

Mauro Sudano Ribeiro

**Investimento estrangeiro direto e remessas de lucros e  
dividendos no Brasil: estratégia microeconômica e  
determinantes macroeconômicos (2001-2004)**

Belo Horizonte, MG

UFMG / Cedeplar

2006

Mauro Sudano Ribeiro

**Investimento estrangeiro direto e remessas de lucros e dividendos no Brasil: estratégia microeconômica e determinantes macroeconômicos (2001-2004)**

Tese apresentada ao curso de doutorado do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de doutor em economia.

Orientador: Prof. Frederico Gonzaga Jayme Jr.

Belo Horizonte, MG

Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional

Faculdade de Ciências Econômicas – UFMG

2006

## **Agradecimentos**

À família e aos amigos, pela compreensão da longa ausência de convívio.

Ao Colegiado do Curso de Pós-Graduação em Economia do CEDEPLAR, pelo apoio manifestado durante todo o período em que me dediquei ao doutorado, através de incentivo nas horas difíceis e compreensão das limitações naturais de tempo e escopo que enfrentei nestes últimos cinco anos.

Ao prof. Frederico, pela atitude amigável e competente na orientação objetiva do grande desafio que foi este estudo.

À Catari e ao Otávio, pela amizade construída e pela inestimável ajuda nos momentos críticos.

Aos colegas do Banco Central que colaboraram diretamente para que eu pudesse dedicar preciosas horas na busca do objetivo final: Roselene, José Pedro e colegas do extinto Departamento de Fiscalização e Registro de Capitais Estrangeiros – FIRCE e do Departamento de Capitais Estrangeiros e Câmbio - DECEC em Belo Horizonte.

Aos colegas do Departamento de Combate a Ilícitos Cambiais – DECIC, em Brasília, Antônio Martins, Paulo Marcelo e Patrícia, pela atenção e empenho ao fornecer dados dos Censos de Capitais Estrangeiros no Brasil.

Aos colegas do Departamento Econômico, em Brasília, especialmente a Dudu, Fernando Rocha, Luiz Malan e Altamir Lopes, pela autorização de uso e fornecimento de bases de dados e dicas valiosas sobre os fluxos de remessas de lucros e dividendos para o exterior, além de fluxos relativos a operações intercompanhia e demais séries do balanço de pagamentos.

Aos colegas do Departamento Econômico, em Belo Horizonte, pelo incentivo e colaboração nos momentos decisivos.

À Melissa, pela orientação fundamental na utilização do programa STATA.

## **RESUMO**

A proposta desta tese é inserir a discussão sobre as remessas de lucros e dividendos ao exterior no contexto da análise das contas externas do Brasil, destacando a importância da coleta, elaboração e divulgação de dados agregados sobre os fluxos financeiros relacionados à atividade das empresas multinacionais, no sentido de permitir múltiplos enfoques de análise relativos às estratégias financeiras do investimento estrangeiro direto no país.

Através da utilização de séries temporais e painéis de dados mensais, muitos dos quais concebidos especificamente para este estudo e relativos à atividade econômica, às principais variáveis financeiras tais como os juros, taxas de câmbio e índices de inflação, e às decisões estratégicas financeiras das empresas multinacionais operando no país, identifica-se os principais determinantes das remessas de lucros e dividendos ao exterior, no período de 2001 a 2004, sob a perspectiva dos países-sede do investimento estrangeiro e dos setores de atividade econômica, e propõe-se e demonstra-se a validade de uma abordagem mista de análise em painel, além de recomendações relativas à relevância de se avaliar tais remessas sob a perspectiva de 12 meses, coerente com o planejamento de curto e de médio prazo das empresas.

A contribuição estende-se, também, a uma avaliação dos determinantes das remessas de lucros e dividendos a partir dos dados disponíveis nos Censos de Capital Estrangeiro no Brasil realizados em 1996 e 2001, demonstrando a viabilidade de obtenção de importantes resultados a partir das informações contábeis prestadas pelas empresas com participação estrangeira.

## **ABSTRACT**

The purpose of this thesis is to insert the discussion on profits and dividends repatriations in the context of the Brazilian external accounts analysis, highlighting the importance of data collection, treatment and disclosure of aggregated data on financial flows related to the multinational corporations activity, in the sense of allowing multiple approaches to foreign direct investment financial strategies in the country.

Through the utilization of monthly time series and panel data, some of which conceived specifically for this study, and related to the economic activity, to the main financial indicators such as interest rates, foreign exchange rates and inflation indexes, and to the multinational corporations strategic financial decisions, it identifies the main determinants of profits and dividends repatriations, from 2001 to 2004, under the perspective of the foreign direct investment home countries, and economic activity sectors. The validity of a mixed approach using panel data techniques is proposed and demonstrated, together with recommendations on the relevance of considering such repatriations under a 12-month perspective, consistent with the corporations short and medium-term planning horizon.

The contribution includes an evaluation of the profits and dividends repatriation determinants based on the data available from the Foreign Capital in Brazil Census, in its two former editions (1996 and 2001), showing the feasibility of obtaining important results from the accounting information provided by the corporations with foreign participation.

