	STLEAS	Arrendamentos financeiros de curto prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
<u>Longo Prazo</u>				
Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)	BNDES	Endividamento direto + indireto do BNDES / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	BNDES e Economática	-
Dívida externa de longo prazo	FLTLEV	Dívida externa de longo prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	(4), (5)
Dívida nacional de longo prazo	DLTLEV	Dívida nacional de longo prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	(4)
Dívida por debêntures de longo prazo	LTDEB	Debêntures de longo prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
Arrendamentos de longo prazo	LTLEAS	Arrendamentos financeiros de longo prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	-
<u>Longo + curto prazos</u>				
Dívida externa total	FTLEV	FSTLEV + FLTLEV	Economática	(1)
Dívida nacional total	DTLEV	DSTLEV + DLTLEV	Economática	(4); (5)
Dívida por debêntures total	TDEB	STDEB + LTDEB	Economática	(5)
Arrendamento total	TLEAS	STLEAS + LTLEAS	Economática	-

Notas. (a) Legenda para principais autores que utilizaram a medida: (1) Saito e Hiramoto (2010), (2) Petersen e Rajan (1997), (3) Fisman e Love (2003) (4) Leal e Carvalho da Silva (2009); (5) Rauh e Sufi (2010).

Os tipos de endividamento, bem como as siglas e forma de mensuração, fontes de obtenção dos dados e correspondência com trabalhos anteriores, estão resumidas no Quadro 3.1.

3.3.2 Variáveis de controle

Para este estudo foram utilizadas variáveis de controle relacionadas com as características das empresas. Espera-se que algumas características das empresas sejam mais relevantes para determinar certo tipo de dívida. E dado que empresas mais internacionalizadas possuem características distintas das empresas menos internacionalizadas (exemplo: maior tamanho, menor restrição financeira, maiores oportunidades de crescimento, etc), supõe-se que o grau de internacionalização irá determinar a composição do endividamento das multinacionais, ou seja quais tipos de dívida serão utilizadas. O mesmo acontece com a forma predominante de entrada nos mercados internacionais escolhida pelas empresas. Empresas que escolhem formas de entrada patrimoniais (*joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos) também possuem características distintas das empresas que escolhem formas de entrada não patrimoniais (exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento), o que acaba afetando a composição de endividamento destas multinacionais.

O Quadro 3.2 resume as variáveis de controle utilizadas neste estudo.

O tamanho da empresa (SIZE) foi mensurado pelo logaritmo dos ativos totais e está associado diretamente com o acesso de crédito. Maior volume de ativos pode apresentar maiores garantias aos credores (*static trade off*), maior assimetria de informações (teoria da agência) e também menor restrição ao crédito (teoria da restrição). Assim, espera-se que o tamanho da firma esteja associado positivamente com o nível de endividamento pela teoria do *static trade off* e negativamente pelas teorias da agência e da restrição.

A oportunidade de crescimento (GROW) é mensurada pela soma do valor de mercado do patrimônio líquido e o total do passivo sobre o total de ativos da empresa. Maiores oportunidades de crescimento podem representar menores conflitos entre credores e acionistas (teoria da agência), menores reservas de recursos internos à firma (teoria da *pecking order*) e escassez de recursos financeiros (teoria da restrição). Assim, espera-se que a oportunidade de crescimento esteja associada negativamente com o nível de endividamento pela teoria da agência e positivamente pela teoria da *pecking order* e teoria da restrição.

Quadro 3.2 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
<u>Empresa</u>						
Tamanho	SIZE	log do total dos ativos	Economática	(+) (-)	(1) (3) e (4)	(6) (9), (14)
Oportunidade de crescimento	GROW	(patrimônio líquido de mercado + total do passivo) / ativo	Economática	(-) (+)	(3) (2) e (4)	(8) (7), (13)
Lucratividade	PROF	Lucro operacional / ativo	Economática	(-) (+)	(2) e (4) (1)	(7), (13) (10)
Risco de falência ^c	RISK	log do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos 5 anos	Economática	(-) (+)	(1) (4)	(2); (3); (4) (13); (14)
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG	Ativo imobilizado / ativo	Economática	(+) (-)	(1) e (3) (4)	(6); (11); (12) (13); (14)
Liquidez	LIQUID	Ativo circulante / passivo circulante	Economática	(+) (-)	(3) (2); (4)	(8); (5) (7); (5); (13)
Benefício fiscal	TAX	Despesas com impostos / lucro antes dos impostos	Economática	(+)	(1)	(2); (5)
<u>Indústria</u>						
Tipo de indústria	IND	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(1); (2); (3); (4)
<u>País</u>						
País	CNTRY	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(5) (15)

Notas. (a) Legenda para teorias: (1) *Static trade-off*; (2) *Pecking order*; (3) Teoria da agência; (4) Teoria da restrição – *trade credit* (b) Legenda para principais autores que explicaram a relação: (1) Kwok e Reeb (2000), (2) Singh e Nejadmalayeri (2004), (3) Mittoo e Zhang (2008), (4) Saito e Hiramoto (2010), (5) De Jong et al. (2008), (6) Titman e Wessels (1988), (7) Myers e Majluf (1984), (8) Jensen e Meckling (1976), (9) Rajan e Zingales (1995), (10) Fama e French (2002), (11) Balakrishnan e Fox (1993), (12) Almeida e Campello (2007), (13) Petersen e Rajan (1997), (14) Fisman e Love (2003), (15) López de Silanes *et al.* (1988).

A lucratividade da empresa (PROF) é mensurada pela relação entre o lucro operacional e o ativo total da empresa. Maiores níveis de lucratividade podem representar maior capacidade operacional da firma de gerar lucros acumulados (teoria da *pecking order*), menores riscos de falência da firma (teoria do *static trade-off*) e menores restrições financeiras (teoria da restrição). Portanto, as teorias sugerem uma associação positiva entre lucratividade e nível de endividamento (teoria do *static trade-off*) e negativa pelas teorias da *pecking order* e restrição.

O risco de falência da empresa (RISK) é mensurado pelo logaritmo do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos cinco anos. Maiores riscos de falência indicam maior probabilidade de uma dada empresa entrar em insolvência e, portanto, maiores custos de dívida (teoria do *static trade-off*) e maior restrição ao crédito (teoria da restrição). Assim, o

risco de falência da empresa está negativamente associado ao nível de endividamento pela teoria do *static trade-off* e negativamente pela teoria da restrição.

O nível de tangibilidade dos ativos da empresa (TANG) é mensurado pelo total do imobilizado sobre o ativo. Empresas que possuem ativos com maior nível de tangibilidade indicam menores conflitos entre credores e acionistas (teoria da agência), maiores garantias concretas em caso de falência (teoria do *static trade-off*) e menores restrições ao mercado tradicional de crédito (teoria da restrição). Portanto, o nível de tangibilidade dos ativos da empresa está negativamente associado com o endividamento pela teoria da restrição e positivamente associado pelas teorias da agência e do *static trade-off*.

A liquidez da empresa (LIQUID) é mensurada pela relação de ativos circulantes sobre os passivos circulantes. Empresas mais líquidas representam mais recursos de curto prazo acumulados (teoria da *pecking order*), maiores probabilidades de comportamentos oportunistas dos gestores (teoria da agência) e menores restrições financeiras (teoria da restrição). Assim, a liquidez da empresa está positivamente associada com o nível de endividamento pela teoria da agência e negativamente pelas teorias da *pecking order* e restrição.

O benefício fiscal da empresa (TAX) é mensurado pela relação despesas com impostos sobre o lucro antes dos impostos. Empresas que possuem altos benefícios proporcionados pelo escudo fiscal da dívida terão maiores vantagens fiscais de dedutibilidade do imposto de renda em usar endividamento como forma de financiamento. Assim, representa maior incentivo para o uso da dívida (teoria do *static trade-off*). Não há qualquer evidência desta variável na teoria da restrição, de modo que não constitui um determinante para o *trade credit*. Assim, esta variável foi excluída do modelo utilizado neste estudo para determinar o uso de *trade credit* pelas multinacionais. O trabalho de Singh e Nejadmalayeri (2004) não encontrou diferença significativa desta variável entre as multinacionais e empresas domésticas. Porém, acredita-se que ao se considerar a forma como a empresa se expande no mercado internacional, espera-se que multinacionais com modos de entrada patrimoniais (*joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos) possam receber maiores incentivos na forma de redução da taxa de imposto, o que reduz o benefício fiscal destas firmas. Assim, acredita-se que os efeitos da internacionalização nos tipos de dívida para estas empresas serão menores.

O tipo de indústria em que a empresa se insere (IND) é uma variável categórica transformada em *dummies* de controle que captura os efeitos do setor sobre o nível de endividamento. O conjunto de empresas analisados estão distribuídos em 19 setores. Atribuiu-se 1 para o setor de Agropecuária e Pesca, 2 para Alimentos e Bebidas, 3 para Comércio, 4

para Construção, 5 para Eletroeletrônicos, 6 para Energia Elétrica, 7 para Máquinas Industriais, 8 para Mineração, 9 para Minerais não Metálicos, 10 para Papel e Celulose, 11 para Petróleo e Gás, 12 para Química, 13 para Siderurgia e Metalurgia, 14 para Software e Dados, 15 para Telecomunicações, 16 para Têxtil, 17 para Transportes e Serviços, 18 para Veículos e Peças e 0 para Outros.

O país (CNTRY) onde as empresas estão sediadas pode possuir diferentes características, como o desenvolvimento do mercado de títulos e de capitais, o risco político-legal do país, a proteção dos direitos dos credores, a proteção dos direitos dos acionistas, o crescimento da economia, a formação bruta de capital - referem-se à alguns dos determinantes macroeconômicas e institucionais dos países que, conforme estudos de López de Silanes *et al.* (1998) e de Jong *et al.* (2008) podem afetar o endividamento das empresas. Assim, criou-se *dummies* para os países analisados 1 para o Brasil, 2 para a Argentina, 3 para o Chile, 4 para o México, 5 para o Perú, 6 para a Venezuela e 0 para Colômbia.

3.3.3 Variáveis independentes adicionais de controle para o *trade credit*

Dadas as especificidades desta forma de endividamento de curto prazo já discutidas, buscaram-se variáveis adicionais de controle na literatura desta forma de crédito. As variáveis descritas a seguir, foram extraídas dos trabalhos de Petersen e Rajan (1997) e Fisman e Love (2003), e são sintetizadas no Quadro 3.3.

Quadro 3.3 - Variáveis independentes adicionais de controle para o *trade credit*.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
Idade da empresa	LAGE	$\log(1 + n^\circ \text{ de dias no mercado de capitais})$ (Dívida de curto prazo- fornecedores) / ativo	Economática	(-)	(1)	(1)
Financiamento de curto prazo de instituições financeiras	STFIN	Ativo circulante / ativo	Economática	(-)	(1)	(1); (2)
Investimento em ativos de curto prazo	CUAS	(Estoque final – estoque inicial) / ativo	Economática	(+)	(1)	(2)
Compras	PURCH	Dívida de longo prazo / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	(+)	(1)	(2)

Notas. (a) Legenda para teorias: (1) Teoria da restrição financeira – *trade credit* (b) Legenda para principais autores que explicaram a relação: (1) Petersen e Rajan (1997), (2) Fisman e Love (2003).

A idade da firma (LAGE), é definida como o logaritmo de (1 + idade), onde a idade é o número de anos desde que a empresa realizou sua oferta inicial de ações no mercado de

capitais. Esta variável indica o tempo que determinada firma possui acesso às fontes de recurso do mercado de capitais, e portanto é um indicador do tempo de relacionamento que a firma têm com o mercado de capitais. Quanto maior for este tempo, maior é a facilidade que a firma terá para acessar recursos deste mercado, e portanto menor a restrição financeira da empresa. Assim, quanto maior for a idade da firma, menor será a utilização de *trade credit*.

O financiamento de curto prazo de instituições financeiras (STFIN) é mensurado pelo indicador total de dívidas de curto prazo menos fornecedores sobre o ativo total da empresa. Representa a quantidade de outras dívidas de curto utilizadas pela empresa. Quanto maior é o acesso da empresa à outras dívidas de curto prazo (que no geral são mais baratas que *trade credit*), menor é a restrição financeira desta firma, e portanto menor será a utilização de *trade credit*.

O investimento em ativos de curto prazo (CUAS) é definido como a relação entre os ativos circulantes sobre o total de ativos da empresa. Indica o percentual de investimentos da empresa nos ativos de mais curto prazo como caixa, clientes e estoques. Quanto maior for o investimento da empresa em ativos de curto prazo, maior tende a ser a contrapartida em passivos de curto prazo em geral, o que inclui maior utilização de *trade credit* em particular.

O total de compras (PURCH) é estimado pelas compras (diferença da situação dos estoques da empresa no final e no início do período) relativizada pelo total de ativos. Caso a variação dos estoques seja positiva, isto significa que os níveis de estoques finais são maiores que o níveis de estoques iniciais, e portanto a empresa aumentou seus estoques durante o ano. Com maiores níveis de estoques a empresa irá comprar menos de seus fornecedores e conseqüentemente utilizar menos *trade credit*. Por outro lado, caso a variação seja negativa, significa que a empresa reduziu seus níveis de estoque ao longo do ano, o que estimula novas compras junto aos fornecedores e gerando maior uso de *trade credit*.

O endividamento de longo prazo (MLTLEV) é definido pela relação dívida de longo prazo sobre a soma do passivo e patrimônio líquido de mercado da empresa. O maior uso de endividamento de longo prazo pela empresa indica que a firma está menos restrita às dívidas de prazos mais longos, o que diminui o uso de dívidas de curto prazo, incluindo o *trade credit*.

De modo geral espera-se que firmas latino-americanas possuam restrições financeiras devido às características e desenvolvimento dos mercados financeiros destes países (ALMEIDA e CAMPELLO, 2007). Porém, acredita-se que empresas domésticas tenham maiores restrições financeiras devido ao menor acesso aos mercados externos e portanto utilizem-se de mais *trade credit* que as multinacionais. E dentro das multinacionais, acredita-

se que as que possuam predominância de entradas não-patrimoniais sofram de maiores níveis de restrição devido ao seu tamanho ser em média menor que das empresas predominantemente patrimoniais, e portanto utilizem mais *trade credit*.

3.3.4 Variáveis de teste

Para se mensurar os efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívida, duas variáveis foram utilizadas: nível de internacionalização (DOI) e tipos de modo de entrada (EMODT), resumidas no Quadro 3.4.

Quadro 3.4 - Variáveis independentes relacionadas a internacionalização de empresas.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fontes	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
Nível de internacionalização	DOI	Média de [(ativos no exterior / ativo) + (vendas no exterior / venda) + (funcionários no exterior / funcionários)]	Worldscope, Economática, Compustat <i>Global Advantage</i> , Ranking das Transnacionais Brasileiras, Guia Exame 500 Melhores e Maiores, bolsas de valores dos países analisados e contatos com os departamentos de relações com os investidores		?	(1); (2); (3); (4)
Modo de entrada	EMODT	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle				(5)

Notas. (a) Legenda para teorias: (1) Hipótese *Upstream-downstream*; (2) Teoria da agência (3) Teoria do *static trade-off* (b) Legenda para principais autores que explicaram a relação: (1) Singh e Nejadmalayeri (2004), (2) Mittoo e Zhang (2008), (3) Saito e Hiramoto (2010), (4) UNCTAD (2011), (5) Hill *et al.* (2009). (c) é o que se deseja descobrir e irá depender de cada tipo de endividamento.

Apesar dos estudos anteriores utilizarem de medidas unidimensionais de nível de internacionalização este trabalho seguiu o conceito de internacionalização oferecido pela UNCTAD (2011), no qual DOI é mensurado pela média de três indicadores de internacionalização: relação dos ativos no exterior com o total de ativos, relação de exportações com o total de vendas e relação dos funcionários no exterior com o total de funcionários.

Pelo fato da medida DOI não incorporar os custos de agência e riscos decorrentes da forma de entrada no mercado internacional escolhida pelas empresas, achou-se relevante incluir a variável de tipos de modo de entrada das firmas no mercado internacional (EMODT).

A categorização por esta variável é resultado da diferença do total do valor das entradas patrimoniais (soma dos valores gastos em *joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos no período) e o total do valor das entradas não-patrimoniais (soma do total despendido com exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento) sobre o total de gastos com entradas. Quando há uma predominância de entradas patrimoniais foi atribuído 1 ao EMODT; e quando há predominância de entradas não-patrimoniais foi atribuído 2 ao EMODT. Empresas domésticas que não possuem nenhuma predominância de modo de entrada foram classificadas como 0.

3.4 Seleção da amostra

Para este ensaio foram utilizados todos os dados do Economática e Compustat *Global Advantage* disponíveis das empresas de capital aberto da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru, e Venezuela entre os anos de 2007 a 2011. Excluiu-se da amostra o setor financeiro e empresas com valores contábeis do total de ativos e patrimônio líquido negativos, para não comprometer as análises.

Complementarmente, alguns dados secundários sobre internacionalização das empresas das variáveis DOI e EMODT foram coletados a partir de publicações disponíveis nos sites das bolsas de valores em que as empresas estão listadas, da Cepal (Comissão Econômica para América Latina e Caribe), e da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*), nos bancos de dados do Worldscope, Economática e Compustat *Global Advantage*. Dados primários com contatos estabelecidos entre o pesquisador e a central de relacionamento com os investidores também foram utilizados em casos de empresas cujos dados sobre internacionalização estivessem ausentes.

Foi construído um painel de dados para cada tipo de financiamento, devido haver disponibilidade de dados por tipo de endividamento para alguns países e para outros não, totalizando 16 painéis distintos quanto aos períodos e casos.

Após findada a coleta dos dados, foram feitas as exclusões dos casos que continham algum *missing values* e dos casos extremos para não enviesar as análises. Chegou-se a uma amostra final de número de observações-ano válidas (N) para cada painel, conforme pode ser visualizado no Quadro 3.5.

A amostra é constituída por empresas domésticas (DOI = 0) e multinacionais (DOI > 0). Dentro das multinacionais há ainda discriminação quanto aos modos de entrada, sendo EMODT = 1 multinacionais que escolheram predominantemente modos de entrada

patrimoniais e EMODT = 2 multinacionais que predominam o modo de entrada não-patrimonial.

Quadro 3.5 - Painéis de dados construídos para este estudo.

Painéis	Variáveis	Doméstica	Multinacional			Total
			Todas	Não-patrimonial	Patrimonial	
A	TTRADE	1513	1392	786	606	2905
B	DTRADE	224	375	258	117	599
C	FTRADE	224	375	258	117	599
D	FSTLEV	210	212	122	90	422
E	DSTLEV	204	219	133	86	423
F	STDEB	914	896	527	369	1810
G	STLEAS	257	237	144	93	494
H	BNDES	13	45	30	15	58
I	FLTLEV	206	209	121	88	415
J	DLTLEV	206	221	137	84	427
K	LTDEB	916	893	524	369	1809
L	LTLEAS	259	233	140	93	492
M	FTLEV	197	208	120	88	405
N	DTLEV	197	215	131	84	412
O	TDEB	914	890	521	369	1804
P	TLEAS	257	231	138	93	488

Notas. Variáveis: TTRADE - Trade credit total; DTRADE - Trade credit nacional; FTRADE - Trade credit estrangeiro; FSTLEV - Dívida externa de curto prazo; DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo; STDEB - Debêntures de curto prazo; STLEAS - Arrendamentos de curto prazo; BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; FLTLEV - Dívida externa de longo prazo; DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo; LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo; LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo; FTLEV - Dívida externa total; DTLEV - Dívida nacional total; TDEB - Dívida por debêntures total; TLEAS - Arrendamento total.

Antes da coleta dos dados ajustes nas demonstrações contábeis foram realizados para se padronizar as informações provenientes dos países analisados. Dados com valores monetários foram coletados nas moedas correntes dos respectivos países e convertidos todos para dólar norte-americano, observando-se a taxa de câmbio relativa ao período em que os dados foram coletados. Outras conversões referentes ao tipo de unidade utilizada nas informações colhidas de bases de dados diferentes também foram realizadas para padronização dos dados.