## SUMÁRIO

<b>Introdução</b> .....	8
<b>Capítulo 1 – Teorias sobre o investimento estrangeiro direto (IED)</b> .....	15
1.1 – Introdução .....	15
1.2 – A abordagem do poder de mercado e a internalização .....	17
1.3 – A abordagem eclética da teoria da produção internacional .....	20
1.4 – A abordagem do capital financeiro.....	23
1.5 – As críticas à abordagem eclética e a evolução para uma abordagem estratégica relacionada às alianças globais .....	27
1.6 – Determinantes do IED, no Brasil e no exterior .....	34
1.7 – Conseqüências gerais do IED .....	42
1.8 – Conclusão .....	45
<b>Capítulo 2 – Teorias sobre a administração financeira estratégica na empresa multinacional (EMN)</b> .....	
2.1 – Introdução .....	47
2.2 – A decisão de investimento, doméstico e no exterior .....	49
2.3 – A decisão de financiamento: estrutura financeira, custo de capital e orçamento de capital .....	52
2.3.1 – Estrutura financeira na empresa multinacional .....	52
2.3.2 – Custo de capital na empresa multinacional .....	60
2.3.3 – Orçamento de capital na empresa multinacional .....	65
2.4 – A decisão de distribuição de resultados: reinvestimento e repatriamento de lucros e dividendos .....	71
2.4.1 – Apuração e avaliação do resultado financeiro da EMN .....	71
2.4.2 – A decisão de reinvestir ou repatriar os lucros e dividendos .....	76
2.4.3 – Evidências empíricas sobre o repatriamento de lucros e dividendos .....	79
2.5 – Conclusão .....	83
<b>Capítulo 3 – Repatriamento de lucros e dividendos no Brasil: uma análise de dados em painel, por países de origem do investimento</b> .....	
3.1 – Introdução .....	85
3.2 – Evolução recente das remessas de lucros e dividendos ao exterior no Brasil .....	87
3.3 – Análise de dados em painel: uma breve revisão teórica .....	96
3.3.1- Conceito e apresentação .....	96
3.3.2 – Especificação do modelo .....	98
3.3.3 – Escolha do modelo: efeito fixo ou efeito aleatório .....	99
3.4 – Metodologia e resultados a partir de macro-dados por países .....	104
3.4.1 – Modelo especificado e as remessas de lucros e dividendos .....	104
3.4.2 – Modelo ajustado em função da atividade econômica .....	108
3.4.3 – Modelo ajustado em função dos indicadores monetários .....	111
3.4.4 – Modelo ajustado em função de estratégia financeira .....	114
3.4.5 – Modelo misto proposto .....	116
3.4.6 – Modelo ajustado para remessas acumuladas em 12 meses .....	117
3.5 – Conclusão .....	118

**Capítulo 4 – Remessas de lucros e dividendos no Brasil: uma análise de dados em painel, por setores de atividade econômica**

4.1 – Introdução .....	120
4.2 – Metodologia e resultados a partir de macro-dados setoriais .....	121
4.2.1 – Modelo especificado .....	121
4.2.2 – Modelos ajustados .....	122
4.2.2.1 – Considerações adicionais sobre as variáveis ajustadas .....	127
4.2.2.2 – Indicadores de atividade econômica .....	127
4.2.2.3 – Indicadores monetários e cambiais .....	128
4.2.2.4 – Indicadores de estratégia financeira .....	130
4.3 – Metodologia e resultados a partir de micro-dados por empresa .....	131
4.3.1 – Modelo especificado .....	131
4.3.2 – Modelo ajustado .....	132
4.4 – Conclusão .....	136
<b>Conclusão .....</b>	<b>138</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>142</b>
<b>Anexos .....</b>	<b>152</b>

## LISTA DE GRÁFICOS E TABELAS

Gráfico 2.1.1 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e Índice de Preços ao Consumidor – Amplo mensal .....	89
Gráfico 2.1.2 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e a variação mensal da cotação do dólar dos Estados Unidos .....	90
Gráfico 2.1.3 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e o diferencial entre as taxas SELIC e Tbills do Tesouro dos EUA .....	92
Tabela 2.1.1 – Remessas de juros e lucros e dividendos, em relação à Conta de Rendas e Serviços .....	93
Tabela 2.1.2 – Remessas de lucros e dividendos, em relação às exportações, saldo da balança comercial e movimento comercial .....	93
Tabela 2.1.3 – Remessas de lucros e dividendos, em relação aos fluxos de entrada e saída de recursos relativos a IED e empréstimos intercompanhia .....	94
Tabela 2.1.4 – Remessas de lucros e dividendos, em relação aos pagamentos de juros de empréstimos intercompanhia, royalties e serviços especializados .....	95
Tabela 3.4.1.1 – Participações de países selecionados no estoque de IED e remessas de L&D .....	107
Gráfico 3.4.1.1 – Remessas de L&D mensais totais, por ano .....	108
Tabela 3.4.2.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis de atividade econômica (2001-2004) .....	109
Tabela 3.4.3.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis monetárias (2001-2004) .....	112
Tabela 3.4.4.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis estratégicas financeiras (2001-2004) .....	115
Tabela 3.4.5.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis de atividade, monetárias e estratégicas (2001-2004) .....	117
Tabela 4.2.2.1 – Participação de setores selecionados no estoque de investimento estrangeiro direto no Brasil e remessas de lucros e dividendos no período 2001-2004 ..	122
Tabela 4.2.2.2 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis monetárias e estratégicas (2001-2004) .....	123
Tabela 4.2.2.3 – Equação para remessas de lucros e dividendos (LD), acumuladas em 12 meses, em relação a variáveis de atividade, monetárias e estratégicas (2001-2004) ..	126
Tabela 4.3.2.1 – Equação para remessas de lucros e dividendos (LD), em relação a contas do balanço patrimonial e índices econômico financeiros (1995 e 2000) .....	133



## **Introdução**

O desenvolvimento econômico dos países, em especial dos países emergentes, como o Brasil, inevitavelmente se relaciona com o investimento estrangeiro direto. No início do século XX era visível a presença de empresas estrangeiras nos mais diversos países e, no Brasil, vale lembrar os investimentos estrangeiros na área de geração e distribuição de energia elétrica, naquela época. À medida que os países, desenvolvidos ou em desenvolvimento, atraíam os investidores internacionais, ficava claro o interesse na absorção de novas tecnologias e capacidade organizacional e gerencial, que trariam ganhos de produtividade para os países como um todo. Nos primórdios, o investimento estrangeiro direto voltava-se, basicamente, para a obtenção de recursos e matérias-primas, em atividades primárias tais como a agricultura e a mineração. Eventualmente, uma parcela destinava-se à infra-estrutura, como o citado caso da energia elétrica.

Ao final da Segunda Guerra Mundial, a expansão internacional das empresas norte-americanas substituiu tal ênfase para a indústria, principalmente em países desenvolvidos da Europa e no Japão. Nestes, o investimento direto perdeu o caráter de busca de matérias-primas e passou a direcionar-se para a busca de mercados com grande potencial de consumo, eventualmente protegidos por barreiras comerciais, que impediam o acesso aos mesmos via exportação. Na ocasião, muitos governos viam o investimento estrangeiro direto com certa suspeição, devido a preocupações com a interferência política na soberania nacional, a dependência econômica e o eventual enfraquecimento das empresas domésticas.

Neste contexto, muitas políticas continham o avanço do investimento direto, que costumava ser bem-vindo no caso de políticas de substituição de importações, a exemplo do Brasil, nas décadas de 1950 e 1960. Na década de 1970, a escalada nos preços das mercadorias primárias, especialmente o petróleo, criou um excesso de liquidez internacional, capturada pelos países em desenvolvimento, que se mostravam menos interessados na atração de investimento estrangeiro direto e empresas multinacionais, já que podiam obter amplo financiamento nos mercados internacionais. Em muitos países houve, inclusive, diminuição do estoque de investimento estrangeiro direto ao longo daquela década, devido ao interesse decrescente também por parte das próprias empresas multinacionais.

A reestruturação da economia mundial, pós-crise do petróleo, na primeira metade dos anos 1980 e diante de recessão internacional, juros altos e crise da dívida externa nos países em desenvolvimento, levou a um sofrido processo de ajuste econômico, visando o

equilíbrio interno e externo em tais países. Neste contexto, o investimento estrangeiro direto viu-se ainda mais desestimulado, com o agravante dos altos riscos dos investimentos, decorrentes do baixo crescimento, dos elevados níveis de inflação e até controles e restrições sobre os fluxos financeiros intercompanhias. Somente a partir da segunda metade daquela década e, principalmente, no início dos anos 1990, é que os países passaram a empreender reformas significativas, promovendo a abertura comercial e financeira e abrindo, inicialmente, novas oportunidades para o capital externo, notadamente nos setores de infra-estrutura (transportes, energia, telecomunicações), tipicamente caracterizados como produtores de bens e serviços não-comercializáveis (“non-tradables”).

O processo de liberalização ao longo dos anos 1990 impulsionou muito o investimento estrangeiro direto e, conseqüentemente, as empresas multinacionais espelharam-se cada vez mais por todo o planeta, em uma escala crescente e abrangendo os países emergentes. Tal processo de expansão das atividades das empresas multinacionais, do qual o investimento estrangeiro direto é apenas uma parte, tem suscitado um longo debate nos meios acadêmicos, empresariais e políticos, em um tom bem mais favorável àquelas empresas, bem diferente da relativa hostilidade que marcava a percepção usual acerca das multinacionais nos anos 1960 e 1970.

Já não se questiona mais os benefícios potenciais que tais empresas podem trazer para os países receptores de investimentos, como capital, tecnologia, criação de empregos, aumento da competitividade e acesso a novos mercados, mas há muito a ser pesquisado sobre vários outros impactos econômicos no longo prazo, dentre os quais pode-se citar a contribuição no movimento comercial e no saldo do balanço de pagamentos dos países receptores e, também, o impacto em termos dos movimentos de capitais correlatos, envolvendo operações financeiras de financiamento e remessas de lucros e dividendos, para repatriamento de resultados no exterior.

Muitas são as nuances das atividades das empresas multinacionais que podem ser investigadas, envolvendo, por exemplo, o comércio, a tecnologia, o meio-ambiente, o mercado de trabalho e, sobretudo, as finanças corporativas. Os fluxos financeiros entre as multinacionais assumem diversas formas, iniciando-se com os ingressos e retornos de investimento direto e evoluindo para operações de exportações, importações e empréstimos intercompanhia, além de pagamentos relativos a “royalties”, licenças e prestação de serviços técnicos especializados.

Da concepção inicial do investimento direto como uma busca de matérias-primas e/ou novos mercados que não podiam ser atendidos eficientemente via comércio, as operações das multinacionais atingiram um grau de evolução muito mais sofisticado, devido às alianças e parcerias estratégicas estabelecidas em nível global. Assim, é razoável pensar que os repatriamentos de lucros e dividendos relacionam-se, em diferentes graus, a alguns dos determinantes que influenciam o investimento estrangeiro direto e, também, a variáveis de caráter financeiro e estratégico com que se deparam as multinacionais, em cada país onde atuam.

A literatura internacional sobre o investimento estrangeiro direto remonta aos anos 1950 e 1960, quando diversos autores passaram a abordar a questão não sob o ponto de vista da tradicional teoria neoclássica do comércio internacional, mas, sobretudo, a partir das concepções de organização industrial. A evolução das concepções teóricas evoluiu da discussão sobre o ciclo de vida da empresa multinacional e sua busca de poder de mercado para o debate atual sobre a formação de alianças estratégicas globais, destacando a importância de variáveis relacionadas ao nível da atividade econômica e dos mercados internacionais. Em paralelo, outros autores procuraram tratar o investimento direto como uma forma análoga ao investimento em carteira, apenas sendo de caráter mais longo ou definitivo, privilegiando as variáveis relacionadas aos fluxos financeiros, tais como os níveis e diferenças das taxas de juros, de câmbio e de inflação.

A partir de tais formulações, muitas correntes de interpretação do investimento estrangeiro direto se desenvolveram e, sobretudo, deram origem a importantes trabalhos empíricos no sentido da verificação de seus determinantes significativos. No Brasil não foi diferente e, ao longo da década de 1990, vários pesquisadores se dedicaram ao estudo dos determinantes dos ingressos de investimento direto na economia nacional, com relativo sucesso.