3.5 Metodologia

O objetivo central deste ensaio consiste em analisar os efeitos da internacionalização sobre os tipos de endividamento. Para tanto, as análises dos dados utilizou-se regressão de dados em painéis, consideraram que os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre indivíduos (empresas) e ao longo do tempo, seguindo método também adotado por Mittoo e Zhang (2008). Para verificar qual modelo (efeitos fixos ou aleatórios) mais adequado para a amostra utilizou-se o teste do multiplicador de Lagrange de Bresch e

Pagan, cuja hipótese nula baseia-se no teste de que as variâncias dos erros são iguais ou alternativamente uma função do produto de uma ou mais variáveis.

Devido as especificidades das fontes providas por fornecedores não-financeiros, como o *trade credit*, conforme destacado por De Jong e Semenov (2006), discriminaram-se as análises em duas partes: (a) análise dos efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívida providas por fornecedores financeiros e (b) análise dos efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívida providas por fornecedores não-financeiros.

São dois os efeitos da internacionalização analisados sobre os tipos de financiamento: (a) efeitos do grau de internacionalização da empresa (DOI), (b) efeitos dos modos de entrada no mercado internacional (EMODT).

Inicialmente avaliou-se a diferença entre os níveis médios de endividamento de cada tipo de dívida para as empresas domésticas contra empresas multinacionais e também das multinacionais com entrada patrimonial *versus* multinacionais com entrada não-patrimonial. O teste de diferenças entre médias foi calculado por meio da técnica análise de variância (ANOVA) com o objetivo de se verificar para cada tipo de endividamento: (a) o quanto toma de dívidas a mais ou a menos uma multinacional em relação a uma empresa doméstica e (b) o quanto toma de dívidas a mais ou a menos uma multinacional com entrada patrimonial em relação a uma multinacional com entrada não-patrimonial.

Em um segundo momento, testaram-se os efeitos da internacionalização a partir do Modelo 3.1 sobre os tipos de dívida providos por agentes financeiros (aqui denominado de ALLEVERAGE, que representa todos os tipos de dívida detalhados neste trabalho com exceção do *trade credit*). Este modelo compila os principais determinantes do endividamento observados na literatura, discutidas na seção 3.3. Além dos determinantes o Modelo 3.1 controla por tipos de indústria, ano, país e modo de entrada.

ALLEVERAGE foi substituído por cada tipo de dívida provido por agentes financeiros de curto prazo, longo prazo e totais (respectivamente FSTLEV, DSTLEV, STDEB, STLEAS, BNDES, FLTLEV, DLTLEV, LTDEB, LTLEAS, FTLEV, DTLEV, TDEB, TLEAS) para que se evidenciassem os efeitos da internacionalização para cada tipo específico de endividamento.

$$\begin{aligned} \text{ALLEVERAGE}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \beta_4 \text{RISK}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{LIQUID}_{it} \\ & + \beta_7 \text{TAX}_{it} + \beta_8 \text{DOI}_{it} + \sum_{J=1}^{18} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2008}^{2011} \theta_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^6 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \lambda_E \\ & * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(Modelo 3.1)

Ao final, com base nos trabalhos de Petersen e Rajan (1997) e Fisman e Love (2003), analisaram-se os efeitos da internacionalização (DOI com EMODT no Modelo 3.2) sobre os tipos de dívida providos por agentes não-financeiros (TRADE, representados por *trade credit* total - TTRADE, *trade credit* nacional - DTRADE e *trade credit* estrangeiro - FTRADE). Adicionalmente aos determinantes dos tipos de dívida providos por agentes financeiros, adicionou-se ao modelo os determinantes LAGE, STFIN, CUAS, PURCH e MLTLEV. Por se tratar de agentes não-financeiros não faz sentido a manutenção do determinante TAX.

A variável dependente TRADE dos modelos foi substituída para cada uma das formas de *trade credit* (TTRADE, DTRADE, FTRADE), para que ficassem evidentes os efeitos nestas formas de endividamento pouco estudadas pela literatura.

$$\begin{aligned} \text{TRADE}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{PROF}_{it} + \beta_4 \text{RISK}_{it} + \beta_5 \text{TANG}_{it} + \beta_6 \text{LIQUID}_{it} + \beta_7 \text{LAGE}_{it} \\ & + \beta_8 \text{STFIN}_{it} + \beta_9 \text{CUAS}_{it} + \beta_{10} \text{PURCH}_{it} + \beta_{11} \text{MLTLEV}_{it} + \beta_{12} \text{DOI}_{it} + \sum_{j=1}^{18} \gamma_j * \text{IND}_j \\ & + \sum_{T=2008}^{2011} \theta_j * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^6 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \lambda_E * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

(Modelo 3.2)

3.6 Resultados empíricos

Os resultados foram divididos em análise descritiva e análise multivariada.

3.6.1 Análise descritiva

Inicialmente calculou-se a matriz de correlação das variáveis do estudo, disponível no Apêndice B. Pela matriz de correlação observa-se que a variável nível de internacionalização apresenta correlações tanto positivas quanto negativas com os diferentes tipos de dívida, indicando a suspeita de que a condição internacional da firma gera efeitos distintos nos tipos de endividamento.

Na sequência, utilizou-se a análise de variância (Tabela 3.3) para verificar se há diferenças significativas nos níveis médios de endividamento e quais fontes são priorizadas pelas empresas de acordo com sua condição internacional.

Primeiro analisaram-se os efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívidas providas por agentes não-financeiros (Tabela 3.3, Painel A). Observou-se que no geral empresas domésticas utilizam-se de mais TTRADE e DTRADE enquanto que as empresas multinacionais utilizam mais FTRADE. Esta evidência pode ser explicada pelo fato de que em se tratando de empresas de países emergentes o crédito tradicional é escasso (ALMEIDA e CAMPELLO, 2007) e o *trade credit* passa a ser uma fonte importante de financiamento alternativo. Porém, se a empresa for multinacional o acesso às fontes tradicionais de crédito é ampliado no mercado local, devido ao seu maior tamanho, menor risco de suas operações se comparado às empresas domésticas. Ademais o acesso e volume de negociações com fornecedores internacionais é maior para as multinacionais se comparado ao acesso das domésticas, fazendo com que as primeiras e tomem mais FTRADE que as segundas.

Portanto as análises descritivas corroboram a Hipótese 3.1a de que quanto maior o grau de internacionalização menor o uso de *trade credit*.

Quanto aos modos de entrada observou-se que as empresas que possuem predominância de entrada não-patrimonial sofrem de maiores níveis de restrição financeira e portanto utilizem mais *trade credit* total, apesar de que as patrimoniais utilizam mais *trade credit* nacional. Uma possível explicação é que empresas não-patrimoniais possuem maior restrição ao financiamento que empresas patrimoniais devido à sua menor exposição física de ativos no exterior e conseqüentemente seu menor relacionamento com instituições financeiras de outros países. Empresas patrimoniais ao instalarem seus ativos em países sugerem menores riscos aos credores tradicionais o que amplia a estas empresas a oferta de crédito tradicional, mais barato que a forma alternativa TTRADE. Tais diferenças significativas entre médias corroboram portanto a Hipótese 1b de que empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a utilizar menos *trade credit* que empresas com entradas não-patrimoniais.

Já as dívidas providas por agentes financeiros (Tabela 3.3, Painel B) as diferenças entre o endividamento de empresas domésticas e multinacionais foram estatisticamente significativas para todas as dívidas com exceção dos arrendamentos mercantis (STLEAS, LTLEAS e TLEAS). E destas, todas com exceção do BNDES foram maiores nas multinacionais. Ou seja, a condição internacional da firma aumenta o uso da maioria dos tipos de dívida analisadas neste estudo, o que corrobora a hipótese *upstream-downstream* para a maioria das dívidas.

Tabela 3.3 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.

Tabela 3.3 apresenta as médias e desvios-padrão (σ) dos tipos de dívidas separado pela condição internacional da firma. É apresentado também os resultados dos testes de diferença entre as médias de endividamento das empresas domésticas *versus* multinacionais e multinacionais com entrada patrimonial *versus* multinacionais com entrada não-patrimonial.

Dívidas	Doméstica		Multinacional						Todas	
			Todas		Patrimonial		Não-patrimonial			
	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ
Painel A - Dívidas providas por agentes não-financeiros										
TTRADE	0.0696	0.0737	0.0563	0.0609	0.0509	0.0579	0.0604	0.0627	0.0632	0.0682
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.029					
DTRADE	0.0450	0.0667	0.0201	0.0365	0.0285	0.0520	0.0163	0.0258	0.0294	0.0514
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.086					
FTRADE	0.0081	0.0391	0.0249	0.0451	0.0187	0.0509	0.0277	0.0420	0.0186	0.0437
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.178					
Painel B - Dívidas providas por agentes financeiros										
FSTLEV	0.0433	0.0545	0.0734	0.0746	0.0864	0.0800	0.0638	0.0692	0.0584	0.0670
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.038					
DSTLEV	0.0112	0.0515	0.0202	0.0469	0.0219	0.0425	0.0192	0.0497	0.0159	0.0493
	Prob. > F = 0.0599				Prob. > F = 1.000					
STDEB	0.0048	0.0184	0.0138	0.0627	0.0139	0.0674	0.0138	0.0592	0.0093	0.0462
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 1.000					
STLEAS	0.0004	0.0024	0.0007	0.0045	0.0010	0.0051	0.0006	0.0040	0.0005	0.0035
	Prob. > F = 0.2432				Prob. > F = 1.000					
BNDES	4.93 ^{E-10}	1.34 ^{E-09}	3.49 ^{E-11}	9.34 ^{E-11}	7.20 ^{E-12}	8.54 ^{E-12}	4.88 ^{E-11}	1.12 ^{E-10}	1.38 ^{E-10}	6.49 ^{E-10}
	Prob. > F = 0.0236				Prob. > F = 1.000					
FLTLEV	0.0072	0.0207	0.0388	0.0722	0.0295	0.0602	0.0456	0.0793	0.0231	0.0555
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.092					
DLTLEV	0.0481	0.0718	0.1055	0.0817	0.1223	0.0915	0.0952	0.0735	0.0778	0.0822
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.033					
LTDEB	0.0271	0.0759	0.0500	0.0902	0.0634	0.0996	0.0406	0.0818	0.0384	0.0840
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.000					
LTLEAS	0.0007	0.0042	0.0026	0.0220	0.0011	0.0057	0.0036	0.0280	0.0016	0.0154
	Prob. > F = 0.1753				Prob. > F = 0.717					
FTLEV	0.0512	0.0574	0.1129	0.0935	0.1164	0.0897	0.1104	0.0965	0.0829	0.0839
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 1.000					
DTLEV	0.0610	0.0860	0.1259	0.1017	0.1447	0.1146	0.1139	0.0910	0.0949	0.0998
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.059					
TDEB	0.0319	0.0809	0.0638	0.1106	0.0772	0.1212	0.0543	0.1016	0.0477	0.0980
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.001					
TLEAS	0.0011	0.0065	0.0034	0.0258	0.0021	0.0107	0.0042	0.0323	0.0022	0.0184
	Prob. > F = 0.1683				Prob. > F = 1.000					

Notas. Legenda: Prob.> F – Probabilidade das médias serem iguais entre si ou significância estatística do teste de ANOVA (para esta pesquisa aceitou-se um nível de significância de até 10%). **Variáveis:** TTRADE - *Trade credit* total; DTRADE - *Trade credit* nacional; FTRADE - *Trade credit* estrangeiro; FSTLEV - Dívida externa de curto prazo; DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo; STDEB - Debêntures de curto prazo; STLEAS - Arrendamentos de curto prazo; BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; FLTLEV - Dívida externa de longo prazo; DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo; LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo; LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo; FTLEV - Dívida externa total; DTLEV - Dívida nacional total; TDEB - Dívida por debêntures total; TLEAS - Arrendamento total.

Para o caso de empresas brasileiras o financiamento via BNDES mostrou-se contrário ao que a hipótese *upstream-downstream*, ou seja, empresas domésticas são mais endividadas via BNDES que as empresas multinacionais. Portanto rejeitou-se a Hipótese 2a de que quanto

maior o grau de internacionalização da empresa, maior o uso de recursos via bancos nacionais de desenvolvimento.

Este resultado mostra que apesar de ser mais barata e de longa maturidade que as demais dívidas, o BNDES tende a possuir mais exigências contratuais fazendo com que as multinacionais brasileiras que têm acesso a outras fontes de longo prazo em outros países (provavelmente com menores exigências contratuais de monitoramento por parte do credor) prefiram se endividar lá fora. Já as empresas brasileiras domésticas comparativamente com as multinacionais tomam mais desta dívida por falta de acesso à fontes externas de longo prazo, apesar de o volume de BNDES também ser bem reduzido nestas firmas.

Com relação aos modos de entrada das dívidas providas por agentes financeiros cujas diferenças mostraram-se estatisticamente significativas foram: FSTLEV, FLTLEV, DLTLEV, LTDEB e TDEB. Todas estas dívidas com exceção da FLTLEV são mais presentes nas multinacionais com modos de entrada patrimoniais. O restante das dívidas parece não estar associada com os modos de entrada, como é o caso das multinacionais brasileiras com o BNDES, não sendo, portanto possível confirmar a Hipótese 3.2b de que empresas com modos de entrada patrimonial tendem a se endividar mais via bancos nacionais de desenvolvimento que empresas com modos de entrada não-patrimoniais.

Isto mostra que nem todas as dívidas são sensíveis aos modos de entrada e que, com exceção ao FLTLEV, as empresas com entradas patrimoniais são mais endividadas que as não-patrimoniais. Empresas patrimoniais tendem a aproveitar o seu maior tamanho e benefícios fiscais conferidos pelos ativos no exterior que lhes confere menores custos da dívida para se alavancarem mais e são, portanto menos restritas ao crédito tradicional.

De modo a sintetizar a composição do endividamento das multinacionais o Quadro 3.6 apresenta, em ordem crescente de preferência/utilização, as fontes de dívidas totais, de curto e longo prazo.

As empresas domésticas preferem/utilizam em termos de dívidas totais: em primeiro lugar *trade credit* (TTRADE), em segundo lugar dívida nacional (DTLEV), em terceiro lugar dívida externa (FTLEV), em quarto lugar debêntures (TDEB) e em quinto lugar arrendamento (TLEAS).

Já a ordem de preferência/utilização das dívidas totais das empresas multinacionais é diferente: em primeiro lugar dívida nacional (DTLEV), em segundo lugar dívida externa (FTLEV), em terceiro lugar debêntures (TDEB), em quarto lugar *trade credit* (TTRADE) e em quinto lugar arrendamento (TLEAS). Ou seja, a condição internacional da firma é relevante para a composição do endividamento.

Quadro 3.6 - Ordem de preferência/utilização das formas de endividamento conforme condição da empresa.

Quadro 3.6 apresenta a ordem de preferência/utilização das formas de endividamento para os grupos de empresas domésticas, multinacionais, multinacionais com modo de entrada patrimonial, multinacionais com entrada não-patrimonial e para toda a amostra.

Ordem	Doméstica	Multinacionais			Todas
		Todas	Patrimonial	Não-patrimonial	
Endividamentos totais					
#1	TTRADE	DTLEV	DTLEV	DTLEV	DTLEV
#2	DTLEV	FTLEV	FTLEV	FTLEV	FTLEV
#3	FTLEV	TDEB	TDEB	TTRADE	TTRADE
#4	TDEB	TTRADE	TTRADE	TDEB	TDEB
#5	TLEAS	TLEAS	TLEAS	TLEAS	TLEAS
Endividamentos de curto e longo prazo					
#1	DLTLEV	DLTLEV	DLTLEV	DLTLEV	DLTLEV
#2	DTRADE	FSTLEV	FSTLEV	FSTLEV	FSTLEV
#3	FSTLEV	LTDEB	LTDEB	FLTLEV	LTDEB
#4	LTDEB	FLTLEV	FLTLEV	LTDEB	DTRADE
#5	DSTLEV	FTRADE	DTRADE	FTRADE	FLTLEV
#6	FTRADE	DSTLEV	DSTLEV	DSTLEV	FTRADE
#7	FLTLEV	DTRADE	FTRADE	DTRADE	DSTLEV
#8	STDEB	STDEB	STDEB	STDEB	STDEB
#9	LTLEAS	LTLEAS	LTLEAS	LTLEAS	LTLEAS
#10	STLEAS	STLEAS	STLEAS	STLEAS	STLEAS
#11	BNDES	BNDES	BNDES	BNDES	BNDES

Notas. Variáveis: TTRADE - Trade credit total; DTRADE - Trade credit nacional; FTRADE - Trade credit estrangeiro; FSTLEV - Dívida externa de curto prazo; DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo; STDEB - Debêntures de curto prazo; STLEAS - Arrendamentos de curto prazo; BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; FLTLEV - Dívida externa de longo prazo; DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo; LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo; LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo; FTLEV - Dívida externa total; DTLEV - Dívida nacional total; TDEB - Dívida por debêntures total; TLEAS - Arrendamento total.

Ademais a menor restrição financeira das empresas multinacionais demonstraram-se relevante para explicar o maior uso de TTRADE pelas domésticas, pois nestas empresas TTRADE é o tipo de dívida mais utilizado, enquanto que nas multinacionais ela aparece na penúltima posição e preferem dívidas providas por agentes financeiros. Já analisando a amostra das multinacionais segregadas de acordo com os modos de entrada percebe-se que a ordem de preferência/utilização das formas de endividamento é bastante semelhante, sendo a única alteração na terceira e quartas posições que referem exatamente ao uso de TTRADE (multinacionais com modos de entrada patrimoniais utilizam menos TTRADE que multinacionais com entradas não-patrimoniais). Assim, percebe-se que os modos de entrada, pelo Quadro 3.6, aparentemente contribuem pouco para a composição de endividamento das multinacionais, apenas sugerindo que as multinacionais com entradas patrimoniais são pouco menos restritas financeiramente, justificando seu menor uso de TTRADE.

O mesmo acontece com as dívidas de curto e longo prazo. Percebe-se que há uma diferença na composição do endividamento entre empresas domésticas e multinacionais, da

segunda até a sétima posição, indicando que as firmas multinacionais e domésticas possuem composições de endividamento diferentes. Ao se considerar os modos de entrada, percebe-se que a composição é entre empresas com modos de entrada patrimoniais e não patrimoniais é bastante semelhante havendo alterações somente nas terceiras, quartas, quintas e sétimas posições. Porém, apesar das alternâncias de posições entre as dívidas de curto e longo prazo providas por agentes financeiros percebe-se um comportamento padrão pela Tabela 3.3. Os níveis de endividamento são aumentados com a internacionalização das empresas tanto para as dívidas de curto prazo quanto para as de longo prazo, não dando suporte para aceitar a Hipótese 3.3a de que quanto maior o grau de internacionalização da empresa, maior o uso de dívidas de longo prazo. Na verdade observou-se foi que quanto maior o grau de internacionalização da empresa, maior o uso de dívidas de longo e curto prazos providos por agentes financeiros. Também há um padrão observado pela Tabela 3.3 de que os níveis das dívidas tanto de curto prazo quanto de longo prazo são maiores nas empresas com entradas patrimoniais que nas empresas com entradas não-patrimoniais. Assim, não se pode aceitar a Hipótese 3.3b de que empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a se endividar mais via dívidas de longo prazo, enquanto que empresas com modos de entrada não-patrimoniais tendem a se endividar mais via dívidas de curto prazo.

3.6.2 Análise multivariada

A partir do Modelo 3.1 buscou-se verificar se os efeitos da internacionalização sobre os tipos de dívidas da análise descritiva se mantinham. Num primeiro momento, analisaram-se os efeitos do grau de internacionalização (DOI) e dos modos de entrada (EMODT) sobre os tipos de dívidas providas por agentes financeiros. A Tabela 3.4 apresenta os resultados destes efeitos da internacionalização para este grupo de dívidas.