O investimento direto mostrou-se, de fato, um importante elemento equilibrador para o balanço de pagamentos brasileiro, nos últimos dez anos, contrabalançando, com fortes ingressos, saldos negativos verificados em transações correntes, na onda do grande volume internacional de investimento direto observado até o final de 2001, quando ocorreu retração devido ao clima de desconfiança global pós-ataques nos Estados Unidos.

Deve-se pensar, porém, que o investimento estrangeiro direto busca resultados para a matriz, através dos lucros de suas operações no exterior, que resultam em reinvestimento e crescimento de suas subsidiárias como, também, em repatriamento de lucros e dividendos para as matrizes. Ainda hoje, são relativamente escassos os estudos, em nível internacional,

acerca das características e determinantes dessas remessas e boa parte da informação e trabalhos disponíveis concentra-se nas multinacionais norte-americanas, devido ao consistente trabalho de coleta, elaboração e divulgação de dados realizado pelas autoridades daquele país.

Neste sentido, as pesquisas e a literatura sobre remessas de lucros e dividendos no Brasil ainda são incipientes. Embora, no nível do balanço de pagamentos, seja possível obter informações, de forma agregada, sobre os ingressos e saídas relativos ao investimento e aos lucros e dividendos, a composição agregada pouco colabora no sentido de permitir uma análise mais profunda acerca da natureza das remessas ao exterior.

A proposta deste estudo consiste em conciliar as abordagens oferecidas pela literatura acerca do investimento direto aos conceitos das finanças corporativas aplicadas a empresas multinacionais e identificar os principais determinantes das remessas de lucros e dividendos, propondo a validade de se utilizar uma abordagem mista, em modelos econométricos onde se mostram significativas variáveis relacionadas ao ambiente macroeconômico, representativas da atividade econômica e dos fluxos financeiros, no Brasil e no exterior, e, também, de aspectos microeconômicos ligados à gestão estratégica e à estrutura financeira das multinacionais operando no país.

Além da necessidade de promover uma amarração conceitual entre a teoria tradicional sobre o investimento direto, as finanças corporativas e a gestão financeira estratégica, uma das grandes dificuldades iniciais consistiu, justamente, na obtenção de dados para comprovar a hipótese de determinação múltipla das remessas de lucros e dividendos. Este estudo só se tornou possível devido à obtenção de dados junto ao Banco Central do Brasil, através do Departamento Econômico e do Departamento de Combate a Ilícitos Cambiais e Financeiros, que não somente se dispuseram a oferecer dados tradicionalmente não divulgados, por questões de complexidade de obtenção e sigilo, como, também, designaram diversos servidores para a montagem de bases de dados específicas para este estudo.

Obteve-se acesso, para o período entre janeiro de 2001 e dezembro de 2004, a um consistente conjunto de dados macroeconômicos relativos não somente às remessas de lucros e dividendos ao exterior, por país-sede do investimento estrangeiro e por setor de destino do investimento, mas, sobretudo, importantes séries temporais para operações intercompanhia, tais como ingressos e retornos de investimento direto, ingressos e amortizações de empréstimos intercompanhia, ingressos e pagamentos de amortizações referentes a operações de captação no exterior, na forma de empréstimos diretos e

colocação de títulos de curto, médio e longo prazos. Estas séries viabilizaram a elaboração de vários painéis de dados que possibilitaram estender a análise para o comportamento estratégico das multinacionais no Brasil, no sentido da avaliação da complementaridade ou não entre as remessas e outras formas utilizadas para a transferência de recursos entre matriz e subsidiárias.

Adicionalmente, obteve-se acesso a micro-dados relativos a cada uma das empresas respondentes aos Censos de Capital Estrangeiro no Brasil realizados em 1996 e 2001, com identificação descaracterizada de forma a respeitar o sigilo financeiro. A partir de contas selecionadas nas demonstrações financeiras, notadamente o balanço patrimonial e a demonstração de resultados, pôde-se avaliar as remessas de lucros e dividendos a partir de tais contas e índices-econômico-financeiros tradicionais, calculados para este fim. Espera-se, assim, contribuir para a análise de um tema, repatriamento de lucros e dividendos, que tem assumido peso crescente nas contas externas do país, com papel relevante na discussão do equilíbrio e da vulnerabilidade externa do país.

O capítulo 1 descreve a literatura tradicional sobre o investimento estrangeiro direto, desde as concepções iniciais, onde prevalecia a discussão acerca do ciclo de vida de uma empresa multinacional e sua busca por poder de mercado e internalização de ganhos, até as formulações atuais envolvendo a formação de alianças globais e sua influência sobre as estratégias corporativas e a distribuição internacional da produção. O foco central volta-se para a chamada abordagem eclética, proposto por John Dunning, e alvo de críticas e evolução constante. Apresentam-se, então, as principais considerações e conclusões de estudos empíricos realizados no exterior e no Brasil, com o intuito de identificar os determinantes dos fluxos de ingresso de investimento estrangeiro direto nos países receptores. Por fim, avaliam-se os principais desdobramentos e conseqüências do investimento direto, nos quais incluem-se as remessas de lucros e dividendos.

Os principais elementos da teoria das finanças corporativas aplicadas à gestão de empresas multinacionais são descritos no capítulo 2. Iniciando com os pressupostos para a tomada de decisão de investimento, destaca-se a importância da análise de variáveis financeiras tais como os níveis e diferenciais de taxas de juros, de câmbio e de inflação na escolha de alternativas nos mercados internacionais, estabelecendo um paralelo entre o investimento de portfólio, caracteristicamente de curto prazo, com o investimento direto e sua perspectiva de longo prazo. Destaca-se, inclusive, a opinião de autores para os quais a decisão de investimento das empresas multinacionais pode ser explicada integralmente à luz da ótica financeira. Em seguida, a discussão estende-se para a formação da estrutura

financeira da multinacional, enfatizando a importância da determinação do custo de capital a nível doméstico, em cada país onde atua, e a composição do custo de capital médio em nível internacional. Tal informação mostra-se fundamental na elaboração do orçamento internacional de capital, que influencia as decisões relativas à distribuição dos resultados obtidos no exterior, os quais devem ser reinvestidos e/ou repatriados para a matriz. A decisão de efetuar ou não remessas de lucros e dividendos encerra o capítulo, descrevendo os resultados empíricos obtidos em relativamente estudos internacionais contemporâneos.

Como afirmado anteriormente, o presente estudo avalia os lucros e dividendos remetidos sob três óticas: a dos países-sede da “holding” que deu origem ao investimento direto, a dos setores onde o investimento se efetuou e, com maior detalhe, a de cada empresa receptora do investimento direto. O capítulo 3 inicia-se com uma descrição da evolução recente, nos últimos dez anos, das remessas de lucros e dividendos, confrontando-as com o desenvolvimento da atividade econômica doméstica e os indicadores externos e financeiros do país no período, tais como o câmbio, a inflação e os juros. Busca-se, de imediato, apresentar o tema sob uma perspectiva histórica e conjunta, em termos macroeconômicos, da concepção tradicional sob a ótica da organização industrial e da teoria do capital financeiro.

A segunda parte do capítulo 3 procede a uma breve revisão teórica sobre a técnica econométrica de análise de dados em painel, escolhida em função de permitir tratar os dados simultaneamente em termos de evolução temporal e em termos de unidades “cross-section”, ou seja, países ou setores de atividade econômica. A descrição compreende os principais testes inerentes à técnica e que permitem identificar a vantagem de sua utilização, diante da regressão clássica e, também, a escolha do melhor ajuste entre o modelo de efeito fixo, que destaca a importância das variáveis “cross-section”, e o modelo de efeito variável, que também incorpora a possibilidade de alterações significativas das variáveis ao longo do tempo.

Em seguida, apresenta-se o modelo especificado, com considerações relevantes sobre o comportamento da variável “remessas de lucros e dividendos” no período em questão, que leva à necessidade de eliminação de “outliers” e caracterização de sua sazonalidade. Procede-se, então, ao ajuste de um modelo para cada abordagem considerada e, ao final, mostra-se que um modelo misto é o que melhor se adequa à análise. Adicionalmente, é mostrado um modelo ajustado para o tratamento das remessas de lucros e dividendos sob a perspectiva de volumes acumulados ao longo de 12 meses, coerente

com o horizonte de planejamento de curto prazo das empresas, ressaltando-se os bons resultados obtidos.

A avaliação na perspectiva dos setores de atividade econômica consta do capítulo 4, onde, apesar de limitações de dados discriminados por setor, identifica-se dois modelos de ajuste, para dados mensais e acumulados em 12 meses. Apesar do menor poder explicativo diante da análise por países de origem, os resultados mostram-se significativos, embora o modelo isto não incorpore o aspecto da atividade econômica, evidenciando a necessidade de se aprofundar os estudos a respeito. Por fim, com base nos dados individualizados por empresa e setor de atividade, e, não obstante a não-utilização de informações sobre a lucratividade e rentabilidade das empresas, é apresentado um modelo bastante significativo para as remessas de lucros e dividendos, com base nas contas patrimoniais e tradicionais indicadores econômico-financeiros.

A Conclusão traz a avaliação do resultado do estudo, propondo a validade do mesmo diante das limitações de escopo, dados, hipóteses e premissas adotadas, e sugere formas de evolução da pesquisa sobre o tema, desde a obtenção e estrutura dos dados até as técnicas com grande potencial de utilização, em futuros desdobramentos de pesquisa.

## Capítulo 1 – Teorias sobre o investimento estrangeiro direto (IED)

### 1.1 – Introdução

A posse de ativos, produtivos e/ou financeiros, em países estrangeiros, apresenta formas distintas para indivíduos e empresas. Uma dessas formas é o investimento estrangeiro direto (IED) que, conforme definição da OCDE (1998), é definido como “o capital investido com o propósito de aquisição de um interesse durável em uma empresa e de exercício de um grau de influência nas operações daquela empresa”. O IED difere do investimento em portfolio (ou carteira) à medida que envolve a propriedade, parcial ou total, do ativo em questão, enquanto que os investidores em portfolio motivam-se pela taxa de retorno sobre o ativo.

Embora o termo IED leve a pensar em termos de investimento real e fluxos internacionais de capital, não necessariamente há fluxos de capital ou investimento em capacidade, já que, conceitualmente, trata-se de uma extensão do controle corporativo além das fronteiras internacionais. Assim, há operações que não envolvem dinheiro, mas apenas uma transferência internacional da titularidade de ativos corporativos. Convencionou-se que a nomenclatura IED é aplicável para operações em que o investidor adquira quantidade igual ou maior do que dez por cento das ações com direito a voto em uma empresa no exterior. Não há, portanto, necessidade de controle da operação no exterior, para caracterizar o IED. Outro aspecto interessante é que o conceito não se aplica à nacionalidade do investidor, mas à sua residência.

O chamado “interesse durável” pode estar relacionado a um novo empreendimento (chamado, em inglês, de “*greenfield*”), a “*joint-ventures*”, ou mesmo à aquisição direta ou fusão com uma empresa no exterior (em inglês, “*cross-border mergers and acquisitions*”). Uma vez estabelecido o IED, sua expansão pode ocorrer na forma de novas injeções de capital, empréstimos intercompanhia e reinvestimento total e parcial de lucros. Não é considerado IED, entretanto, o recurso proveniente de operações de crédito que a subsidiária ou afiliada venha a tomar no mercado doméstico ou internacional.