Verificou-se que os efeitos do grau de internacionalização (DOI) foram significativos e positivos para nove das treze dívidas providas por agentes financeiros (FSTLEV, DSTLEV, STDEB, FLTLEV, DLTLEV, LTDEB, FTLEV, DTLEV, TDEB). Assim, quanto mais internacionalizada for a empresa maior a probabilidade dela se endividar por estas dívidas. Estes resultados estão de acordo com a hipótese *upstream-downstream*, ou seja, o nível de internacionalização é positivo para empresas sediadas em países menos estáveis, como os países emergentes. Somente os arrendamentos (STLEAS, LTLEAS e TLEAS) mostraram-se não significativos, indicando que a internacionalização é irrelevante para este tipo de dívida.

Já os efeitos dos modos de entrada foram estatisticamente significativos para sete das treze dívidas providas por agentes financeiros (FSTLEV, DSTLEV, DLTLEV, LTDEB, FTLEV, DTLEV e TDEB). As empresas multinacionais que escolhem predominantemente o modo entrada patrimonial ou não patrimonial (para as debêntures LTDEB e TDEB) têm estas dívidas elevadas, com exceção do DSTLEV que é diminuída. Para as demais dívidas nenhum efeito significativo foi encontrado.

Os efeitos positivos dos modos de entrada patrimoniais sobre FSTLEV, DSTLEV, DLTLEV, LTDEB, FTLEV, DTLEV e TDEB comprovam a teoria do *static trade off*.

O efeito positivo do modo de entrada patrimonial pode ser explicado pela teoria do *static trade off*, pois multinacionais com modo de entrada patrimonial são relativamente maiores devido aos ativos dentro e fora do país, os quais servem de garantia aos credores e reduz o custo da dívida tornando-as menos arriscadas comparativamente com as não-patrimoniais. Ao tornar o custo da dívida mais barato gera-se um estímulo maior por estas formas de endividamento.

Já o efeito negativo do modo de entrada não-patrimonial pode ser explicado pela teoria da agência. Os credores das empresas com entradas não-patrimoniais possuem maior facilidade de monitoramento da dívida, dado que os ativos da empresa estão menos dispersos geograficamente. Isto facilita o acompanhamento dos investimentos pelos credores, estimulando o uso das debêntures de longo prazo e total.

Os efeitos dos modos de entrada da DSTLEV mostraram-se exceções às demais dívidas, pois os efeitos foram significativos e negativos.

Tabela 3.4 - Resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.1 para dívidas de curto prazo providas por agentes financeiros.

A Tabela 3.4 apresenta os resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.1, para a amostra ampla contendo empresas multinacionais e domésticas, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada dívida provida por agentes financeiros de curto, longo prazo e total. Apresenta também as medidas de ajuste R² ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos.

Variáveis do modelo	Dívidas de curto prazo				Dívidas de longo prazo					Dívidas totais			
	FSTLEV	DSTLEV	STDEB	STLEAS	BNDES	FLTLEV	DLTLEV	LTDEB	LTLEAS	FTLEV	DTLEV	TDEB	TLEAS
Constante	0.1578 ^{***}	-0.0311	-0.0064	0.0012	1.32E-09 ^{**}	-0.0396	0.0293	-0.0438	-0.0018	0.1332 ^{**}	0.0063	-0.0667 ^{**}	0.0007
SIZE	-0.0147 ^{**} ₍₃₎	0.0074 [*] ₍₁₎	0.0029	-0.0001	-1.78E-10 [*] ₍₃₎	0.0104 [*] ₍₁₎	0.0066	0.0163 ^{***} ₍₁₎	0.0005	-0.0064	0.0145	0.0227 ^{***} ₍₁₎	0.0001
GROW	-0.0101 ^{***} ₍₃₎	-0.0010	-0.0005	0.0000	2.55E-11	-0.0041	-0.0141 ^{***} ₍₃₎	-0.0065 ^{***} ₍₃₎	0.0000	-0.0145 ^{***} ₍₃₎	-0.0153 ^{***} ₍₃₎	-0.0067 ^{***} ₍₃₎	-0.0001
PROF	-0.0075	-0.0134	-0.0107	0.0004	9.99E-10	-0.0008	-0.0704 ^{**} ₍₂₎	-0.0044	-0.0005	-0.0090	-0.0861 ^{**} ₍₂₎	-0.0144	0.0001
RISK	-0.0036 [*] ₍₁₎	-0.0012	-0.0023 [*] ₍₁₎	0.0000	-2.07E-10	-0.0005	-0.0017	0.0023	0.0000	-0.0037	-0.0023	9.75E-06	0.0001
TANG	0.0083	0.0101	0.0106 [*] _(1,3)	0.0005	2.65E-11	0.0275 [*] _(1,3)	-0.0149	-0.0019	-0.0003	0.0353 [*] _(1,3)	-0.0083	0.0212 ^{**} _(1,3)	0.0001
LIQUID	-0.0003	0.0000	-0.0002	-5.46E-07	1.59E-11	0.0000	-0.0001	4.04E-06	-2.29E-06	-0.0003	-0.0002	-1.30E-04	-2.55E-06
TAX	0.0029	0.0053 ^{***} ₍₁₎	-0.0003	0.0000	1.20E-10 ^{**} ₍₁₎	-0.0024	0.0081 ^{**} ₍₁₎	0.0001	-0.0001	-0.0006	0.0029	-0.0001	-0.0001
DOI	0.0729 ^{***} ₍₄₎	0.0242 [*] ₍₄₎	0.0185 ^{**} ₍₄₎	0.0001	-3.97E-11	0.0838 ^{***} ₍₄₎	0.0550 ^{**} ₍₄₎	0.0227 [*] ₍₄₎	-0.0012	0.1581 ^{***} ₍₄₎	0.0797 ^{***} ₍₄₎	0.0382 ^{***} ₍₄₎	-0.0017
EMODT = 1	0.0189 ^{**} ₍₁₎	-0.0096 [*] _(2,3)	-0.0030	0.0000	3.03E-11	0.00952	0.05622 ^{***} ₍₁₎	0.02341 ^{***} ₍₁₎	-0.00054	0.0265 ^{**} ₍₁₎	0.0449 ^{***} ₍₁₎	0.0187 ^{***} ₍₁₎	-0.0007
EMODT = 2	-0.0133	-0.0110 [*] ₍₁₎	-0.0015	-0.0001	-1.12E-13	-0.00318	0.02001	0.01442 ^{**} ₍₃₎	-0.00005	-0.0136	0.0076	0.0127 ^{**} ₍₃₎	0.0002
sigma_u	0.0424	0.0369	0.0333	0.0035	8.44E-10	0.04272	0.06336	0.06141	0.01543	0.0510	0.0722	0.0770	0.0182
sigma_e	0.0418	0.0211	0.0284	0.0007	4.52E-11	0.02645	0.04187	0.04443	0.00203	0.0499	0.0516	0.0417	0.0026
Rho	0.5067	0.7527	0.5791	0.9580	0.9971	0.72296	0.69606	0.65643	0.98306	0.5105	0.6623	0.7735	0.9800
Breusch e Pagan	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>Efeito Fixo</i>	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000	<i>p</i> < 0.0000
R ² Ajustado	0.2581	0.2384	0.077	0.1361	0.0264	0.3169	0.2667	0.1585	0.116	0.3538	0.2874	0.1686	0.1285

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) *Static trade-off*; (2) *Pecking order*; (3) Teoria da agência; (4) Hipótese *upstream-downstream*. **Variáveis:** FSTLEV - Dívida externa de curto prazo; DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo; STDEB - Debêntures de curto prazo; STLEAS - Arrendamentos de curto prazo; BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; FLTLEV - Dívida externa de longo prazo; DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo; LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo; LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo; FTLEV - Dívida externa total; DTLEV - Dívida nacional total; TDEB - Dívida por debêntures total; TLEAS - Arrendamento total; SIZE - tamanho da firma; GROW - oportunidade de crescimento da firma; PROF - lucratividade da firma; RISK - risco de falência da firma; TANG - nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID - liquidez da firma; TAX - Benefício fiscal da firma e DOI - nível de internacionalização da firma; EMODT - modos de entrada patrimonial (igual a 1) e não patrimonial (igual a 2).

A teoria do *static trade-off* explica que as empresas não-patrimoniais oferecem garantias mais frágeis (contratos e exportações) que ativos imobilizados; fatores estes que tornam os riscos para estas multinacionais maiores, desincentivando o uso de dívida. Também o fato de que as empresas patrimoniais usam menos DSTLEV é explicada pelo aumento dos custos de agência que tendem a ser maiores nas empresas com modos de entrada patrimoniais por envolvem maiores dificuldades de monitoramento para os credores. Maiores custos de agência da dívida inibem o uso de endividamento, fazendo com que estes investimentos sejam realizados prioritariamente por capital próprio, o que está de acordo com as teorias da agência e *pecking order*.

Por fim, foram analisados os efeitos da internacionalização (DOI e EMODT) sobre os tipos de dívidas providas por agentes não-financeiros, a partir dos resultados evidenciados na Tabela 3.5.

Ao contrário da maioria de efeitos positivos do grau de internacionalização (DOI) encontrados nas dívidas providas por agentes financeiros, todos os efeitos significativos evidenciados nas dívidas financiadas por agentes não-financeiros são negativos, contrariamente do que pressupõe a hipótese *upstream-downstream*. Ou seja, quanto mais internacionalizada for a empresa menos dívidas TTRADE e DTRADE a firma utiliza.

Um fator interessante de se observar é a variável liquidez (LIQUID) cujo coeficiente é significativo e negativo, confirmando a teoria da restrição financeira de Almeida e Campello (2007) e sugerindo a explicação de que quanto mais internacionalizada for a empresa, maior o acesso desta ao mercado financeiro internacional e portanto maior sua liquidez, e também maior é o acesso às fontes tradicionais de financiamento, desestimulando o uso de *trade credit* nacional e total, confirmando novamente a Hipótese 1a.

Quanto aos efeitos dos modos de entrada nada pôde ser constatado, indicando que os modos de entrada não geram efeitos nas dívidas providas por agentes não-financeiros, não sendo possível não rejeitar a Hipótese 1b.

Tabela 3.5 - Resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.2 para dívidas providas por agentes não-financeiros.

A Tabela 3.5 apresenta os resultados das regressões em painel a partir do Modelo 3.2, para a amostra ampla contendo empresas multinacionais e domésticas, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada dívida provida por agentes não-financeiros. Apresenta também as medidas de ajuste R^2 ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testa a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de efeitos fixos.

Variáveis dos modelos	TTRADE	DTRADE	FTRADE
Constante	0.0537	-0.0236	0.0229
SIZE	-0.0075** ⁽³⁾	-0.0052	0.0045
GROW	-0.0140*** ⁽³⁾	-0.0094*** ⁽³⁾	-0.0065*** ⁽³⁾
PROF	-0.0051	-0.0411** ⁽²⁾	0.0015
RISK	-0.0007	-0.0045** ⁽¹⁾	1.23E-03
TANG	0.0009	0.0112	-0.0079
LIQUID	-0.0003* ^(2,5)	-0.0003	-6.56E-05
LAGE	0.0106	-0.0147* ⁽⁵⁾	-0.0051
STFIN	0.0098	-0.0204	0.0201
CUAS	0.0446*** ⁽⁵⁾	0.0581*** ⁽⁵⁾	0.0138
PURCH	0.0187	0.0210	0.0396
MLTLEV	0.0159	0.0165	-0.0116
DOI	-0.0219** ⁽⁵⁾	-0.0271** ⁽⁵⁾	-0.0059
EMODT = 1	-0.0033	-0.0014	0.0021
EMODT = 2	0.0033	0.0014	0.0036
sigma_u	0.0493	0.0346	0.0213
sigma_e	0.0326	0.0284	0.0325
Rho	0.6956	0.5970	0.3010
Breusch e Pagan	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000
R² Ajustado	0.3513	0.3043	0.2305

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) *Static trade-off*; (2) *Pecking order*; (3) Teoria da agência; (4) Hipótese *upstream-downstream*; (5) Teoria da restrição financeira. **Variáveis:** TTRADE - *Trade credit* total; DTRADE - *Trade credit* nacional; FTRADE - *Trade credit* estrangeiro; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; LAGE - Idade da empresa; STFIN - Financiamento de curto prazo de instituições financeiras; CUAS - Investimento em ativos de curto prazo; PURCH – Compras; MLTLEV - Endividamento de mercado de longo prazo; DOI – nível de internacionalização da firma; EMODT – modos de entrada patrimonial (igual a 1) e não patrimonial (igual a 2).

Resumidamente a Tabela 3.6 sintetiza os efeitos encontrados. As análises dos efeitos da internacionalização nos tipos de dívida mostram que somente dívidas providas por agentes financeiros possuem efeito positivo e, portanto seguem a hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000), enquanto dívidas providas por agentes não-financeiros têm efeito negativo e seguem a lógica da teoria da restrição financeira de Almeida e Campello (2007).

Os efeitos dos modos de entrada quando significativos também são na sua maioria positivos, com exceção do DSTLEV que é negativo. Efeitos positivos nos modos de entrada patrimonial (EMODT = 1) reforçam a teoria do *static trade off* (que é o caso das dívidas FSTLEV, DLTLEV, LTDEB, FTLEV, DLTLEV e TDEB) e negativos a teoria da *pecking order* e agência (caso do DSTLEV) enquanto que efeitos positivos nos modos de entrada não-

patrimonial (EMODT = 2) reforçam a teoria da agência (caso do LTDEB e TDEB) e negativos a teoria do *static trade-off* (caso do DSTLEV).

Tabela 3.6 - Efeitos da internacionalização nos tipos de dívida.

A Tabela 3.6 resume os efeitos da internacionalização (grau de internacionalização e modos de entrada) nos tipos de dívida encontrados nas regressões a partir dos Modelos 3.1 e 3.2.

Grupos		Dívidas	Efeitos		
			DOI	EMODT = 1	EMODT = 2
Dívidas não-financeiras (operacionais)		TTRADE	-		
		DTRADE	-		
		FTRADE			
Dívidas financeiras	Curto Prazo	FSTLEV	+	+	
		DSTLEV	+	-	-
		STDEB	+		
		STLEAS			
	Longo Prazo	BNDES			
		FLTLEV	+		
		DLTLEV	+	+	
		LTDEB	+	+	+
		LTLEAS			
	Total	FTLEV	+	+	
		DTLEV	+	+	
		TDEB	+	+	+
TLEAS					

Notas. Variáveis: TTRADE - *Trade credit* total; DTRADE - *Trade credit* nacional; FTRADE - *Trade credit* estrangeiro; FSTLEV - Dívida externa de curto prazo; DSTLEV - Dívida nacional de curto prazo; STDEB - Debêntures de curto prazo; STLEAS - Arrendamentos de curto prazo; BNDES - Dívida do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; FLTLEV - Dívida externa de longo prazo; DLTLEV - Dívida nacional de longo prazo; LTDEB - Dívida por debêntures de longo prazo; LTLEAS - Arrendamentos de longo prazo; FTLEV - Dívida externa total; DTLEV - Dívida nacional total; TDEB - Dívida por debêntures total; TLEAS - Arrendamento total; DOI - nível de internacionalização da firma; EMODT - modos de entrada patrimonial (igual a 1) e não patrimonial (igual a 2).

A Tabela 3.6 sintetiza que para a dívida BNDES nem o grau de internacionalização (DOI) e nem os modos de entrada patrimoniais (EMODT=1) ou não não-patrimoniais (EMODT=2) foram significativos, o que mais uma vez não foi possível confirmar as Hipóteses 3.2a e 3.2b.

Também pela Tabela 3.6 fica evidente que os efeitos quando significativos do grau de internacionalização e dos modos de entrada nas dívidas de curto e longo prazos foram iguais, o que também impossibilitou a aceitação das Hipóteses 3a e 3b.

3.7 Considerações finais

Para este trabalho foram analisados os efeitos do (a) grau de internacionalização e dos (b) modos de entrada em um total de dezesseis tipos de dívida que compõem a estrutura de capital das empresas multinacionais e domésticas. Os resultados mostram que o grau de

internacionalização produz efeitos significativos distintos nos tipos de dívidas analisados e na composição do endividamento. Testou-se se estas diferenças podem ser atribuídas às especificidades contratuais, de maturidade e do agente financiador.

Com relação ao agente financiador, analisaram-se dívidas providas por agentes financeiros (principalmente bancos) *versus* dívidas providas por agentes não-financeiros (*trade credit*). Todas as dívidas providas por agentes financeiros, com exceção dos arrendamentos mercantis, sofreram um efeito positivo significativo do grau de internacionalização. Este resultado corrobora a hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000) de que quanto maior o grau de internacionalização, maior o uso destas dívidas. A internacionalização destas firmas latino-americanas para outros países mais estáveis reduzem os riscos da dívida, aumentando o uso de dívidas bancárias. Ou seja, as dívidas de agentes financeiros são importantes para a expansão internacional das firmas latino-americanas. De outro lado, a teoria *upstream-downstream* não consegue explicar o uso de dívidas por agentes não-financeiros. Conforme suspeitava De Jong e Semenov (2006) nossos resultados mostram que os financiamentos de agentes não-financeiros (*trade credit* total e *trade credit* nacional) têm uma lógica diferente dos financiamentos bancários de curto e longo prazos, haja vista o sinal negativo dos coeficientes. Isso significa que a empresa ao se internacionalizar diminui sua restrição financeira e reduz seu uso de *trade credit* total e nacional. Portanto quanto mais internacionalizada a firma é, menos *trade credit* ela tende a utilizar, o que pode ser explicado pela teoria da restrição (ALMEIDA e CAMPELLO, 2007).

Com relação à maturidade analisaram-se as dívidas de curto prazo e suas respectivas dívidas no longo prazo, com base nas evidências de Diamond (1991), Demirgüç-Kunt e Maksimovic (1999), Terra (2011), Terra e Mateus (2005) e Ribeiro e Perobelli (2010) que apontam que a maturidade das dívidas é relevante para a composição do endividamento⁶. Apesar de supormos inicialmente que o maior grau de internacionalização da firma levaria à escolha por dívidas de longo prazo, nossos resultados apontam os efeitos da internacionalização independentem da maturidade das dívidas, sendo que todas elas de curto ou longo prazo sofrem efeitos positivos do grau de internacionalização. Apesar de a maturidade das dívidas não ser relevante para a internacionalização das empresas, percebe-se que os coeficientes do grau de internacionalização das dívidas de longo prazo têm maior magnitude que as de curto prazo. Levanta-se, portanto outra suspeita em acordo com Terra e Mateus (2005), a de que pode também haver um componente dinâmico na escolha da maturidade da

⁶ Convém lembrar que nenhum destes autores testou a maturidade das dívidas como variável para explicar a internacionalização de empresas.

dívida nas empresas multinacionais e que não é possível responder de maneira mais incisiva como se dão as decisões de maturidade das dívidas também nestas firmas.

Com relação às cláusulas contratuais analisaram-se para o Brasil as dívidas providas por banco nacional de desenvolvimento (BNDES) com taxas subsidiadas e cláusulas de crédito específicas (maior monitoramento e participação societária na empresa) *versus* bancos privados. No caso do Brasil o financiamento via BNDES é maior nas empresas domésticas que nas multinacionais. Esperava-se que o financiamento via BNDES fosse importante a expansão internacional das empresas brasileiras, mas isso não foi possível de constatar, dado o coeficiente de DOI não-significativos para este tipo de dívida. Uma possível explicação é que as multinacionais possuem acesso menos restrito à outras fontes de financiamento de longo prazo como a dívida externa de longo prazo sem tantas exigências contratuais de monitoramento por parte do credor e que não pressupõem participação societária e alteração da governança corporativa da empresa.