A importância dos fluxos internacionais de capital fica clara quando se observa que os países valem-se da poupança do resto do mundo para financiar seu crescimento, quando os níveis domésticos de investimento excedem a capacidade de geração própria de poupança, o que fica evidente, por exemplo, quando se analisa a história recente dos Estados Unidos, desde a década de 1980. Por outro lado, para os países com grande volume de poupança, os fluxos permitem investimentos a taxas de retorno superiores



àquelas que se obteria internamente, destacando-se aqui os exemplos da Inglaterra, ao longo do século XIX, e do Japão, também desde os anos 1980.

Conforme LIPSEY (1999), os fluxos de IED diferem dos fluxos de investimento em portfolio, dentre outras razões, pelo fato de que têm uma relação diferente com os mercados financeiros, seja nos países investidores, seja nos países receptores. Nestes mercados, os fluxos tendem a resultar de oscilações nas taxas de juros e de câmbio. Por outro lado, os fluxos relacionados ao IED tendem a ser mais relacionados com a dinâmica interna das empresas multinacionais (EMNs) e vale observar que não há cancelamentos entre entradas e saídas. Basta imaginar, por exemplo, um IED, de mesmo valor, de uma EMN brasileira na Argentina, e de uma EMN argentina no Brasil. A posição internacional de investimentos dos dois países tem acréscimo tanto no ativo quanto no passivo. Um outro aspecto que difere o IED do portfolio também é a maior concentração do primeiro em um menor número de países.

LIPSEY (2001) observa que os fluxos e os estoques de IED diferem bastante do que é preconizado pelas teorias tradicionais acerca do IED, destacando a pequena relação entre as mudanças nos estoques de IED e as mudanças na produção. Em LIPSEY (2000), questiona-se, inclusive, o grau de influência dos fluxos de IED sobre a formação de capital. Um exemplo citado refere-se ao caso do investimento em uma empresa *holding* em um certo país, a qual controla outras empresas locais voltadas para a produção. Um outro problema decorre do fato de que as informações sobre a posição internacional de investimentos em um país normalmente não sofrem correção dos valores ao longo do tempo, ou seja, os registros são feitos sobre bases históricas, distorcendo as análises.

Várias são as teorias acerca da produção internacional, começando com a abordagem do poder de mercado, monopolista ou oligopolista, desenvolvida por Hymer, Kindleberger e Caves. Em seguida, vem a teoria da internalização, com os trabalhos de Buckley e Casson, que se mostram contemporâneos à fase inicial dos trabalhos de Dunning, que vieram a resultar no seu desenvolvimento da abordagem eclética. Há, também, abordagens que enfatizam os aspectos da concorrência entre indústrias, conforme Vernon e Cantwell, além de uma linha mais preocupada com os aspectos macroeconômicos do desenvolvimento e o papel dos governos, que conta com contribuições de Kojima e Ozawa, dentre outros. Paralelamente, outras abordagens valem-se da teoria do comércio internacional e da teoria dos mercados de capitais e dos negócios internacionais para tratar do tema, sendo que esta última interessa especialmente aos objetivos deste estudo, como se verá adiante.

A produção acadêmica sobre o IED remonta ao início da década de 1960, na seqüência da discussão iniciada por PENROSE (1956) acerca da relação entre o crescimento da firma e a busca de oportunidades no exterior via investimento. Neste trabalho, já se chamava a atenção para os aspectos da relação entre custos e benefícios do IED, salientando o fato de que, com o passar do tempo, países menos industrializados poderiam vir a ter problemas em seu balanço de pagamentos devido à atração de investimento estrangeiro como uma forma de acelerar a taxa de formação de capital. Isto aconteceria à medida que as remessas de lucros e dividendos fossem crescendo, diante do aumento incontável do estoque de passivos com o exterior.

Ainda naquela década, John H. Dunning iniciou sua longa trajetória de pesquisa sobre o IED e a EMN, trabalho que se aproxima de cinco décadas e no qual brilham as contribuições mais recentes, acerca da globalização e do capitalismo de alianças (DUNNING, 2001, 2002a e 2002b).

## **1.2 – A abordagem do poder de mercado e a internalização**

O ponto de partida para uma análise mais criteriosa do IED inicia-se, de fato, na década de 1960. DUNNING & RUGMAN (1985), analisando a contribuição seminal do trabalho de HYMER (1970, 1976), com a teoria das vantagens monopolísticas do IED, destacam a grande contribuição deste no sentido de não se ater às amarras da teoria neoclássica do comércio e da teoria de finanças, ao abordar a EMN com base na teoria da organização industrial. Ambos recordam que, no contexto da época, não havia uma teoria em separado para tratar do IED, o qual se confundia com o investimento em portfólio. Sob o pressuposto de concorrência perfeita e mercados eficientes, sem custos, os capitais fluiriam em resposta aos diferenciais nas taxas de juros ou nos lucros. Naquele contexto, nem mesmo se questionava por que havia o IED e as EMNs, e as atenções freqüentemente voltavam-se para a questão do “onde”, da localização, embora a dimensão espacial e geográfica tenha sido relativamente omitida por Hymer.

A ênfase de Hymer sobre a estrutura de mercado e a natureza dinâmica das vantagens das EMNs em termos de propriedade seguiu-se ao trabalho de VERNON (1966), que enfatizou os ciclos de vida dos produtos e do IED e as reações oligopolísticas por parte das EMNs, destacando que as imperfeições nas estruturas de mercado decorreriam do fato de que empresas oligopolísticas procurariam criar barreiras através da diferenciação de produtos no mercado.

Um outro aspecto abordado por Hymer tratou das vantagens da diversificação internacional, ao perceber que os lucros em um país poderiam ser negativamente correlacionados àqueles em outro país. Assim, um investidor poderia buscar estabilidade nos lucros, via diversificação. Assim, já na década de 1960, o autor foi capaz de desenvolver uma intuição acerca dos modelos de precificação de ativos de capital.

Ao invés de perceber o IED como um processo internacional de troca de ativos e passivos, Hymer concentrou-se na EMN sob o ponto de vista da produção, e não da troca internacional. Daí resultou que a teoria da produção internacional consolidou-se, ao longo dos anos, com ênfase na transferência de ativos não-financeiros e intangíveis pelas EMNs, com base nas importantes contribuições de John Dunning e outros autores. Outra preocupação de Hymer consistia em avaliar os prós e contras das EMNs. Sua visão considerava as EMNs como “um substituto para o mercado, enquanto método de organização da troca internacional” (HYMER, 1970, p.441). A preocupação com o crescente poder das EMNs e os potenciais conflitos com os Governos apontava-as como integradoras de uma indústria em diferentes países, o que requereria uma estratégia de equilíbrio de poder baseada na integração de indústrias em um só país e no desenvolvimento de sólidas ligações entre países, para facilitar os fluxos de bens e informações, de forma a assegurar o equilíbrio de forças.

Hymer apontava a EMN como sendo resultante de imperfeições dos mercados, contexto no qual ela se mostrava hábil para segmentar mercados, evitar concorrência e explorar certas vantagens. O controle dos ativos no exterior permitiria minimizar riscos e facilitar a busca de poder monopolístico. Tais imperfeições incluiriam as economias de escala, as vantagens resultantes da posse de tecnologia e conhecimento, as redes de distribuição, a diversificação de produtos e as vantagens em termos de crédito, inclusive. Um dos pontos falhos desta abordagem, posteriormente corrigidos por DUNNING (1981) estava na pouca importância dada aos custos de transação, praticamente ignorando o trabalho de COASE (1937). Ou seja, Hymer não percebeu que a EMN internalizaria as transações com o propósito de capturar ganhos de atividades separadas, mas possuídas em comum.

DUNNING & RUGMAN (1985) também comentam que as idéias de Hymer, ao enfatizar o controle dos mercados pelas EMNs, contribuíram para a literatura moderna sobre gestão estratégica. Todavia, Hymer não teria vislumbrado a capacidade das EMNs de transferir preços e mover ativos, recursos e produção entre diferentes localidades. Outros pontos falhos da abordagem de Hymer também estariam na pouca importância dada a

aspectos políticos, tais como os benefícios da transferência de tecnologia e os impactos do IED e das EMNs sobre as nações em desenvolvimento. A discussão entre o poder das EMNs sobre os mercados e os conflitos com os interesses nacionais vai além do trabalho de Hymer.

A questão da exploração de vantagens competitivas pela EMN, devido às falhas estruturais de mercado, também foi explorada por KINDLEBERGER (1969), que destacou a impossibilidade da existência de motivação para o IED, caso houvesse competição perfeita de bens e fatores em nível mundial, já que, neste caso, as firmas locais estariam mais próximas dos centros de decisão. Assim, a estrutura dos mercados é que motivaria o IED, principalmente na presença de vantagens de caráter monopolístico.

CAVES (1971) procurou relacionar a teoria do IED à estrutura industrial, argumentando que as firmas em estruturas oligopolísticas tenderiam a se tornar multinacionais para obter vantagens a partir de seus investimentos em pesquisa e propaganda. Sua contribuição maior está na classificação do IED em horizontal, em que a matriz produziria na afiliada os mesmos bens do país investidor, e em vertical, basicamente caracterizado pela busca de insumos, notadamente matérias-primas.

A esse respeito, VENABLES et al (2002) sugerem somente duas razões principais para que uma firma se torne multinacional: melhor servir um mercado local ou obter custos mais baixos para os insumos que utiliza. Assim, estabelece-se claramente a diferença entre o IED horizontal e o IED vertical. O primeiro busca redução nos custos de distribuição para se atender um certo mercado e o segundo busca redução nos custos de produção, criando comércio, por sua vez.

A teoria da internalização foi originalmente desenvolvida por BUCKLEY & CASSON (1976, 1981), que afirmam que a EMN compõe-se de várias atividades interligadas, tais como pesquisa, produção, marketing e finanças, que criam vários produtos tangíveis e intangíveis, como o conhecimento, e haveria, portanto incentivos para internalizar este processo e se instalar em mercados locais. Posteriormente (BUCKLEY, 1988; BUCKLEY & CASSON, 1985, 1992), os autores refinaram sua teoria e concluíram que, dentre as vantagens da internalização, poder-se-ia citar o controle de etapas cruciais dos insumos de produção, o controle do mercado via políticas discriminatórias de preços, a possibilidade de evitar as incertezas comuns em processos de transferência de tecnologia e até contornar potenciais intervenções por parte dos governos locais.

### **1.3 – A abordagem eclética da teoria da produção internacional**

Segundo Dunning, várias seriam as abordagens históricas sobre as razões do IED. Com relação à chamada “Abordagem da Pesquisa”, fez uma resenha sobre as pesquisas realizadas nas décadas de 1950 e 1960 sobre as motivações para o IED. Suas críticas às pesquisas incluíram, por exemplo, a discussão sobre o fato de que as informações não permitiam distinguir investimentos majoritários de minoritários, além da distinção entre os fatores que levavam ao investimento no exterior daqueles que influenciavam o simples crescimento da produção internacional. Nas empresas, quando muito, identificavam-se os fatores que influenciam a produção internacional, mas não era possível avaliar objetivos particulares e nem mesmo classificar os fatores em ordem de importância.

O IED pode, também, ser visto como uma das várias formas de se explorar um mercado estrangeiro. Dunning destaca que a teoria de VERNON (1966) sobre o ciclo de vida de IED enfatiza o papel das inovações na criação de novos padrões de comércio, mas não é explicação suficiente. Um outro motivo é deter fontes de recursos (matérias-primas, por exemplo) no exterior.