Constou-se ainda que a internacionalização foi relevante para alterar a composição do endividamento. Empresas domésticas priorizam tipos de dívidas em ordenação diferente das empresas multinacionais. A principal fonte de endividamento das multinacionais são as dívidas nacionais seguida das dívidas externas ambas providas por agentes financeiros. Já as empresas domésticas utilizam prioritariamente *trade credit* que são providas por agentes não-financeiros.

Já os efeitos dos modos de entrada foram menores nos tipos de dívida. Apesar de as análises descritivas aceitarem a Hipótese 3.1b e rejeitarem as Hipóteses 3.2b e 3.3b, as análises multivariadas apontaram que não se pode confirmar nenhuma das hipóteses, ou seja que os modos de entrada não são relevantes para determinar o agente financiador, as cláusulas contratuais e nem a maturidade da dívida.

O modo de entrada patrimonial mostrou-se significativo em sete (aproximadamente 44%) das dívidas analisadas. São elas: dívida externa de curto prazo, dívida nacional de curto prazo, dívida nacional de longo prazo, dívida por debêntures de longo prazo, dívida externa total, dívida nacional total e dívida por debêntures total. Em todas estas dívidas os efeitos encontrados foram positivos corroborando com a teoria do *static trade off* (modos de entrada patrimoniais sugerem maiores volumes de ativos no exterior e total que servem de garantia e reduzem o risco de crédito), com exceção da dívida doméstica de curto prazo (DSTLEV) cujo coeficiente encontrado foi negativo sugerindo a validade das teorias da agência e *pecking order* (modos de entrada patrimoniais sugerem operações fora do país sede, o que dificulta o

monitoramento por parte dos credores tornando o custo desta dívida mais caro, fazendo com que a empresa prefira prioritariamente financiamento por meio de recursos próprios).

Já o modo de entrada não-patrimonial mostrou-se significativo em somente três (aproximadamente 19%) das dívidas analisadas. São elas: dívida nacional de curto prazo, debêntures de longo prazo e debêntures total. Também para estas dívidas os coeficientes encontrados foram positivos reforçando a prática da teoria da agência (modos de entrada não-patrimoniais pressupõem menos investimentos em ativos fora do país, facilitando o monitoramento por parte dos credores e incentivando o uso destas dívidas), com exceção mais uma vez da dívida doméstica de curto prazo (DSTLEV) que obteve um efeito negativo do modo de entrada não-patrimonial, condizente com a teoria do *static trade off* (modos de entrada não-patrimoniais oferecem garantias mais frágeis, i.e. contratos de exportações, que ativos imobilizados, aumentando o custo desta dívida e desincentivando seu uso).

Já analisando a amostra das multinacionais segregadas de acordo com os modos de entrada percebe-se que a ordem de preferência/utilização das formas de endividamento é bastante semelhante, indicando que os modos de entrada pouco interferem na composição do endividamento.

Para trabalhos futuros sugere-se explorar as diferenças de comportamento da composição de endividamento entre os países latino-americanos, adicionando determinantes do nível país para entender melhor como a composição do endividamento varia entre eles.

CAPÍTULO 4: OS EFEITOS DA INTERNACIONALIZAÇÃO NA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

4.1 Introdução

Segundo o relatório da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (2011) há um movimento intenso de internacionalização das companhias latino-americanas nos últimos cinco anos (CEPAL, 2011).

A mesma realidade é relatada em países como Tailândia e China que assim como os países da América Latina são considerados de industrialização tardia ou *late movers* (LIEN *et al.*, 2005; BHAUMIK *et al.*, 2009). Nestes países, estudos como de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) trazem de forma inédita os impactos da estrutura de propriedade na internacionalização das firmas de países emergentes. Segundo estes autores o nível de concentração e a identidade da propriedade são importantes determinantes da internacionalização das empresas. Há, porém um movimento contrário tão importante quanto o anterior ainda não explorado pela literatura: os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade das firmas.

Ou seja, há evidências de que a estrutura de propriedade determina a internacionalização das empresas, mas será que a internacionalização não determina a estrutura de propriedade? Ou será que ambos se determinam mutuamente? Será este mais um caso de endogeniedade em finanças como colocado por Coles *et al.* (2012)?

Como se trata de suspeitas ainda inexploradas e não há literatura específica, utilizou-se do apoio de teorias já estabelecidas para construir o arcabouço teórico necessário para examinar e explicar esta determinação. A partir da teoria da agência e da visão baseada em recursos (RBV), formularam-se hipóteses que posteriormente foram testadas estatisticamente por meio de regressões com dados em painéis, considerando as empresas latino-americanas.

Desta forma, o objetivo deste ensaio é preencher esta lacuna ainda não tratada na literatura analisando os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade de multinacionais de países emergentes. De maneira específica, este ensaio pretende analisar quais os efeitos da internacionalização (grau de internacionalização e modos de entrada) na estrutura de propriedade (nível de concentração de propriedade e identidade dos acionistas) das empresas latino-americanas.

Quatro questões inéditas acerca da internacionalização e estrutura de propriedade serão investigadas: (i) as firmas mais internacionalizadas tendem a possuir uma estrutura de propriedade mais ou menos concentrada? (ii) o grau de internacionalização da firma

determina a identidade da propriedade? (iii) os modos de entrada no mercado internacional determinam o nível de concentração da propriedade? (iv) os modos de entrada são relevantes para definir a identidade da propriedade?

De maneira secundária, mas também inédita, testaram-se os efeitos simultâneos entre internacionalização e estrutura de propriedade, uma vez que a estrutura de propriedade, como já discutida em trabalhos anteriores é um fator importante para determinar a internacionalização, e a internacionalização, como é proposto neste ensaio, também pode determinar a estrutura de propriedade das empresas. Assim, testou-se se há uma relação simultânea entre a internacionalização e estrutura de propriedade.

Assim, o propósito deste ensaio é contribuir de forma inédita para a teoria ao expor e explicar os efeitos da internacionalização (nível de internacionalização e modos de entrada) no (i) nível de concentração da propriedade, (ii) na configuração da identidade da estrutura de propriedade de empresas e (iii) ao testar os efeitos simultâneos entre grau de internacionalização e estrutura de propriedade de empresas latino-americanas.

4.2 Literatura

4.2.1 Estudos anteriores e fundamentos teóricos

Os efeitos da estrutura de propriedade sobre a internacionalização das firmas de países emergentes foram inicialmente postos por Lien *et al.* (2005). Lien *et al.* (2005) estenderam os efeitos da estrutura de propriedade sobre a decisão da firma de investir internacionalmente, investigando uma amostra de 228 empresas de capital aberto tailandesas. Avaliaram os impactos da concentração e identidade da estrutura (controle por: acionistas familiares, acionistas nacionais e estrangeiros, acionistas no conselho de administração) sobre a decisão de se internacionalizar (realizar investimento direto estrangeiro). Relataram que o controle familiar e de instituições financeiras nacionais tailandesas está associado positivamente com a decisão de a empresa se internacionalizar.

Em estudo mais recente, Bhaumik *et al.* (2009) analisaram o impacto da estrutura de propriedade das empresas indianas do setor farmacêutico e automotivo sobre a decisão de se internacionalizar. Examinaram o impacto de duas características de estrutura de propriedade comumente encontrada nos mercados emergentes sobre a internacionalização - o controle familiar e a concentração da propriedade. Sugeriram que as empresas familiares e empresas mais concentradas são menos propensas a investir no exterior, e que manter na estrutura investidores estrangeiros facilita a internacionalização. Concluíram que estruturas de

propriedade, tais como empresas familiares, muito encontradas em países emergentes, podem ser ineficientes em um ambiente que a internacionalização seja necessária para o acesso a novos recursos e mercados.

De maneira geral, os estudos existentes como os de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) discutem os efeitos da estrutura de propriedade na internacionalização, de modo que a estrutura de propriedade da empresa *a priori* induz à entrada no mercado externo.

Baseado nestes estudos a investigação que o atual ensaio deseja fazer não se trata de uma mera inversão dos efeitos entre internacionalização e estruturas de propriedade. Isto porque uma das principais fundamentações teóricas que levaram às investigações de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) advém da afirmação da teoria da agência de Jensen e Meckling (1976), na qual este estudo também, em parte, se baseia.

Segundo o argumento implícito nestes trabalhos a estrutura do mercado (o que inclui a governança corporativa das empresas e conseqüentemente a estrutura da propriedade da empresa) acaba moldando o comportamento dos gestores, levando-os às tomadas de decisão. Então, a decisão de investir no exterior (conduta do gestor) é dependente das condições *a priori* da estrutura de propriedade presentes na firma (estrutura), o que determinará o desempenho da empresa. Ou seja, constituem um raciocínio linear muito próximo ao do paradigma da escola estrutura-conduta-desempenho (ECD)⁷, onde estrutura determina conduta e esta última o desempenho. Assim, há uma hierarquia a ser seguida em que a estrutura (estrutura de propriedade) é determinante da conduta da empresa (decisão de se internacionalizar). Este raciocínio leva ao pensamento de que a estrutura de propriedade é *a priori* e a decisão de se internacionalizar *a posteriori*, e portanto, não há como estas duas variáveis serem determinadas simultaneamente.

Complementarmente, o que se propõe é uma explicação alternativa baseada na visão baseada em recursos (RBV)⁸. que as firmas também se expandem internacionalmente para buscarem recursos que sejam valiosos, raros, únicos e de difícil imitação que irão lhes garantir rendas monopolistas e vantagem competitiva. Recursos novos ou complementares aos já existentes na empresa podem mais que compensar os maiores custos de agência decorrentes das dificuldades de monitoramento das atividades internacionais. E dependendo da atual

⁷ O paradigma da escola estrutura-conduta-desempenho (ECD) ou *structure-conduct-performance* (SCP) refere-se aos estudos de organização industrial iniciados por Bain (1968). Este paradigma é amplamente utilizado em estudos de estratégia empresarial para explicar como estruturas de mercado determinam condutas dos agentes econômicos que por sua vez determinam os desempenhos das empresas.

⁸ A visão baseada em recursos ou *resourced based view* (RBV) é uma visão alternativa de organização industrial que diz que a base da vantagem competitiva das empresas reside nos recursos valiosos, raros e de difícil imitação e substituição. Conseqüentemente o desempenho das empresas segundo a RBV é dependente dos recursos acumulados pelas firmas e não obrigatoriamente determinados pela estrutura do mercado.

estrutura de propriedade da empresa estes recursos podem não ser aproveitados da melhor forma. Ou seja, simultaneamente a decisão de se internacionalizar a empresa tem que definir quais mudanças fará na atual estrutura de propriedade para usufruir das rendas monopolistas oferecidas pelos recursos almejados.

Assim, o motivo essencial que leva uma empresa a se internacionalizar são os recursos que capazes de gerar vantagens competitivas. Portanto, as decisões de estrutura de propriedade e internacionalização estão subordinados à prospecção e a internalização destes recursos. Desta forma, tais decisões deveriam ocorrer de forma simultânea para que haja um alinhamento entre a estrutura de propriedade da empresa e sua forma de internacionalização em favor de um melhor aproveitamento destes recursos.

Assim, neste processo, duas teorias darão suporte à discussão e serão testadas no contexto internacional: (a) a teoria da agência formada a partir do paradigma ECD e (b) a visão baseada em recursos. Estas teorias e suas prováveis relações com a estrutura de propriedade são colocadas a nas subseções a seguir.

4.2.2 Internacionalização e estrutura de propriedade: uma explicação baseada na teoria da agência

A teoria da agência proposta por Jensen e Meckling (1976) argumenta que os gerentes têm uma propensão para perseguir seus próprios interesses à custa dos acionistas devido à assimetria de informação e diferenças entre os interesses dos proprietários da empresa e os gestores. Esses comportamentos oportunistas fazem com que os gestores tomem decisões subótimas, desperdicem recursos e reduzindo o valor das empresas. Os acionistas que perseguem a maximização do valor empresarial tenderão a aumentar o controle para reduzir esses tipos de conflitos de interesse, de modo que são criados custos de agência referentes à propriedade.

Uma das formas de se aumentar o controle sobre os gestores, segundo Jensen e Meckling (1976) é alterar as configurações de estrutura de propriedade para reduzir os conflitos de interesse e assimetrias de informação.

Depois de anos de desenvolvimento da teoria da agência tradicional, sua extensão na literatura para um contexto das firmas multinacionais foi sugerido por Burgman (1996) e Wright *et al.* (2002).

Segundo estes autores as multinacionais tendem a possuir maiores custos de agência que seus pares domésticos, devido a maior dificuldade de monitoramento do comportamento e das ações dos gestores que estão fora do país (WRIGHT *et.al.*, 2002). Além disso, os

acionistas de multinacionais estão mais suscetíveis às falhas de comunicação e informação, o que tornam os custos de monitoramento pelos acionistas mais elevados (BURGMAN, 1996). Em geral, as multinacionais operaram num certo número de mercados estrangeiros. A complexidade das atividades de operação internacionais, incluindo as atividades de auditoria e preparação de múltiplas demonstrações financeiras para cada país, faz com que as atividades de monitoramento sejam mais difíceis para as multinacionais do que para as empresas domésticas e, portanto, aumenta os custos de agência (WRIGHT *et.al.*, 2002). Conseqüentemente, os custos de agência para as multinacionais são superiores aos de empresas puramente domésticas.

Há ainda um conflito adicional que não pode existir em uma empresa puramente doméstica chamada de conflito sede-subsidiária, que também aumenta os custos de agência das multinacionais (WRIGHT *et.al.*, 2002). A relação sede-subsidiária é essencialmente uma estrutura principal-agente, que dá origem a conflitos resultantes da incongruência entre os objetivos dos gestores da empresa sede e os gerentes de filiais. Os autores argumentam que, embora os gerentes da sede podem agir em consonância com o objetivo de maximizar a riqueza dos acionistas, os gerentes das filiais estrangeiras podem não fazê-lo.

De um modo geral, as subsidiárias têm de lidar com difíceis ambientes operacionais, tais como aqueles que incluem divergência de línguas e costumes, a distância cultural e expropriações do governo anfitrião. Os autores evidenciaram que essas dificuldades podem confundir o processo de monitoramento dos acionistas e, assim, aumentar o grau de assimetria de informação entre as empresas multinacionais sede e suas subsidiárias. Além disso, os gerentes das subsidiárias podem não servir aos interesses das multinacionais como um todo, porque eles se preocupam em primeiro lugar com o desempenho das subsidiárias. Devido a essa intrincada relação entre sede e subsidiárias, custos de agência decorrentes de conflitos de interesse e assimetria de informação tendem ser maiores nas multinacionais do que nas empresas domésticas.

Um fator significativo que contribui para o conflito sede-subsidiária é a distância cultural (WRIGHT *et.al.*, 2002). Muitas vezes, os locais onde residem as subsidiárias têm culturas diferentes em comparação com a do país de origem da multinacional. A variação nas culturas faz com que as comunicações entre controladora e controladas mais difícil. Com o aumento da distância cultural, é mais difícil para a empresa-sede obter informações completas e precisas sobre o desempenho da subsidiária (WRIGHT *et.al.*, 2002). Nestas circunstâncias, os custos de agência de assimetria de informação são elevados a um nível maior. Além disso, se uma subsidiária é adquirida por uma multinacional que mantém a sua cultura corporativa

original, o aumento da distância cultural pode levar à inconsistência dos valores organizacionais entre a empresa-sede e subsidiária. Um gerente local, que cresce e atua em um ambiente cultural local, provavelmente, terá seu próprio sistema de valores que difere do da empresa-sede. Assim, quando a cultura corporativa da empresa-sede e a filial é diferente, o choque resultante será facilmente na incorrência de decisões tomadas pelo gestor da subsidiária que, da perspectiva da sede são de qualidade inferior.

Desta forma propõe-se que a estrutura de propriedade, qual seja a identidade e concentração da propriedade dos acionistas de uma empresa podem ser afetados pelo grau de internacionalização da firma, pois estrutura de propriedade pode ser alteradas como mecanismos para reduzir custos de agência (JENSEN e MECKLING, 1976).

Existem várias maneiras de reduzir os custos de agência através da alteração da estrutura de propriedade. Mecanismos de incentivo e mecanismos de monitoramento são dois tipos principais. Dentro de propriedade concentrada, o acionista majoritário possui através do voto um maior poder e facilidade para controlar e monitorar as operações da empresa e exercer pressão nos gestores para melhorar o desempenho. O alto nível de concentração da propriedade também pode reduzir a assimetria de informação entre o principal e o agente, pelo fato dos proprietários poderem solicitar informações de gestão de forma mais rápida e centralizada. Com maiores concentrações de propriedade, os acionistas majoritários evitam o comportamento oportunista dos gestores que tendem a ficar mais comprometidos com a maximização do valor da empresa (DHAWADKAR *et al.*, 2000).

Os estudos de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) por não analisarem o efeito da internacionalização na estrutura de propriedade não discutem como as multinacionais podem controlar esses custos utilizando a estrutura de propriedade. Por conseguinte, acreditamos que as decisões acerca da estrutura de propriedade que visem o controle dos custos de agência será diferente na medida em que aumenta o grau de internacionalização. Baseando-se nos pressupostos da teoria da agência e no trabalho de Wright *et al.* (2002), supõe-se que:

Hipótese 4.1a: Maiores níveis de internacionalização levam a maiores níveis de concentração da propriedade.

De outro lado, a partir da teoria da agência, acredita-se pelos mesmos motivos supracitados que entre as multinacionais há diferenças nos custos de agência relacionados às estratégias de entrada no mercado internacional. Empresas que optem por se internacionalizar

por *joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos (modos de entrada patrimoniais) estão mais propensas aos problemas de monitoramento entre sede-subsidiárias em detrimento àquelas que preferem se internacionalizar por meio de exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento (modos de entrada não-patrimoniais). Assim, sugere-se que:

Hipótese 4.2a: Empresas cuja internacionalização ocorre predominantemente via modos de entrada patrimonial possuem maiores níveis de concentração de propriedade.

4.2.3 Internacionalização e estrutura de propriedade: uma explicação à luz da visão baseada em recursos

A visão baseada em recursos (RBV) defende que as vantagens competitivas da firma estão baseadas no acúmulo de seus recursos valiosos, que são geralmente escassos, imperfeitamente imitáveis e sem substitutos diretos (BARNEY, 1991). Barney (1991) afirma que os recursos empresa incluem todos os ativos, capacidades, processos organizacionais, atributos da empresa, informação, conhecimento geridos pela firma para conceber e implementar estratégias que melhorem seus processos.

A partir desta visão o principal motivo que levam estas empresas a se internacionalizar é a busca por recursos no exterior, que geralmente não são encontrados localmente e que podem ajudar a multinacional a se diferenciar e desenvolver novas vantagens, afim de explorar rendas monopolistas a partir da combinação destes recursos valiosos. Segundo Shan e Song (1997) as multinacionais existem por causa da sua capacidade de explorar e transferir conhecimentos intra-empresas de forma mais eficaz, buscando as melhores práticas fora dos seus mercados locais. Ao compartilhar este conhecimento não presente localmente entre a sede e as subsidiárias, a empresa multinacional se diferencia dos concorrentes locais e gera vantagem competitiva.

As capacidades de aprender com parceiros são um recurso tácito dos mais valiosos subjacente da vantagem competitiva de uma empresa multinacional (HAMEL, 1991). Estudos empíricos confirmaram amplamente essa afirmação. Por exemplo, a aprendizagem por parte dos parceiros representa a principal motivação para que as empresas se internacionalizem (HITT *et al.*, 2000). A RBV sugere que abrir mão do controle pode ser visto como uma opção para manter o acesso às inovações residentes no país de acolhimento, gerando transbordamentos de informação que podem levar a oportunidades de aprendizagem organizacional e crescimento futuro (PENG e WANG, 2000). Assim, a RBV sugere que o

desejo de maior participação na propriedade (i.e. como o desejado para reduzir os custos de agência) nem sempre será aquele que a empresa sede efetivamente terá. Um maior grau de posse gera um maior controle sobre os recursos, mas também um menor aprendizado com o parceiro que se sente pressionado na parceria.

Assim, as empresas sede podem preferir acumular recursos e aprendizado de seus parceiros para explorar rendas monopolistas ao invés de controlá-los. Gomes-Casseres (1990) argumenta que decisões acerca da estrutura de propriedade de uma multinacional devem passar por um *trade-off* entre a necessidade de apropriação de recursos por parte da empresa e sua necessidade de controle.

Nas relações entre sede-subsidiárias Glaister *et al.* (2003) criticam o enfoque *top-down* através do qual a empresa sede tem papel predominante na oferta de recursos para suas subsidiárias. A realidade é que as subsidiárias podem também desempenhar um papel importante no desenvolvimento de vantagem da empresa sede. As subsidiárias têm um papel importante na organização e no gerenciamento dos recursos geograficamente dispersos da empresa sede (PENG e WANG, 2000). Uma série de estudos recentes mostram que o crescimento das multinacionais é mais impulsionado pelas subsidiária que pela sede devido às capacidades especializadas das subsidiárias em saber lidar com os mercados, consumidores e recursos locais (BIRKINSHAW e HOOD, 1998). Se os recursos das subsidiárias são controlados pela sede e são globalmente administrados, a empresa corre o risco de subutilizar o recurso, pois grande parte dos recursos são local-dependentes, ou seja são utilizados em sua plenitude no local onde foram desenvolvidos (LUO e PENG, 1999).

Portanto, contrariamente à teoria da agência, a RBV coloca que as iniciativas dos gerentes das subsidiárias de promover uma maior aplicação de recursos de sua unidade, não devem ser vistos pelos acionistas ou gestores da empresa sede como uma prova de que gerentes das subsidiárias estão atuando em sua causa ou interesse da própria subsidiária ao invés dos interesses da multinacional como um todo (BIRKINSHAW e HOOD, 1998). Como resultado, os esforços de gestores das subsidiárias tendem a facilitar a transferência de conhecimento para a empresa sede.

Assim, empresas com maior nível de internacionalização e também empresas com diversos ativos no exterior (empresas que escolhem se internacionalizar via modos de entrada patrimoniais) têm dificuldades de gerir recursos geograficamente espalhados. Quanto mais internacionalizada a empresa for, maior tende a ser a distância cultural e geográfica entre sede e subsidiárias, maior tende a ser as assimetrias de informação e dificuldade de controle (teoria da agência). Mas, segundo a RBV essa distância entre sede e subsidiárias afeta na

coordenação dos recursos, que são específicos do local e da cultura onde estão localizadas as subsidiárias.

Neste caso abrir mão do controle em detrimento de uma melhor coordenação e aproveitamento dos recursos seria uma solução mais eficiente para as multinacionais. Assim um maior nível de concentração de propriedade traria um controle indesejável que ao invés de benefícios de monitoramento, traria desvantagens de coordenação e gestão dos recursos. Desta forma, embora os acionistas possam preferir o controle total sobre as filiais para explorar seus ativos específicos, tendem a dividir os direitos de controle com as filiais locais do país de acolhimento, dado que as filiais locais possuem conhecimentos e acesso a recursos tão específicos que a sede é incapaz de absorvê-los. Portanto supõe-se à luz da RBV que:

Hipótese 4.1b: Maiores níveis de internacionalização levam a menores níveis de concentração de propriedade.

Hipótese 4.2b: Empresas cuja internacionalização ocorre predominantemente via modos de entrada patrimonial possuem menores níveis de concentração de propriedade.

4.3 Descrição das variáveis

O Quadro 4.1 apresenta o resumo das variáveis utilizadas, contendo a forma de mensuração, fonte, efeitos esperados de acordo com a teoria e autores que se utilizaram destas medidas.

As variáveis de controle utilizadas neste estudo referem-se as variáveis de controles no nível da firma, indústria e país, em que se deu maiores detalhes as do nível da firma. São variáveis utilizadas em outros trabalhos como de Klapper e Love (2004), Wright *et al.* (2002), Joh (2003), Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009).

Quadro 4.1 - Variáveis de controle relacionadas às características da firma.

O Quadro 4.1 mostra as variáveis, siglas, formas de mensuração, fonte, efeito, teorias e principais autores.

Variáveis	Sigla	Forma de mensuração	Fonte	Efeito	Teorias ^a	Autores ^b
<u>Estrutura de propriedade</u>						
Nível de concentração	OWN1	Nº de ações ordinárias em poder do principal acionista / nº total de ações ordinárias	Economática			
Identidade da propriedade	OWNT	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática, sites das empresas e bolsas			(3); (4)
<u>Internacionalização</u>						
Nível de internacionalização	DOI	Média de [(ativos no exterior / ativo) + (vendas no exterior / venda) + (funcionários no exterior / funcionários)]	Worldscope, Economática, Compustat <i>Global Advantage</i> , site empresas, bolsas, contato com a empresa	(+) (-)	(2) (1)	(6)
Modo de entrada	EMOD T	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	<i>Idem</i> anterior	(+) (-)	(1) (2)	(5)
<u>Variáveis de controle</u>						
<i>Nível Empresa</i>						
Tamanho	SIZE	log do total dos ativos	Economática	(+) (-)	(1) (1)	(1) (1); (8)
Oportunidade de crescimento	GROW	(Valor de mercado do patrimônio líquido + total do passivo) / ativo	Economática	(+)	(1)	(7); (8)
Risco de falência ^c	RISK	log do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos 5 anos	Economática	(+)	(1)	(7); (8)
Nível de tangibilidade dos ativos	TANG	Ativo imobilizado / ativo	Economática	(-) (+)	(1) (2)	(7)
Endividamento total	TLEV	Dívida tota / (passivo + patrimônio líquido de mercado)	Economática	(+)	(1)	(2)
Pagamento de dividendos	PAYOUT	Total de dividendos pagos / quantidade de acionistas	Economática	(-)	(1)	(9)
<i>Nível Indústria</i>						
Tipo de indústria	IND	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(5)
<i>Nível País</i>						
País	CNTRY	Variável categórica transformada em <i>dummies</i> de controle	Economática			(5)

Notas. (a) **Legenda para teorias:** (1) Teoria da agência, (2) RBV. (b) **Legenda para principais autores que explicaram a relação:** (1) Klapper e Love (2004), (2) Joh (2003), (3) Bonin *et al.* (2005), (4) Berger *et al.* (2005), (5) De Jong *et al.* (2008), (6) UNCTAD (2011), (7) Wright *et al.* (2002), (8) Lien *et al.* (2005), (9) Bhaumik *et al.* (2009), (10) Glaister *et al.* (2003).

4.3.1 Variáveis de estrutura de propriedade

Concentração de propriedade (OWN1). Mensurar o nível de concentração da propriedade. Considera a quantidade de ações ordinárias em poder do principal acionistas pela quantidade total de ações ordinárias emitidas pela empresa (OWN1).

Identidade da propriedade da empresa (OWNT). Reflete quem são os acionistas controladores das empresas. Foram considerados três tipos de identidade descritos pela literatura (LOPEZ DE SILANES *et al.*, 1998; LEAL *et al.*, 2002): propriedade de instituições financeiras, profissional/grupo empresarial, familiar/individual, de fundos, do governo, e outros tipos de propriedade (como acordos de acionistas, diretoria e funcionários). Esta variável é categórica transformada em *dummies* de controle, sendo atribuído “1” para instituições financeiras “2” para profissional/grupo empresarial “3” para familiar/individual “4” para fundos “5” para governo e “0” para outros. Bonin *et al.* (2005) e Berger *et al.* (2005) encontraram níveis de desempenho distintos para as empresas com diferentes tipos de propriedade, que podem ser explicados pelas diferenças de governança corporativa, eficiência de gestão e experiência entre os distintos tipos de propriedade. Na ordem de menor para maior governança os autores classificam as empresas de propriedade do governo, seguido pelas de propriedade individual/familiar e por fim as de propriedade profissional/grupo empresarial. Supõe-se pela teoria da agência que as empresas menos transparentes e com níveis inferiores de governança necessitem de maior controle, sendo portanto mais concentradas. Portanto, espera-se que empresas de propriedade do governo aumentem a concentração enquanto que empresas profissionais/grupo empresarial diminuam o nível de concentração.

4.3.2 Variáveis de internacionalização

Nível de internacionalização (DOI). Os trabalhos anteriormente citados utilizam o IDE como forma de medir a internacionalização das empresas e estabelecer os efeitos da estrutura de propriedade sobre a internacionalização (IDE). Como o objetivo deste trabalho é analisar o efeito da internacionalização na estrutura de propriedade, uma medida mais ampla de internacionalização que considerasse também o nível de exportações da empresa e funcionários no exterior foi adotada, conforme a orientação de definição de internacionalização da UNCTAD (2011). É mensurado pela média da relação dos ativos no exterior com o total de ativos, da relação de exportações com o total de vendas e da relação dos funcionários no exterior com o total de funcionários. Os efeitos da internacionalização

sobre o nível de concentração da empresa ainda não foram testados. Assim duas hipóteses são testadas a partir da teoria da agência, sendo que baseado nesta teoria este estudo propõe uma associação positiva entre nível de internacionalização e nível de concentração de propriedade e baseado na RBV supõe-se uma relação negativa.

Tipos de modo de entrada (EMODT). Este estudo estende os efeitos da internacionalização ao considerar os modos de entrada da firma no mercado internacional. Os modos de entrada são estabelecidos a partir da predominância da forma como a empresa atua no mercado internacional. Dois são os modos de entrada considerados neste estudo: os modos de entrada patrimoniais (*joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos) e os modos não-patrimoniais (exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento). A categorização por esta variável é resultado da diferença do total do valor das entradas patrimoniais (soma dos valores gastos em *joint-ventures*, aquisições, e novos investimentos no período) e o total do valor das entradas não-patrimoniais (soma do total despendido com exportações, licenciamento de franquia e os contratos de pesquisa e desenvolvimento) sobre o total de gastos com entradas. Valores positivos deste cálculo, representam empresas com predominância de entradas patrimoniais, sendo-lhes atribuídas o valor “1” e valores negativos indicam predominância de entradas não-patrimoniais, sendo atribuído “2” a estas empresas. Para as outras empresas que não possuem nenhuma predominância de modo de entrada, empresas domésticas, foram classificadas como “0”. Também não há indicação da literatura de quaisquer efeitos dos modos de entrada sobre o nível de concentração de propriedade.

4.3.2 Variáveis de controle

As variáveis independentes utilizadas neste estudo referem-se as variáveis de controles **Tamanho da firma (SIZE)**. O tamanho da firma é mensurado pelo logaritmo do total de ativos da empresa. Não há um efeito claro sugerido pela literatura sobre o nível de concentração. Autores como Klapper e Love (2004) destacam que quanto maior for o tamanho da empresa, maior é a complexidade de gestão e maiores são as assimetrias de informação, e portanto um maior nível de concentração seria desejável para o monitoramento da firma. De outro lado, colocam que quanto mais ativos a firma possuir, maior é a soma do capital necessário para deter uma participação na empresa, e portanto limitam a capacidade e a vontade de aumentar a concentração da propriedade. Apesar de empresas maiores possuírem custos mais elevados de monitoramento, estão sob uma maior atenção dos analistas e agências de *rating*, diminuindo a necessidade de monitoramento pelos acionistas. Todos estes

argumentos sugerem uma relação tanto positiva quanto negativa do tamanho da firma com o nível de concentração.

Oportunidade de crescimento da empresa (GROW). As oportunidades de crescimento da firma foram calculadas a partir da *proxy* valor de mercado do patrimônio líquido mais total do passivo sobre o total de ativos. Segundo Klapper e Love (2004), a firma que possui maiores oportunidades de crescimento tem uma necessidade maior de captar recursos para aproveitar as oportunidades, e portanto precisa de ser mais transparente, reduzir seus conflitos internos entre gestores e acionistas para facilitar na captação destes recursos. Assim, quanto maior for a oportunidade de crescimento da empresa, maior tende a ser o nível de concentração da propriedade.

Risco de falência da empresa (RISK). O risco de falência é mensurado pelo logarítmico do desvio-padrão do lucro operacional dos últimos cinco anos sobre o ativo total. Mede a instabilidade dos fluxos de caixa da empresa e conseqüentemente o risco da operação. Empresas mais arriscadas necessitam de mais atenção dos acionistas sobre os gestores, aumentando a concentração.

Nível de tangibilidade dos ativos da empresa (TANG). O nível de tangibilidade dos ativos representa da natureza dos ativos da empresa. É mensurado pela relação ativos imobilizados sobre ativos totais. Quanto menor for esta relação menor será o uso de ativos tangíveis pela empresa e maior o uso de ativos intangíveis. Empresas que utilizam mais ativos intangíveis tendem a possuir maiores problemas de monitoramento de seus recursos, dado que recursos intangíveis são mais fáceis de serem desviados e mais difíceis de controlar. Neste caso a teoria da agência sugere um maior nível de concentração para aumentar o monitoramento destes recursos. Por outro lado, a RBV sugere que ativos intangíveis por serem mais específicos e difíceis de serem obtidos são melhores utilizados por quem os detém, e portanto deve-se abrir mão do controle em troca de uma melhor utilização deste recurso. Assim, pela teoria da agência tem-se uma relação negativa e pela RBV tem-se uma relação positiva entre nível de tangibilidade dos ativos e nível de concentração.

Endividamento total da empresa (TLEV). Calculado pelo total de dívidas dividido pela soma do total de passivo e patrimônio líquido de mercado. Um maior nível de endividamento pode ser encontrado em empresas com maior nível de concentração. Isto porque para manter o maior monitoramento e controle sobre os gestores a partir de um maior nível de concentração, os acionistas majoritários preferem a utilização de endividamento para financiarem os investimentos da empresa, de modo que a evitar a emissão de novas ações

ordinárias. A emissão de novas ações ordinárias resultaria na redução da concentração, e consequentemente no poder de voto dos majoritários (JOH, 2003).

Pagamento de dividendos (PAYOUT). É o valor de dividendos pagos por acionista. Representa a política de pagamento de dividendos da empresa. Espera-se que empresas que paguem mais dividendos possuam menores problemas de expropriação dos acionistas minoritários, e portanto são menos concentradas. Portanto a quantidade de dividendos pagos por acionista está negativamente relacionada com o nível de concentração de propriedade.

Indústria (IND). As características distintas dos setores como regulamentação, intensidade da rivalidade, poder de barganha dos parceiros, podem levar a maiores ou menores níveis de concentração. Portanto, este estudo utilizou-se de variáveis categóricas que foram transformadas em variáveis do tipo *dummy* para controlar os efeitos específicos da indústria. Adotou-se 1 para o setor de Agropecuária e Pesca, 2 para Alimentos e Bebidas, 3 para Comércio, 4 para Construção, 5 para Eletroeletrônicos, 6 para Energia Elétrica, 7 para Máquinas Industriais, 8 para Mineração, 9 para Minerais não Metálicos, 10 para Papel e Celulose, 11 para Petróleo e Gás, 12 para Química, 13 para Siderurgia e Metalurgia, 14 para Software e Dados, 15 para Telecomunicações, 16 para Têxtil, 17 para Transportes e Serviços, 18 para Veículos e Peças e 0 para Outros.

País em que a empresa está sediada (CNTRY). As condições macroeconômicas, políticas e legais estabelecidas pelos países em que as empresas estão sediadas podem resultar em maiores ou menores níveis de concentração para monitoramento dos gestores ou aproveitar de melhor maneira os recursos. Assim, controlou-se o nível de concentração atribuindo-se variáveis *dummies* para os países considerados na amostra, considerando-se 1 para a Argentina, 2 para o Brasil e 3 para o Chile.

4.4 Seleção da amostra

Para a realização dos testes deste estudo foram coletados dados a partir da base de dados Económica e Compustat *Global Advantage*. A amostra da pesquisa foi inicialmente formada pela totalidade de empresas de capital aberto ativas e listadas nas bolsas de valores de seus respectivos países. Foram consideradas as empresas sediadas no Brasil, Argentina, Chile, Colômbia, México e Venezuela, para os anos de 2007 a 2011.

A partir desta base de empresas, excluíram-se aquelas com valores de ativo e patrimônio líquido negativo e àquelas do setor financeiro, devido às especificidades destas

firmas. A partir das variáveis dependentes excluiu-se aquelas com *missing values* e valores extremos (*outliers*).

Para as informações que continuaram ausentes, buscaram-se os dados em relatórios nos sites das empresas e das bolsas de valores dos respectivos países. Para os casos com menor quantidade de *missing values* foi realizado contato com a central de investidores. Os casos em que não foi possível complementação das informações foram excluídos, resultando na amostra final desta pesquisa. Não foi possível a obtenção de dados confiáveis e consistentes de estrutura de propriedade de empresas mexicanas, colombianas e venezuelanas e por isso as empresas destes países foram excluídas.

Os dados sobre internacionalização (nível de internacionalização e modos de entrada) foram obtidos de maneira complementar, a partir de publicações disponíveis nos sites das empresas, das bolsas de valores em que as empresas estão listadas, da Cepal (Comissão Econômica para América Latina e Caribe), e da UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*). Para empresas brasileiras, utilizaram-se também dados de internacionalização contidos nos relatórios elaborados pela Fundação Dom Cabral.

Também para alguns casos, aqueles que apresentavam pelo menos uma informação sobre internacionalização a partir da base Worldscope, Economática ou Compustat *Global Advantage*, contatos entre o pesquisador e a central de relacionamento com os investidores foi estabelecido para a coleta dos dados.

Os dados sobre identidade da propriedade (OWNT) foram obtidos primeiramente via Economática e classificados de acordo com os relatórios de informações financeiras anuais divulgados pelas empresas em seus sites e nas bolsas de valores.

Partiu-se de um total de 3985 observações empresa-ano, e após ajustes descritos acima chegou-se a uma amostra final composta por 1776 observações empresa-ano da Argentina, Brasil e Chile. As Tabelas 4.1 e 4.2 apresentam a quantidade de observações discriminadas por países e identidade da propriedade respectivamente de acordo com a condição internacional da firma.

Tabela 4.1 - Quantidade de observações da amostra por países e condição internacional das empresas.

A Tabela 4.1 apresenta a frequência das observações da amostra por países (Argentina, Brasil, Chile) e condição internacional das empresas (doméstica, multinacional, multinacional com modo de entrada patrimonial e multinacional com modo de entrada não-patrimonial).

País	Domésticas	Multinacionais			Todas
		Todas	Patrimoniais	Não-patrimoniais	
Argentina	26	47	21	26	73
Brasil	591	535	197	338	1126
Chile	309	268	146	122	577
Total	926	850	356	494	1776

Ressalta-se que a maior parte das observações analisadas é de empresas brasileiras. Há também na amostra um maior número de empresas domésticas e entre as multinacionais a maioria possui predominância do modo de entrada não-patrimonial.

Tabela 4.2 - Quantidade de observações da amostra por identidade da propriedade e condição internacional das empresas.

Notas. A Tabela 4.2 apresenta a frequência das observações da amostra por identidade (Outros, Instituição financeira, Profissional/Grupo Empresarial, Familiar/Individual, Fundos e Governo) e condição internacional das empresas (doméstica, multinacional, multinacional com modo de entrada patrimonial e multinacional com modo de entrada não-patrimonial).

Identidade da propriedade	Domésticas	Multinacionais			Todas
		Todas	Patrimoniais	Não-patrimoniais	
Outros	5	22	4	18	27
Instituição financeira	41	42	18	24	83
Profissional/Grupo Empresarial	397	385	184	201	782
Familiar/Individual	332	275	93	182	607
Fundos	57	76	37	39	133
Governo	94	50	28	22	144
Total	926	850	364	486	1776

A maior parte das observações da amostra é controlada por empresas profissionais/grupos empresariais, seguido por empresas familiares/individuais. As demais classificações de identidade de propriedade são em quantidade bem inferior ao destas duas identidades de propriedade. Essa mesma distribuição é igualmente observada nas empresas domésticas e multinacionais, sejam elas com predominância de entrada patrimonial ou não patrimonial.

4.5 Metodologia

O objetivo geral do trabalho é analisar os efeitos da internacionalização sobre a estrutura de propriedade. Para tanto, analisaram-se os efeitos sobre a concentração do

principal acionista – OWN1 (Modelo 4.1) - e da identidade da propriedade - OWNT (Modelo 4.2). Os efeitos da internacionalização testados foram o nível de internacionalização (DOI) e modos de entrada (EMODT).

Análises descritivas preliminares de correlação parcial entre as variáveis numéricas e testes de diferenças entre médias por meio da técnica ANOVA foram utilizadas para descrever os dados.

Desta forma os Modelos 4.1 e 4.2, cujas variáveis de controle foram extraídas da literatura, serviram de base para as regressões com dados em painéis. No caso do Modelo 4.2 como a variável dependente em questão OWNT é categórica utilizou-se regressão logística de dados em painel, a partir das *dummies* criadas para esta variável. Para se identificar qual técnica seria mais apropriada, efeitos fixos ou aleatórios, foram realizados o teste do multiplicador de Lagrange de Breusch e Pagan, que testa a hipótese de a variância das unidades de corte transversal ser igual a zero, variando portanto só de acordo com o tempo, conforme Gujarati (2006). Após o teste das técnicas, os modelos foram rodados e os coeficientes estimados e as hipóteses testadas.

$$\begin{aligned} \text{OWN1}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{DOI}_{it} \\ & + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWN1}_{it} + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_J * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \theta_J \\ & * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Modelo 4.1})$$

$$\begin{aligned} \text{OWNT}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{DOI}_{it} \\ & + \beta_8 \text{OWN1}_{it} + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_J * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \theta_J * \text{EMODT}_E \\ & + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Modelo 4.2})$$

Por fim, em resposta, ao objetivo secundário, testaram-se os efeitos simultâneos entre a estrutura de propriedade determinando o grau de internacionalização⁹ e o grau de internacionalização determinando a estrutura de propriedade.

De acordo com a literatura, principalmente a partir de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009), postulou-se um sistema de equações de regressão que, simultaneamente, determinam a concentração da propriedade e internacionalização. Seguindo estes autores,

⁹ Esta determinação já foi analisada pelos estudos de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) que utilizaram o IDE como medida de internacionalização, porém neste trabalho será utilizado a medida DOI, utilizado pela UNCTAD (2011) capaz de medir a internacionalização de forma multidimensional.

como os mesmos não analisaram o efeito dos modos de entrada (EMODT), esta variável não foi considerada para efeitos de comparação. As variáveis de controle utilizadas nos modelos anteriores foram mantidas. Essas equações foram estimadas usando *three-stage least-squares* (3SLS), considerando DOI e OWN1 como variáveis endógenas ao modelo e as demais variáveis como variáveis instrumentais.

O método 3SLS é preferível ao dos mínimos quadrados ordinários (OLS), pelo fato de que como este último leva a estimativas tendenciosas e parâmetros inconsistentes quando um sistema tem variáveis interdependentes endógenas (COLES *et al.*, 2012; GUJARATI, 2006), como ocorre no caso do DOI e OWN1.

Além disso, ao contrário de OLS, 3SLS permite verificar como as decisões de estrutura de propriedade afetam o grau de internacionalização (DOI) e como o DOI afeta a estrutura de propriedade, de maneira simultânea e também isolada. Isto é conseguido através da separação dos resultados nos processos de estimação das equações.

Um problema comumente relatado do 3SLS é a presença de multicolinearidade (ou quase perfeita correlação) entre os regressores. Isto leva a estimativas infladas de erro padrão e valores estatísticos reduzidos de teste. Para verificar a existência deste problema, utilizou-se fatores de inflação da variância (VIF). Um valor VIF máximo igual a 1 indica que nenhuma multicolinearidade está presente, enquanto que os valores máximos superiores a 10 indicam que multicolinearidade pode influenciar indevidamente as estimativas de regressão, devendo ser portanto excluir as variáveis independentes com alta correlação entre si (GUJARATI, 2006).

O sistema de equações está representado matematicamente pelo Modelo 4.3.

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{DOI}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{OWN1}_{it} \\ \quad + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWNTO}_O + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \varepsilon_{it} \\ \text{OWN1}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{DOI}_{it} \\ \quad + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWNTO}_O + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \varepsilon_{it} \end{array} \right. \quad (\text{Modelo 4.3})$$

4.6 Resultados empíricos

A Tabela 4.3 apresenta a matriz de correlação das variáveis numéricas escalares utilizadas no estudo. Observa-se que as associações entre as variáveis são baixas o que é um

bom indicador de ausência de autocorrelação entre as variáveis explicativas do modelo. A associação entre DOI e OWN1 mostrou-se negativa, indicando preliminarmente que em uma análise de determinação a internacionalização poderia reduzir o nível de concentração de propriedade. Porém, sem qualquer tipo de controle na análise, esta relação mostrou-se muito próxima de zero, indicando que a associação entre estas variáveis é praticamente inexistente.

Tabela 4.3 - Matriz de correlação das variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 4.3 apresenta a matriz de correlação das variáveis numéricas utilizadas no estudo para efeito descritivo dos dados.

Variáveis	SIZE	GROW	RISK	TANG	TLEV	PAYOUT	OWN1	DOI
SIZE	1.0000							
GROW	0.0259	1.0000						
RISK	-0.1077	0.5260	1.0000					
TANG	0.0702	0.1412	0.1485	1.0000				
TLEV	0.3252	-0.0502	-0.0332	0.0362	1.0000			
PAYOUT	-0.0295	-0.0067	-0.0115	0.0303	-0.0358	1.0000		
OWN1	0.0392	0.1324	0.1786	0.2026	-0.0066	-0.0292	1.0000	
DOI	0.2436	-0.0500	-0.0830	0.0473	0.3562	-0.0136	-0.0073	1.0000

Notas. Variáveis: SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; TLEV – Endividamento total; PAYOUT – Pagamento de dividendos aos acionistas ordinários; OWN1 - Nível de concentração da propriedade e DOI – nível de internacionalização da firma.

Avançando na análise descritiva da matriz de correlação, a Tabela 4.4 mostra as médias, desvio-padrão e a análise de variância para as variáveis de teste do estudo (DOI e OWN1), discriminadas pela condição internacional das empresas. A partir desta análise descritiva já aparecem os indícios de que os modos de entrada (EMODT) devem ser considerados para avaliar o nível de concentração de propriedade (OWN1). As empresas multinacionais que escolheram se internacionalizar via modos de entrada não-patrimoniais são 16% ($[53.18 - 43.83] / 43.83$) mais concentradas e 83% ($[22 - 12] / 12$) mais internacionalizadas que as multinacionais que optaram pelos modos de entrada patrimoniais. Esta evidência confirma de forma preliminar a Hipótese 4.2b deste estudo, ou seja, empresas cuja internacionalização ocorre predominantemente via modos de entrada patrimonial possuem menores níveis de concentração de propriedade. Porém, a maior concentração de propriedade das multinacionais não-patrimoniais pode não se dar em função do maior nível de internacionalização destas empresas, dado que as multinacionais no geral não são mais concentradas em termos de propriedade que as empresas domésticas (Prob. > F = 0.1280). Ou seja, pela análise da ANOVA não há como afirmar que o nível de concentração de propriedade está relacionado com a nível de internacionalização.

Tabela 4.4 - Médias, desvio-padrão e Análise de Variância (ANOVA) das variáveis.

Tabela 4.4 apresenta as estatísticas descritivas de média e desvio-padrão (σ) das variáveis de teste (OWN1 e DOI) utilizadas no estudo para toda a amostra e também para os grupos de empresas domésticas, multinacionais, multinacionais com entrada patrimonial e multinacionais com entrada não-patrimonial. É apresentado também o teste de diferença entre as médias realizada pela análise de variância Anova para empresas domésticas *versus* multinacionais e para empresas multinacionais com entrada patrimonial *versus* multinacionais com entrada não-patrimonial.

Variáveis	Empresas Domésticas		Empresas Multinacionais						Todas	
			Todas		Não-Patrimonial		Patrimonial			
	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ	Média	σ
OWN1	51.87	25.47	50.04	25.00	53.18	25.61	45.83	23.56	50.99	25.26
	Prob. > F = 0.1280				Prob. > F = 0.0000					
DOI	0.00	0.00	0.18	0.17	0.22	0.20	0.12	0.10	0.08	0.15
	Prob. > F = 0.0000				Prob. > F = 0.0000					
N	926		850		364		486		1776	

Notas. Legenda: Empresas domésticas (DOI = 0); Empresas multinacionais (DOI > 0); N – Tamanho da amostra; Prob. > F – Probabilidade das médias serem iguais entre si ou significância estatística do teste de ANOVA (para esta pesquisa aceitou-se um nível de significância de até 10%). **Variáveis:** OWN1 - Nível de concentração da propriedade e DOI – nível de internacionalização da firma.

Após as análises descritivas partiu-se para a análise dos Modelos 4.1 e 4.2 discutidos na seção de metodologia do trabalho para certificar das suspeitas levantadas de forma exploratória pelas análises anteriores.

O Modelo 4.1 testa a influência da internacionalização (DOI e EMODT) no nível de concentração de propriedade (OWN1), com a inserção das demais variáveis de controle. O primeiro efeito observado na Tabela 4.5 é que o nível de internacionalização (DOI) determina negativa e significativamente a concentração de propriedade (OWN1). Este resultado aponta que quanto mais internacionalizada for uma empresa menor será seu nível de concentração de propriedade, confirmando a Hipótese 4.1b suportada pela teoria da RBV. O segundo efeito da internacionalização na estrutura de propriedade, extraído a partir do Modelo 4.1, é o coeficiente também negativo e significativo da variável modo de entrada patrimonial (EMODT=1). Empresas que escolheram se internacionalizar predominantemente via modo de entrada patrimonial tendem a ser menos concentradas (OWN1). Essa evidência confirma a Hipótese 4.2b, de que maiores níveis de internacionalização levam a menores níveis de concentração de propriedade, também corroborando com a explicação ofertada pela RBV. Já as empresas com modo de entrada não-patrimonial (EMODT = 2) tiveram o coeficiente positivo, indicando provavelmente que essas empresas possuem maior nível de concentração, o que também está contemplado de forma indireta na Hipótese 4.2b. Porém, pelo fato de o coeficiente ser não-significativo, esta inferência não pode ser feita com uma maior certeza.

Há ainda que se observar que dentre os efeitos da internacionalização estudados sobre a concentração da propriedade o nível de internacionalização (DOI) mostrou-se mais importante e mais significativo que o efeito produzido pelos modos de entrada (EMODT), dada a magnitude e significância dos coeficientes (-8,41 com significância de até 1% contra -1,76 com significância de até 10%).

O Modelo 4.2 da Tabela 4.5 apresenta as análises dos efeitos da internacionalização (DOI e EMODT) sobre a identidade da propriedade (OWNT). O nível de internacionalização (DOI) mostrou-se significativo somente para empresas cujo principal acionista é uma instituição financeira (OWNT = 1). O efeito gerado pelo nível de internacionalização (DOI) sobre empresas com esta identidade de propriedade é negativo. Portanto as evidências apontam que quanto menos internacionalizada for a empresa maior são suas chances de seu maior acionista ser uma instituição financeira. Para as demais identidades de propriedade (OWNT = 2, 3, 4 e 5) não foi encontrada nenhuma relação significativa que pudesse ser analisada.

Já com relação aos efeitos gerados pelos modos de entrada na identidade de propriedade encontrou-se que tanto as empresas que escolheram se internacionalizar via modo de entrada patrimonial (EMODT = 1) e não-patrimonial (EMODT = 2) têm menores chances de terem o governo (OWNT = 5) como seu principal acionista. Este resultado pode ser explicado por Bonin *et al.* (2005) e Berger *et al.* (2005), de que as empresas de propriedade do governo são menos eficientes na gestão e carecerem de mais práticas de governança corporativa. Ao se internacionalizarem, empresas tendem a buscar parceiros internacionais não governamentais, para evitarem maiores custos de monitoramento, menores riscos de as empresas serem utilizadas para fins políticos. E também segundo a RBV pode-se supor que como a empresa se internacionaliza para buscar de recursos e se estes recursos são de propriedade de empresas do governo e se as empresas do governo possuem menos governança, os parceiros podem enfrentar conflitos mal administrados para explorar tais recursos, evitando que a parceria internacional com a empresa do governo seja estabelecida. Para os demais modos de entrada (EMODT = 1, 2, 3 e 4) os coeficientes mostram-se não significativos, restringindo qualquer inferência à respeito.

Tabela 4.5 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.1 e 4.2.

A Tabela 4.5 apresenta os resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.1 e 4.2, para a amostra ampla contendo empresas multinacionais e domésticas, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Apresenta também as medidas de ajuste R^2 ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testam a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*. Para o Modelo 2 utilizou-se regressão logística dado que a variável dependente é do tipo categórica. Para cada regressão logística utilizou-se as variáveis *dummies* construídas a partir da categorização da variável OWNT, como pode ser visualizado na legenda desta tabela.

Variáveis dos modelos	Modelo 4.1	Modelo 4.2				
	OWN1	OWNT=1	OWNT=2	OWNT=3	OWNT=4	OWNT=5
Constante	62.08***	-2.03** ₍₁₎	-0.50	0.22	-4.61***	-7.64***
SIZE	-2.68** ₍₁₎	0.26* ₍₁₎	0.22*** ₍₁₎	-0.46*** ₍₁₎	0.32** ₍₁₎	0.85*** ₍₁₎
GROW	1.53*** ₍₁₎	0.34*** ₍₁₎	0.14** ₍₁₎	-0.39***	0.32*** ₍₁₎	-0.01
RISK	0.83*** ₍₁₎	-0.24	-0.08	0.27*** ₍₁₎	0.00	-0.58***
TANG	5.02*** ₍₂₎	-0.72	0.12	-0.28	-1.16** ₍₁₎	1.47*** ₍₂₎
TLEV	8.05*** ₍₁₎	-0.76	-0.38	2.34*** ₍₁₎	-0.52	-4.03***
PAYOUT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
OWN1		-0.02***	0.00	0.00	-0.02***	0.01***
DOI	-8.41*** ₍₂₎	2.24** ₍₁₎	0.38	-0.40	0.59	-0.12
OWNT = 1	-7.14*					
OWNT = 2	-13.21***					
OWNT = 3	-16.05***					
OWNT = 4	-17.35***					
OWNT = 5	-18.72***					
EMODT = 1	-1.76* ₍₂₎	-0.23	-0.15	-0.10	0.15	-0.62* ₍₂₎
EMODT = 2	1.19	-0.30	-0.18	0.10	-0.12	-0.82* ₍₁₎
Breusch e Pagan	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000
R² Ajustado	0.16	0.17	0.14	0.25	0.18	0.34

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) Teoria da agência, (2) RBV. **Variáveis:** SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; TLEV – Endividamento total; PAYOUT – Pagamento de dividendos aos acionistas ordinários; OWN1 - Nível de concentração da propriedade do principal acionista da empresa; DOI – nível de internacionalização da firma; OWNT - identidade da propriedade: instituições financeiras (OWNT=1), profissional/grupo empresarial (OWNT=2), familiar/individual (OWNT=3), fundos (OWNT=4) e governo (OWNT=5); EMODT – modos de entrada patrimonial (EMODT=1) e não patrimonial (EMODT=2).

Por fim, analisaram-se os efeitos simultâneos do grau de internacionalização (DOI) e concentração de propriedade (OWN1). Pela Tabela 4.6 ao rodar simultaneamente as equações do Modelo 3 percebe-se que DOI e OWN1 são simultaneamente determinadas. Na análise simultânea mostra ainda que um dos efeitos que este trabalho se propôs analisar (nível de internacionalização na concentração da propriedade) é maior que os efeitos já estudados por Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) (nível de concentração da propriedade sobre o nível de internacionalização), quando analisados de forma simultânea. É importante salientar também que a Hipótese 4.1b continua sendo válida por meio da estimação simultânea por

3SLS. Ou seja, mesmo que as variáveis sejam simultaneamente determinadas o maior nível de internacionalização reduz o nível de concentração da propriedade.

Tabela 4.6 - Regressão das equações simultâneas utilizando o método 3SLS.

A Tabela 4.6 apresenta a regressão a partir do Modelo 3 utilizando o método de estimação *three last square* (3SLS). Este método de estimação é adequado para analisar sistemas de duas ou mais equações de regressão para verificar se há determinação simultânea das variáveis endógenas.

Variáveis do Modelo 3	DOI	OWN1
Constante	0.04	50.93***
SIZE	0.03***	2.80***
GROW	0.00	0.82
RISK	0.00	2.00***
TANG	0.05**	16.93***
TLEV	0.29***	15.99*
PAYOUT	0.00	0.00
OWN1	0.00***	
DOI		-61.47**
OWNT = 1	-0.11***	-33.70***
OWNT = 2	-0.12***	-24.82***
OWNT = 3	-0.12***	-23.22***
OWNT = 4	-0.12***	-29.32***
OWNT = 5	-0.14***	-14.49**

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) Teoria da agência, (2) RBV. **Variáveis:** SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; TLEV – Endividamento total; PAYOUT – Pagamento de dividendos aos acionistas ordinários; OWN1 - Nível de concentração da propriedade do principal acionista da empresa; DOI – nível de internacionalização da firma; OWNT - identidade da propriedade: instituições financeiras (OWNT=1), profissional/grupo empresarial (OWNT=2), familiar/individual (OWNT=3), fundos (OWNT=4) e governo (OWNT=5)

A comprovação da simultaneidade mostra que trabalhos como de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) apresentam os problemas de endogeneidade comumente presentes nos trabalhos de finanças como relatado por Coles *et al.* (2012). O raciocínio destes autores baseado na teoria da agência muito próximo ao do paradigma da escola estrutura-conduta-desempenho (ECD) pode ter levado ao pensamento de que a decisão de estrutura de propriedade é *a priori* e a decisão de se internacionalizar é *a posteriori*, e portanto, não há como estas duas variáveis serem determinadas simultaneamente.

Para o caso das empresas latino-americanas analisadas o raciocínio baseado na RBV parece ser mais plausível, dada a simultaneidade entre OWN1 e DOI encontrada. Segundo a RBV ambas as variáveis analisadas estão subordinados ao propósito de prospecção e a internalização de recursos para gerar vantagem competitiva (HITT *et al.*, 2000). Desta forma,

tais decisões deveriam ocorrer de forma simultânea para que haja um alinhamento entre a estrutura de propriedade da empresa e sua forma de internacionalização em favor de um melhor aproveitamento destes recursos.

4.6.1 Teste de robustez

Para garantir maior robustez aos resultados encontrados, os Modelos 4.1 e 4.2 e o sistema de equações do Modelo 4.3 foram analisados novamente com outra variável que mensura o nível de concentração da propriedade. A nova variável é denominada de OWN3 e considera a quantidade de ações ordinárias em poder dos três principais acionistas pela quantidade total de ações ordinárias emitidas pela empresa. As análises foram repetidas com OWN3, pois a maioria das ações ordinárias das empresas, ou seja o controle da empresa, está na mão dos três principais acionistas. Por exemplo, Leal *et al.* (2009) encontraram para as empresas privadas de capital aberto brasileiras que os três maiores acionistas acumulam em média 78% da propriedade com direito a voto e 58 % do capital total. Assim, pode-se argumentar que o nível de concentração mensurado por um único acionista pode não refletir o controle da empresa. Já com a nova variável, reduz-se em grande parte esta argumentação de controle da empresa.

Assim, foram estabelecidos os Modelos 4.4, 4.5 e 4.6, para verificar se os resultados obtidos anteriormente continuam válidos com esta nova forma de mensuração de concentração de propriedade (OWN3).

$$\begin{aligned} \text{OWN3}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{DOI}_{it} \\ & + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWNNT}_O + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_J * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \theta_J \\ & * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Modelo 4.4})$$

$$\begin{aligned} \text{OWNNT}_{it} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{OWN3}_{it} \\ & + \beta_8 \text{DOI}_{it} + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_J * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \sum_{E=1}^2 \theta_J * \text{EMODT}_E + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (\text{Modelo 4.5})$$

$$\begin{cases}
 \text{DOI}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{OWN1}_{it} \\
 \quad + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWNT}_O + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \varepsilon_{it} \\
 \text{OWN3}_{it} = \alpha_1 + \beta_1 \text{SIZE}_{it} + \beta_2 \text{GROW}_{it} + \beta_3 \text{RISK}_{it} + \beta_4 \text{TANG}_{it} + \beta_5 \text{TLEV}_{it} + \beta_6 \text{PAYOUT}_{it} + \beta_7 \text{DOI}_{it} \\
 \quad + \sum_{O=1}^2 \omega_J * \text{OWNT}_O + \sum_{J=2}^{17} \gamma_J * \text{IND}_J + \sum_{T=2007}^{2011} \gamma_T * \text{YEAR}_T + \sum_{C=1}^3 \varphi_C * \text{CNTRY}_C + \varepsilon_{it}
 \end{cases}$$

(Modelo 4.6)

Os resultados apresentados na Tabela 4.7 mostram que os resultados se mantiveram.

Tabela 4.7 - Resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.1 e 4.2 utilizando a variável OWN3.

A Tabela 4.7 apresenta os resultados das regressões em painel a partir dos Modelos 4.4 e 4.5, para a amostra ampla contendo empresas multinacionais e domésticas, evidenciando as constantes, coeficientes e termos de erro para cada regressão. Apresenta também as medidas de ajuste R² ajustado e os p-valores do teste do multiplicador de Lagrange de efeitos aleatórios de Breusch e Pagan que testam a adequação de se utilizar efeitos aleatórios ao invés de *pooled OLS*.

Variáveis dos modelos	Modelo 4.1		Modelo 4.2			
	OWN3	OWNT=1	OWNT=2	OWNT=3	OWNT=4	OWNT=5
Constante	79.51***	-2.05**	-0.65*	-0.11	-3.58***	-7.24***
SIZE	-2.85*** ₍₁₎	0.29* ₍₁₎	0.22*** ₍₁₎	-0.46*** ₍₁₎	0.29** ₍₁₎	0.81*** ₍₁₎
GROW	0.77** ₍₁₎	0.33** ₍₁₎	0.14** ₍₁₎	-0.38***	0.29*** ₍₁₎	0.01
RISK	0.37	-0.25	-0.09*	0.25*** ₍₁₎	0.02	-0.51***
TANG	3.41** ₍₂₎	-0.66	0.09	-0.32	-1.18*** ₍₁₎	1.56*** ₍₂₎
TLEV	6.97*** ₍₁₎	-0.60	-0.36	2.36*** ₍₁₎	-0.47	-4.23***
PAYOUT	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
OWN3		-0.02***	0.00	0.01**	-0.03***	0.01
DOI	-6.26*** ₍₂₎	2.13** ₍₁₎	0.38	-0.40	0.42	-0.11
OWNT = 1	-10.17***					
OWNT = 2	-9.76***					
OWNT = 3	-10.44***					
OWNT = 4	-10.75***					
OWNT = 5	-16.92***					
EMODT = 1	0.66	-0.25	-0.13	-0.09	0.18	-0.64* ₍₂₎
EMODT = 2	2.17** ₍₂₎	-0.30	-0.19	0.09	-0.03	-0.79* ₍₁₎
Breusch e Pagan	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000	p < 0.0000
R² Ajustado	0.13	0.17	0.14	0.26	0.19	0.33

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) Teoria da agência, (2) RBV. **Variáveis:** SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; TLEV – Endividamento total; PAYOUT – Pagamento de dividendos aos acionistas ordinários; OWN3 - Nível de concentração da propriedade dos três principais acionistas da empresa; DOI – nível de internacionalização da firma; OWNT - identidade da propriedade: instituições financeiras (OWNT=1), profissional/grupo empresarial (OWNT=2), familiar/individual (OWNT=3), fundos (OWNT=4) e governo (OWNT=5); EMODT – modos de entrada patrimonial (EMODT=1) e não patrimonial (EMODT=2).

Ou seja, o nível de internacionalização (DOI) permanece com efeito negativo e significativo sobre o nível de concentração da propriedade (OWN3), corroborando a Hipótese 4.1b. Já os efeitos dos modos de entrada (EMODT) a Hipótese 4.2b também foi confirmada, porém por outras vias. Com a variável OWN1 encontrou-se efeito negativo e significativo das empresas com modos de entrada patrimoniais (EMODT = 1). Com a variável OWN3 encontrou-se efeito positivo e significativo nas empresas com modos de entrada não-patrimoniais (EMODT = 2), cujo raciocínio é análogo aos achados anteriores. Ou seja, empresas com modos de entrada não patrimoniais têm menor concentração de propriedade, pois possuem menos ativos no exterior e por isso têm menos recursos geograficamente espalhados encontrando menores dificuldades para coordená-los. Portanto, não precisam abrir mão do controle em detrimento de uma melhor coordenação e aproveitamento dos recursos.

Pela Tabela 4.8 a determinação simultânea entre o nível de internacionalização (DOI) e o nível de concentração de propriedade (ONW3) permanecem inalteradas.

Tabela 4.8 - Regressão das equações simultâneas utilizando o método 3SLS considerando a variável OWN3.

A Tabela 4.8 apresenta a regressão a partir do Modelo 6 utilizando o método de estimação *three last square* (3SLS). Este método de estimação é adequado para analisar sistemas de duas ou mais equações de regressão para verificar se há determinação simultânea das variáveis endógenas.

Variáveis do Modelo 3	DOI	ONW3
Constante	0.08**	53.73***
SIZE	0.03***	3.80***
GROW	0.00	-1.00**
RISK	0.00	2.02***
TANG	0.05***	16.53***
TLEV	0.29***	18.19**
PAYOUT	0.00	0.00**
OWN1	0.00***	
DOI		-73.06***
OWNT = 1	-0.10***	-18.43***
OWNT = 2	-0.11***	-11.50**
OWNT = 3	-0.11***	-9.31*
OWNT = 4	-0.11***	-17.10***
OWNT = 5	-0.12***	-6.91

Notas. Os coeficientes das variáveis de controle por indústrias (IND), anos (YEAR) e países (CNTRY) foram omitidos da tabela. Os asteriscos *, ** e *** representam estatísticas significante ao nível de 10%; 5% e 1% respectivamente. **Legenda para teorias:** (1) Teoria da agência, (2) RBV. **Variáveis:** SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; TLEV – Endividamento total; PAYOUT – Pagamento de dividendos aos acionistas ordinários; OWN3 - Nível de concentração da propriedade dos três principais acionistas da empresa; DOI – nível de internacionalização da firma; OWNT - identidade da propriedade: instituições financeiras (OWNT=1), profissional/grupo empresarial (OWNT=2), familiar/individual (OWNT=3), fundos (OWNT=4) e governo (OWNT=5).

Ou seja, DOI determina OWN3 e OWN3 também determina DOI. A determinação entre DOI → OWN3 também é mais forte (-73.06 contra 0.00) que a determinação inversa

estudada por outros autores. A partir das equações simultâneas o efeito de DOI sobre OWN3 continuou negativo, indicando que, mesmo por outros métodos de estimação a hipótese de que quanto maior o nível de internacionalização menor o nível de concentração de propriedade permanece válida, confirmando mais uma vez a Hipótese 4.1b.

4.7 Considerações finais

Este trabalho analisou os efeitos da internacionalização sobre a estrutura de propriedade. Estudos anteriores (LIEN et al., 2005; BHAUMIK *et al.*, 2009) analisaram os efeitos contrários, de modo que as contribuições apresentadas neste estudo são inéditas. As seguintes contribuições foram geradas a partir deste estudo: (a) quanto maior for o nível de internacionalização das empresas menores serão seus níveis de concentração de propriedade, (b) empresas com modos de entrada patrimoniais são menos concentradas, (c) quanto maior o nível de internacionalização maior a chance de a empresa ser de propriedade de instituições financeiras, (d) a escolha por modos de entrada patrimonial ou não-patrimonial reduzem as chances da empresa ter como o principal acionista o governo (e) há uma simultaneidade na determinação entre nível de internacionalização e concentração de propriedade.

As principais implicações dos resultados encontrados para a teoria sugerem que a RBV seja a corrente teórica mais aplicada à realidade da internacionalização das empresas latino-americanas. É possível sugerir um comportamento dos gestores destas empresas adverso do que se propõe a teoria da agência. Ao invés de a condição internacional da firma reforçar a necessidade de monitoramento para reduzir custos de agência, observou-se um comportamento dos gestores de abrirem mão do monitoramento em troca de uma maior prospecção e internalização dos recursos almejados com a internacionalização. Conflitos do tipo sede-subsidiária relatados por Glaister et al. (2003), Peng e Wang (2000) são resolvidos dando maior autonomia às empresas subsidiárias, o que pode ser explicado pelo menor nível de controle de propriedade encontrado nas empresas patrimoniais. Portanto prospecção, coordenação e internalização de recursos para obtenção de vantagem competitiva (HAMEL, 1991) parece ser mais relevante para as empresas latino-americanas que a redução dos custos de agência.

A simultaneidade entre nível de internacionalização e nível de concentração de propriedade mostra que os gestores devem gerir estas duas variáveis de forma conjunta e articulada para melhor obterem e tirarem vantagens dos recursos prospectados no processo de internacionalização. Esta forma de gerenciamento articulada faz sentido num contexto da

RBV em que a empresa se internacionaliza para buscar e explorar recursos que irão lhe gerar vantagem competitiva. Se a questão da internacionalização for analisada pela ótica da teoria da agência, então teríamos uma hierarquia estrutura-conduta-desempenho em que a estrutura de propriedade determina a conduta dos gestores de internacionalizar a firma e esta determina o desempenho da empresa. A simultaneidade entre as variáveis mostra que esta hierarquia não é seguida no processo de internacionalização das firmas latino-americanas.

Para trabalhos futuros pretende-se analisar uma amostra contendo países desenvolvidos para contrastar os resultados obtidos neste estudo.

CAPÍTULO 5: CONCLUSÃO

Esta tese procurou investigar os efeitos que da internacionalização no endividamento, nos tipos de dívidas e na estrutura de propriedade. As perguntas de pesquisa levantadas nos ensaios, suas implicações e sugestões para pesquisas futuras são postas a seguir.

As estratégias de entrada no mercado internacional (modos de entrada) são relevantes para determinar o nível de endividamento? A hipótese upstream-downstream continua sendo válida? Ou seja, quais os efeitos da internacionalização na estrutura de capital das empresas que foram encontrados?

O primeiro ensaio mostrou que os modos de entrada são relevantes para determinar o nível de endividamento das multinacionais. A forma como a multinacional atua no mercado internacional pode impactar no seu nível de endividamento, fato que até então não tinha sido analisado por estudos anteriores.

De modo específico evidenciou-se que empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a ser mais endividadas no longo prazo e total que empresas com modos de entrada não-patrimoniais, reforçando explicações dadas pela teoria do *static trade-off*; e menos endividadas no curto prazo, encontrando respaldo nas teorias da agência e *pecking order*. Ou seja, as empresas com modos de entrada predominantemente patrimoniais tendem a aproveitar as suas características de maior tamanho e benefícios fiscais que lhes confere menores custos da dívida para se alavancarem mais no longo prazo. Assim, o custo da dívida parece ser o fator de decisão de endividamento destas empresas, ou seja, seguem uma lógica do *static trade-off*. Já no curto prazo estas empresas por terem maior risco de falência, lucratividade e maior dificuldade de monitoramento pelos credores, seus custo de agência da dívida de curto prazo são maiores, fazendo com que fontes internas sejam utilizadas em detrimento ao endividamento. Assim, no curto prazo a hierarquia de utilização de recursos, em que são utilizados primeiramente os recursos internos à firma e depois os externos, relatadas pela teoria da *pecking order* parece ser mais explicativa.

O primeiro ensaio mostrou ainda que a hipótese *upstream-downstream* é válida parcialmente, não sendo aplicável às multinacionais que optaram se internacionalizar preferencialmente via modo de entrada patrimonial. Os efeitos encontrados mostram que quanto menos internacionalizadas as multinacionais com predominância de modo de entrada patrimoniais, menos endividadas elas são (dívida de longo prazo e total), o que se opõe à principal afirmação da hipótese *upstream-downstream* (quanto mais internacionalizada forem as multinacionais de países emergentes maiores serão seus níveis de endividamento). Porém,

as empresas com predominância de modo de entrada não-patrimoniais apresentaram um efeito positivo entre endividamento e grau de internacionalização, como preconizado pela hipótese *upstream-downstream*. Assim, conclui-se que os modos de entrada não chegam a invalidar a hipótese *upstream-downstream* como um todo, mas a complementa nos casos de endividamento de longo prazo e total em que as multinacionais optem predominantemente por se internacionalizarem por modos de entrada patrimoniais.

A internacionalização produz os mesmos efeitos sobre os diferentes tipos de dívidas? Empresas multinacionais utilizam formas de endividamento diferentes dos utilizados pelas empresas domésticas? Quais tipos de dívidas são mais relevantes para estas empresas? Enfim, quais os efeitos da internacionalização nas formas de endividamento das empresas que foram encontrados?

Os resultados do segundo ensaio apontam que o grau de internacionalização:

(i) gera efeitos positivos na quase totalidade das dívidas providas por agentes financeiros (bancos), conforme hipótese *upstream-downstream* e efeitos negativos nas dívidas providas por agentes não-financeiros (*trade-credit*), conforme teoria da restrição financeira. Todas as dívidas providas por agentes financeiros, com exceção dos arrendamentos mercantis, sofreram um efeito positivo significativo do grau de internacionalização. Este resultado corrobora a hipótese *upstream-downstream* de Kwok e Reeb (2000) de que quanto maior o grau de internacionalização, maior o uso destas dívidas. Ou seja, as dívidas de agentes financeiros são importantes para a expansão internacional das firmas latino-americanas. Conforme suspeitava De Jong e Semenov (2006) nossos resultados demonstram que os financiamentos de agentes não-financeiros (*trade credit* total e *trade credit* nacional) têm uma lógica diferente dos financiamentos bancários de curto e longo prazos, haja vista o sinal negativo dos coeficientes. Isso significa que a empresa ao se internacionalizar diminui sua restrição financeira e reduz seu uso de *trade credit* total e nacional. Portanto quanto mais internacionalizada a firma é, menos *trade credit* ela tende a utilizar, o que pode ser explicado pela teoria da restrição (ALMEIDA e CAMPELLO, 2007).

(ii) não produz efeito algum sobre a maturidade das dívidas. Apesar de supormos inicialmente que o maior grau de internacionalização da firma levaria à escolha por dívidas de longo prazo, nossos resultados apontam os efeitos da internacionalização independentem da maturidade das dívidas, sendo que todas elas de curto ou longo prazo sofrem efeitos positivos do grau de internacionalização;

(iii) não levam a maiores endividamentos via banco nacional de desenvolvimento possivelmente pelo maior uso de mecanismos de monitoramento por parte deste credor. No

caso do Brasil o financiamento via BNDES é maior nas empresas domésticas que nas multinacionais. Esperava-se que o financiamento via BNDES fosse importante a expansão internacional das empresas brasileiras, mas isso não foi possível de constatar;

(iv) foi relevante para alterar a composição do endividamento dado que empresas domésticas priorizam tipos de dívidas em ordenação diferente das empresas multinacionais. A principal fonte de endividamento das multinacionais são as dívidas nacionais seguida das dívidas externas ambas providas por agentes financeiros. Já as empresas domésticas utilizam prioritariamente *trade credit* que são providas por agentes não-financeiros.

Já para os efeitos relativos aos modos de entrada encontrou-se que:

(i) não são relevantes para determinar o agente financiador, as cláusulas contratuais e nem a maturidade da dívida;

(ii) 44% das dívidas são sensíveis a estratégia de internacionalização via modo de entrada patrimonial e somente 19% das dívidas via modo de entrada não-patrimonial;

(iii) a maioria das empresas com modos de entrada patrimoniais tendem a seguir a teoria do *static trade-off* enquanto que as com modo de entrada não patrimoniais seguem a lógica da teoria da agência.

(iv) pouco interferem na composição do endividamento das empresas dado que a ordem de preferência/utilização das formas de endividamento é bastante semelhante entre os dois modos de entrada

A internacionalização das empresas altera a concentração da propriedade? A internacionalização também determina a estrutura de propriedade, ou será que ambos se determinam mutuamente? Em suma, quais os efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade das empresas que foram encontrados?

O terceiro ensaio mostra que as empresas mais internacionalizadas e com modo de entrada patrimonial têm menores níveis de concentração de propriedade. Ou seja, (a) quanto maior for o nível de internacionalização das empresas menores serão seus níveis de concentração de propriedade, (b) empresas com modos de entrada patrimoniais são menos concentradas,

Outro importante resultado foi de que há uma simultaneidade na determinação do nível de internacionalização e da concentração de propriedade. Ou seja, mostrou-se que há Ambos os resultados estão amparados pela Visão Baseada em Recursos contrapondo a visão tradicional da teoria da agência.

(c) quanto maior o nível de internacionalização maior a chance de a empresa ser de propriedade de instituições financeiras;

(d) a escolha por modos de entrada patrimonial ou não-patrimonial reduzem as chances da empresa ter como o principal acionista o governo (e) há uma simultaneidade na determinação entre nível de internacionalização e concentração de propriedade.

Quais as implicações destes ensaios?

Quatro implicações de ordem teórica e prática podem ser destacadas.

Primeiro, tem-se que a variável nível de internacionalização (DOI), mesmo sendo mensurada de forma multidimensional, não é capaz de abarcar todos os efeitos sobre a estrutura de capital de empresas multinacionais, e portanto os modelos teóricos devem considerar adicionalmente os modos de entrada, como forma de controlar as estratégias de internacionalização das multinacionais.

Segundo, tem-se que as afirmações e evidências empíricas dos trabalhos obtidos a partir da hipótese *upstream-downstream* devem ser relativizadas, pois a inserção da variável modo de entrada alteram os efeitos do nível de internacionalização (DOI) sobre os níveis de endividamento.

Terceiro, as teorias de estrutura de capital das multinacionais além dos modos de entrada devem levar em consideração as especificidades dos países e dos tipos de endividamento (principalmente os de curto prazo que apresentaram baixo poder explicativo e determinantes com efeitos contrários aos dos demais tipos).

Quarto, a teoria do *static trade-off*, parece explicar melhor os efeitos da internacionalização no endividamento total e de longo prazo das multinacionais latino-americanas, enquanto que no curto prazo a teoria da *pecking order* parece ser mais apropriada.

Quinto, as empresas multinacionais fazem a composição do seu endividamento de forma diferente das empresas domésticas, principalmente pelo fato de possuírem menores restrições financeiras. Portanto, a teoria da restrição financeira de Almeida e Campello (2007) pode também ser utilizada para explicar a composição do endividamento das empresas multinacionais *versus* domésticas latino-americanas.

Quinto, a RBV parece ser a corrente teórica mais aplicada à realidade da internacionalização das empresas latino-americanas no que diz respeito à estrutura de propriedade. É possível sugerir um comportamento dos gestores destas empresas adverso do que se propõe a teoria da agência. Ao invés de a condição internacional da firma reforçar a necessidade de monitoramento para reduzir custos de agência, observou-se um comportamento dos gestores de abrirem mão do monitoramento em troca de uma maior prospecção e internalização dos recursos almejados com a internacionalização. Conflitos do

tipo sede-subsidiária relatados por Glaister et al. (2003), Peng e Wang (2000) são resolvidos dando maior autonomia às empresas subsidiárias, o que pode ser explicado pelo menor nível de controle de propriedade encontrado nas empresas patrimoniais. Portanto prospecção, coordenação e internalização de recursos para obtenção de vantagem competitiva (HAMEL, 1991) parece ser mais relevante para as empresas latino-americanas que a redução dos custos de agência.

Sexto, a simultaneidade entre nível de internacionalização e nível de concentração de propriedade mostra que os gestores devem gerir estas duas variáveis de forma conjunta e articulada para melhor obterem e tirarem vantagens dos recursos prospectados no processo de internacionalização. Ou seja, da mesma forma que os trabalhos de Lien *et al.* (2005) e Bhaumik *et al.* (2009) encontraram efeitos da estrutura de propriedade na internacionalização, foi encontrado efeitos da internacionalização na estrutura de propriedade, mostrando que estas variáveis são simultaneamente determinadas.

Pesquisas futuras

Para trabalhos futuros sugere-se utilizar uma amostra contendo empresas de países desenvolvidos para contrastar os resultados obtidos nesta tese. Como para estes estudos foram utilizadas somente amostras de empresas latino-americanas, resta ainda a dúvida se o mesmo ocorre com as multinacionais de países desenvolvidos.

Outro ponto a se considerar é que a amostra deste trabalho constituiu-se de empresas de capital aberto listadas nas bolsas de valores dos respectivos países. Para trabalhos futuros, pretende-se investigar a realidade das micro e pequenas empresas multinacionais. dado que a teoria da restrição financeira é relevante para explicar a composição do endividamento das multinacionais e que as micro-empresas tendem a possuir maior restrição financeira, conforme Almeida e Campello (2007)

Por fim, sugere-se incorporar aos modelos testados nos ensaios desta tese fatores macroeconômicos institucionais dos países que afetam a estrutura de capital, tais como ambiente político, risco do país, nível de desenvolvimento do mercado financeiro, dentre outras variáveis que a nível de países determinam a estrutura de capital. Apesar dos ensaios desta tese controlarem os resultados por país, uma análise mais pormenorizada dos efeitos macroeconômicos institucionais dos países pode balizar políticas econômicas de auxílio a internacionalização das empresas.

6 REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Heitor; CAMPELLO, Murillo. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. **Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, p. 1429-1460, 2007.

BAIN, Joe Staten; QUALLS, P. David. **Industrial organization**. New York: Wiley, 1968.

BALAKRISHNAN, Srinivasan; FOX, Isaac. Asset specificity, firm heterogeneity and capital structure. **Strategic Management Journal**, v. 14, n. 1, p. 3-16, 1993.

BANDEIRA, M. L. Empirical Evidence of Trade Credit Use of Brazilian Publicly-Listed Companies. **Dissertação de Mestrado** em Administração de Empresas Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.

BARCLAY, Michael J.; SMITH, Clifford W. The maturity structure of corporate debt. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 609-631, 1995.

BARNEY, Jay. Firm resources and sustained competitive advantage. **Journal of management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BERGER, Allen N. et al. Corporate governance and bank performance: A joint analysis of the static, selection, and dynamic effects of domestic, foreign, and state ownership. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 8, p. 2179-2221, 2005.

BHAUMIK, Sumon Kumar; DRIFFIELD, Nigel; PAL, Sarmistha. Does ownership structure of emerging-market firms affect their outward FDI? The case of the Indian automotive and pharmaceutical sectors. **Journal of International Business Studies**, v. 41, n. 3, p. 437-450, 2009.

BIRKINSHAW, Julian; HOOD, Neil. Multinational subsidiary evolution: capability and charter change in foreign-owned subsidiary companies. **Academy of Management Review**, p. 773-795, 1998.

BOGÉA SOBRINHO, Leonel Rodrigues; SHENG, Hsia Hua; LORA, Mayra Ivanoff. Country Factors and Dynamic Capital Structure in Latin American Firms. **Brazilian Review of Finance**, v. 10, n. 2, p. 267-284, 2012.

BONIN, John P.; HASAN, Iftexhar; WACHTEL, Paul. Bank performance, efficiency and ownership in transition countries. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 1, p. 31-53, 2005.

BURGMAN, Todd A. An empirical examination of multinational corporate capital structure. **Journal of International Business Studies**, p. 553-570, 1996.

CANABAL, Anne; WHITE III, George O. Entry mode research: Past and future. **International Business Review**, v. 17, n. 3, p. 267-284, 2008.

CHEN, Charles JP et al. An investigation of the relationship between international activities and capital structure. **Journal of International Business Studies**, p. 563-577, 1997.

COLES, Jeffrey L.; LEMMON, Michael L.; FELIX MESCHKE, J. Structural models and endogeneity in corporate finance: The link between managerial ownership and corporate performance. **Journal of Financial Economics**, v. 103, n. 1, p. 149-168, 2012.

COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE. **Anuario estadístico de América Latina y el Caribe 2011**. Disponível em: <<http://http://www.eclac.cl/>>. Acesso em: 30/01/2012.

DE JONG, Abe; KABIR, Rezaul; NGUYEN, Thuy Thu. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

DE JONG, Abe; KABIR, Rezaul; NGUYEN, Thuy Thu. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 9, p. 1954-1969, 2008.

DE JONG, Eelke; SEMENOV, Radislav. Cultural determinants of ownership concentration across countries. **International Journal of Business Governance and Ethics**, v. 2, n. 1, p. 145-165, 2006.

DEMIRGÜÇ-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Institutions, financial markets, and firm debt maturity. **Journal of financial economics**, v. 54, n. 3, p. 295-336, 1999.

DHARWADKAR, Ravi; GEORGE, Gerard; BRANDES, Pamela. Privatization in emerging economies: An agency theory perspective. **Academy of Management Review**, p. 650-669, 2000.

DIAMOND, Douglas W. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. **Journal of Political Economy**, p. 689-721, 1991.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. **Review of Financial Studies**, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FIGUEIREDO, Gabriela de. Determinantes da Composição do Endividamento de Longo Prazo das Empresas Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo: Uma Abordagem Empírica. **Dissertação de Mestrado** em Administração de Empresas da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2007.

FISMAN, Raymond; LOVE, Inessa. Trade credit, financial intermediary development, and industry growth. **The Journal of Finance**, v. 58, n. 1, p. 353-374, 2003.

FRANCK, Tom; HUYGHEBAERT, Nancy. Determinants Of Capital Structure In Business Start-Ups: The Role Of Nonfinancial Stakeholder Relationship Costs. **Journal of Financial Research**, v. 33, n. 4, p. 487-517, 2010.

GLAISTER, Keith W.; HUSAN, Romy; BUCKLEY, Peter J. Learning to manage international joint ventures. **International Business Review**, v. 12, n. 1, p. 83-108, 2003.

GOMES-CASSERES, Benjamin. Firm ownership preferences and host government restrictions: An integrated approach. **Journal of International Business Studies**, v. 21, n. 1, p. 1-22, 1990.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria Básica*. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAMEL, Gary. Competition for competence and interpartner learning within international strategic alliances. **Strategic Management Journal**, v. 12, n. S1, p. 83-103, 1991.

HILL, C.; JONES, G.. **Foreign Direct Investment, Analysis of Aggregate Flows**. Mason: South Western Cengage Learning, 2009.

HITT, Michael A. et al. Partner Selection in Emerging and Developed Market Contexts: Resource-Based and Organizational Learning Perspectives. **Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 449-467, 2000.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOH, Sung Wook. Corporate governance and firm profitability: evidence from Korea before the economic crisis. **Journal of Financial Economics**, v. 68, n. 2, p. 287-322, 2003.

JOHNSON, Shane A. An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 32, n. 01, p. 47-69, 1997.

JOHNSON, Shane A. Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage. **Review of Financial Studies**, v. 16, n. 1, p. 209-236, 2003.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KWOK, Chuck CY; REEB, David M. Internationalization and firm risk: An upstream-downstream hypothesis. **Journal of International Business Studies**, p. 611-629, 2000.

LEAL, Ricardo P. Câmara; CARVALHAL DA SILVA, André L. **O financiamento externo no ciclo recente da economia brasileira**. IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2009.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEE, Kwang Chul; KWOK, Chuck C. Y. Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure. **Journal of International Business Studies**, v. 19, p. 195-217, 1988.

LIEN, Yung-Chih et al. The role of corporate governance in FDI decisions: Evidence from Taiwan. **International Business Review**, v. 14, n. 6, p. 739-763, 2005.

LÓPEZ DE SILANES, Florencio et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, p. 1113-1155, 1998.

LUCINDA, Cláudio R.; SAITO, Richard. A composição do endividamento das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo empírico. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 2, p. pp. 173-193, 2005.

LUO, Yadong; PENG, Mike W. Learning to compete in a transition economy: Experience, environment, and performance. **Journal of International Business Studies**, p. 269-295, 1999.

MEYER, Klaus E. Institutions, transaction costs, and entry mode choice in Eastern Europe. **Journal of International Business Studies**, p. 357-367, 2001.

MITTOO, Usha R.; ZHANG, Zhou. The capital structure of multinational corporations: Canadian versus US evidence. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, n. 5, p. 706-720, 2008.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NILSEN, Jeffrey H. Trade Credit and the Bank Lending Channel. **Journal of Money, Credit, and Banking**, v. 34, n. 1, p. 226-253, 2002.

PENG, Mike W.; SUN, Wei; LIU, Xinmei. **Global Strategy**. Mason: South Western Cengage Learning, 2009.

PENG, Mike W.; WANG, Denis Y. Innovation capability and foreign direct investment: Toward a learning option perspective. **Management International Review**, v. 40, n.1, p. 79-93, 2000.

PETERSEN, Mitchell A.; RAJAN, Raghuram G. Trade credit: theories and evidence. **Review of Financial Studies**, v. 10, n. 3, p. 661-691, 1997.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.

RAUH, Joshua D.; SUFI, Amir. Capital structure and debt structure. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 12, p. 4242-4280, 2010.

RIBEIRO, Filipe Simões; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. Determinantes da composição do endividamento das empresas brasileiras: a consideração da maturidade e da fonte de financiamento. In: Encontro Brasileiro de Finanças – EBFIN, 10, São Paulo, 2010, **Anais ...**, São Paulo, 2010.

SAITO, Richard; HIRAMOTO, Eduardo. Foreign activity effects and capital structure: Brazilian evidence. **Academia Revista Latinoamericana de Administración**, n. 45, p. 59-75, 2010.

SANTOS, Gisler André Pereira dos. Uso de trade credit pelas empresas: evidência na América Latina. **Dissertação de Mestrado** em Administração de Empresas da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

SHAN, Weijian; SONG, Jaeyong. Foreign direct investment and the sourcing of technological advantage: evidence from the biotechnology industry. **Journal of International Business Studies**, p. 267-284, 1997.

SHAPIRO, Alan C. Financial structure and cost of capital in the multinational corporation. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 13, n. 2, p. 211-226, 1978.

SIMERLY, Roy L.; LI, Mingfang. Environmental dynamism, capital structure and performance: a theoretical integration and an empirical test. **Strategic Management Journal**, v. 21, n. 1, p. 31-49, 2000.

SINGH, Manohar; NEJADMALAYERI, Ali. Internationalization, capital structure, and cost of capital: Evidence from French corporations. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 14, n. 2, p. 153-169, 2004.

TERRA, P. R. S.; MATEUS, C.. The Joint Determination of Capital Structure and Debt Maturity: Empirical Evidence from Latin America and Eastern Europe. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, Sao Paulo. **Anais...**, São Paulo, 2005.

TERRA, Paulo Renato Soares. Determinants of corporate debt maturity in Latin America. **European Business Review**, v. 23, n. 1, p. 45-70, 2011.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988.

UNCTAD, *United Nations Conference on Trade and Development, World Investment Report 2011: Trends and Determinants*, New York and Geneva United Nations, 2011.

WRIGHT, Francis W.; MADURA, Jeff; WIANT, Kenneth J. The differential effects of agency costs on multinational corporations. **Applied Financial Economics**, v. 12, n. 5, p. 347-359, 2002.

APÊNDICE A - Teste de Multicolinearidade

O Apêndice A apresenta o teste de multicolinearidade (vif test) com valores decrescentes de *variance inflator factor* (vif) para cada variável de controle para cada modelo testado. Se o valor de vif for menor que 10 a literature sugere que se rejeite a hipótese de que há problemas de multicolinearidade.

Variáveis	STLEV	LTLEV	TLEV
Variáveis de controle	VIF	VIF	VIF
SIZE	1.19	1.19	1.19
RISK	1.11	1.11	1.11
GROW	1.10	1.10	1.10
PROF	1.09	1.09	1.09
DOI	1.07	1.07	1.07
LIQUID	1.04	1.04	1.04
TANG	1.02	1.02	1.02
TAX	1.01	1.01	1.01
VIF médio	1.08	1.08	1.08

Variáveis: STLEV – Dívida de curto prazo; LTLEV – Dívida de longo prazo; TLEV – Dívida total; SIZE – tamanho da firma; GROW – oportunidade de crescimento da firma; PROF – lucratividade da firma; RISK – risco de falência da firma; TANG – nível de tangibilidade dos ativos da firma; LIQUID – liquidez da firma; TAX – Benefício fiscal da firma e DOI – nível de internacionalização da firma.

Devido este trabalho fazer uma mescla das variáveis de controle utilizadas por trabalhos anteriores, realizou-se o teste de multicolinearidade vif. O intuito do teste foi verificar se algum controle do nível da firma apresenta problemas de relação linear com alguma variável regressora dentre os modelos utilizados neste estudo.

Mesmo sabendo que as variáveis de controle utilizadas nos modelos deste trabalho são amplamente consolidadas nos estudos de estrutura de capital, e que o software utilizado para a análise, Stata versão 10, elimina automaticamente as variáveis com perfeita multicolinearidade, achou-se prudente verificar casos de quase-multicolinearidade que eventualmente pudessem existir em função da mescla de variáveis de controle dos modelos.

O Apêndice A apresenta o teste vif para detecção de multicolinearidade. Valores de vif iguais ou acima de 10 (Gujarati, 2002), apresentam multicolinearidade e devem ser excluídos do modelo. Quanto menor for o valor vif melhor. Os maiores valores vif são 1.19 referentes à variável de controle SIZE, que estão bem distante de dez.

Desta forma descartou-se os problemas de multicolinearidade e adotou-se o modelo amplo com todas as variáveis de controle adotadas nos estudos anteriores, o que possibilitou detalhar melhor os efeitos das características das empresas sobre o endividamento.

APÊNDICE B - Matriz de correlação das variáveis utilizadas no segundo ensaio.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	
1 TTRADE	1.00																													
2 DTRADE	0.91	1.00																												
3 FTRADE	0.19	-0.24	1.00																											
4 FSTLEV	0.53	0.24	0.65	1.00																										
5 DSTLEV	0.18	-0.21	0.91	0.61	1.00																									
6 STDEB	-0.14	0.02	-0.37	-0.19	-0.41	1.00																								
7 STLEAS	-0.09	-0.06	-0.05	-0.18	-0.14	0.09	1.00																							
8 BNDES	0.31	0.24	0.14	-0.09	0.14	-0.15	-0.05	1.00																						
9 FLTLEV	-0.25	-0.21	-0.09	-0.17	0.08	-0.33	-0.02	-0.10	1.00																					
10 DLTLEV	0.46	0.37	0.21	0.71	0.24	-0.07	-0.24	-0.07	-0.08	1.00																				
11 LTDEB	-0.02	0.12	-0.32	-0.08	-0.37	0.75	0.42	-0.13	-0.31	0.05	1.00																			
12 LTLEAS	-0.03	-0.02	-0.03	-0.17	-0.10	-0.10	0.95	-0.06	0.02	-0.20	0.22	1.00																		
13 FTLEV	-0.01	-0.09	0.20	0.29	0.35	-0.41	-0.10	-0.14	0.90	0.24	-0.34	-0.06	1.00																	
14 DTLEV	0.46	0.23	0.51	0.83	0.57	-0.21	-0.26	-0.01	-0.04	0.93	-0.10	-0.21	0.34	1.00																
15 TDEB	-0.05	0.10	-0.35	-0.12	-0.40	0.85	0.36	-0.14	-0.33	0.02	0.99	0.15	-0.38	-0.13	1.00															
16 TLEAS	-0.05	-0.03	-0.03	-0.17	-0.11	-0.05	0.97	-0.05	0.01	-0.21	0.27	1.00	-0.07	-0.22	0.20	1.00														
17 SIZE	-0.29	-0.35	0.14	0.16	0.20	-0.36	-0.19	-0.46	0.42	0.03	-0.39	-0.10	0.48	0.10	-0.40	-0.12	1.00													
18 GROW	-0.27	-0.17	-0.22	-0.37	-0.34	0.05	0.04	-0.25	-0.31	-0.42	-0.08	0.07	-0.46	-0.48	-0.05	0.07	0.36	1.00												
19 PROF	-0.27	-0.15	-0.26	-0.31	-0.35	0.22	0.26	-0.34	-0.38	-0.25	0.10	0.28	-0.51	-0.34	0.13	0.28	0.08	0.68	1.00											
20 RISK	0.19	0.28	-0.19	-0.27	-0.19	0.12	0.14	-0.05	-0.56	-0.28	0.11	0.22	-0.66	-0.31	0.11	0.20	-0.27	0.41	0.55	1.00										
21 TANG	-0.10	-0.28	0.42	0.12	0.46	-0.43	-0.15	0.26	0.47	-0.20	-0.32	-0.21	0.51	0.00	-0.36	-0.20	0.18	-0.35	-0.67	-0.47	1.00									
22 LIQUID	0.48	0.28	0.45	0.33	0.58	-0.44	-0.11	0.56	0.23	0.15	-0.30	-0.12	0.37	0.34	-0.35	-0.12	-0.28	-0.60	-0.64	-0.25	0.65	1.00								
23 TAX	-0.08	0.03	-0.25	-0.02	-0.21	0.20	0.24	-0.73	0.22	-0.06	0.39	0.19	0.21	-0.13	0.36	0.20	0.18	0.09	0.06	0.05	-0.11	-0.27	1.00							
24 LAGE	-0.03	-0.03	-0.01	-0.17	0.10	-0.05	-0.01	0.21	-0.39	-0.04	-0.22	0.07	-0.46	0.00	-0.19	0.05	0.06	0.42	0.25	0.30	-0.27	-0.08	-0.40	1.00						
25 STFIN	0.45	0.47	-0.07	0.30	-0.18	0.29	-0.14	-0.19	-0.33	0.11	0.14	-0.21	-0.19	0.03	0.18	-0.19	-0.27	-0.04	0.19	0.15	-0.27	-0.01	0.18	-0.34	1.00					
26 MLTLEV	0.05	0.10	-0.11	0.26	0.02	-0.01	-0.02	-0.16	0.64	0.60	0.19	-0.06	0.74	0.51	0.15	-0.05	0.19	-0.55	-0.47	-0.65	0.16	0.16	0.28	-0.43	-0.15	1.00				
27 CUAS	0.84	0.74	0.21	0.35	0.13	-0.08	-0.04	0.27	-0.26	0.09	0.04	-0.06	-0.10	0.12	0.01	-0.05	-0.38	-0.20	-0.28	0.29	0.16	0.51	0.04	-0.26	0.57	-0.17	1.00			
28 PURCH	0.03	-0.13	0.37	0.09	0.27	0.24	0.06	0.41	-0.10	0.07	0.27	-0.05	-0.06	0.16	0.27	-0.03	-0.18	0.01	-0.15	-0.11	0.25	0.21	-0.22	-0.02	-0.21	0.07	0.09	1.00		
29 DOI	-0.15	-0.23	0.19	0.18	0.36	-0.20	-0.06	-0.07	0.45	0.39	-0.10	0.01	0.52	0.46	-0.13	-0.01	0.29	-0.38	-0.25	-0.43	0.09	0.14	-0.15	0.01	-0.49	0.56	-0.43	0.06	1.00	