Pode-se avaliar o IED, também, a partir da análise da alocação territorial dos recursos e empresas e do comércio entre empresas dentro das fronteiras nacionais. A “teoria da localização” tem, portanto, pouco a contribuir em termos de explicação sobre o nível ou composição da produção internacional. Há, ainda, a questão da hierarquia espacial da atividade econômica. Todavia, não se considera a possibilidade da EMN de transferir capital humano e conhecimento a custo quase zero entre países.

A contribuição básica de DUNNING (1973) foi no sentido de encontrar explicações sobre as razões das firmas investirem no exterior (teoria do investimento, sob o ponto de vista micro), onde elas procuram se localizar (teoria da localização) e o que determina a quantidade e a composição da produção internacional (teoria do comércio internacional e da organização industrial). Para o autor, os economistas valiam-se das seguintes fontes usuais de informação sobre as EMNs:

- informações dos governos sobre os fluxos de entrada e saída e os estoques de IED. A falta de padronização resultava em pouca comparabilidade entre países e mesmo entre anos;
- pesquisas realizadas por instituições ou indivíduos, na forma de estudos de caso sobre países ou setores específicos;
- bancos de dados disponíveis em organizações tais como UNCTAD, OCDE e FMI.

Para Dunning, a pergunta “por que a produção internacional” é menos interessante do que “por que a taxa atual de crescimento da produção internacional” ou “por que a atual geografia e padrão da produção internacional”. O foco deve estar na dinâmica da EMN e nos estudos comparativos. Adicionalmente, sugere a importância de aprofundar os estudos em termos de países e setores econômicos: daí o foco do presente estudo em avaliar os resultados por países investidores e setores da economia.

As EMNs parecem tender a se concentrar em setores que apresentam taxas de crescimento consistentemente superiores às da economia mundial, além de que parecem ser mais lucrativas e crescer mais rápido do que empresas sem tal estratégia de expansão. Adicionalmente, à medida que as empresas crescem em tamanho e se estabelecem, as chances de encontrar concorrência são menores e, além disso, com o crescimento, reafirmam suas vantagens competitivas. Por fim, Dunning destaca que os Governos locais não afetam tanto a decisão de “por que a produção internacional” mas influenciam a decisão de “quanta produção internacional”.

DUNNING (1977, 1979) resumiu as três características que influenciariam a decisão de investir no exterior via IED, destacando o grau em que a EMN possui ativos que seus concorrentes, atuais ou potenciais, não possuem, o interesse de vender ou alugar estes ativos a outras firmas ou usá-los por conta própria e a lucratividade na exploração destes ativos, junto com as especificidades dos recursos disponíveis em outros países, na comparação com o país-sede.

Assim construiu a abordagem eclética da teoria da produção internacional, segundo a qual uma empresa tem vários caminhos para crescer. A princípio, pode diversificar horizontalmente (novos produtos) ou verticalmente (novas atividades), adquirir empresas existentes e explorar mercados estrangeiros. As abordagens para testar a teoria da produção internacional procurariam explicar o padrão do IED em termos das vantagens de propriedade das EMNs e investigar os determinantes de se explorar mercados estrangeiros via comércio ou outras formas (presença local, licenciamento). Pode-se, também, examinar o nível e a composição em termos das características de propriedade e localização e incorporar a idéia de internalização às três anteriores, relacionando as dotações específicas das empresas às dos países-sede.

DUNNING afirma que a abordagem eclética permite relacionar a configuração (OLI – *ownership, location, internalization*) com que se depara cada EMN com variáveis estruturais diversas, dentre as quais se destacam o país, o setor e as específicas às firmas.

Não por acaso, trata-se das três análises realizadas neste estudo, com base na técnica de dados em painel, nos capítulos 3 e 4.

De modo geral, pode-se resumir a abordagem eclética como uma síntese das características essenciais das abordagens voltadas para a análise da produção internacional (DUNNING, 1988b), da seguinte forma:

- “*Ownership advantage*”: são aquelas vantagens que as empresas têm sobre outras empresas na mesma localização, tais como tamanho, poder de monopólio e melhor capacidade de utilização dos recursos;
- “*Internalization advantage*”: O uso destas vantagens pode ser preferível a, por exemplo, internalizá-las, na forma de venda ou aluguel das mesmas.
- “*Locational advantage*”: utilização das vantagens junto com alguns fatores disponíveis fora do país-sede.

Para Dunning, a produção internacional poderia ser baseada na exploração de recursos ou voltar-se para a manufatura substitutiva de importações ou para a constituição de uma plataforma de manufatura de exportações. Outra tendência seria o comércio e distribuição, para maior presença local, e também a prestação de serviços auxiliares, tais como os financeiros, e outros como hotéis e empresas aéreas.

Aprofundando a análise, no que diz respeito à interação entre os governos locais e as EMNs, Dunning chegou a algumas conclusões em termos de políticas relativas ao IED:

- as abordagens deveriam ser setorializadas, ao invés de generalizadas;
- o impacto do IED e das EMNs deve ser analisado como um todo, e não caso a caso;
- os impactos são determinados pelos governos locais, dos países investidores e, logicamente, pelas próprias EMNs;
- os governos locais não deveriam ter idéias pré-concebidas sobre a forma de operação das EMNs;
- as negociações entre os governos e as EMNs são difíceis devido às dificuldades na avaliação, nos objetivos e nos valores de cada um.

A partir dessa interpretação envolvendo aspectos da política dos diversos países relativamente ao IED, DUNNING (1985) passou a se preocupar com o papel das EMNs na economia mundial, apresentando estudos de caso sobre os países, em grupos constituídos por grandes fontes de investimento estrangeiro (Japão e Suécia), grandes receptores (Portugal e Canadá), países equilibrados (Reino Unido e Alemanha) e países em

desenvolvimento (Coréia do Sul e Cingapura). Neste trabalho, Dunning destacou a importância da EMN em termos da eficiência alocativa entre setores da economia e da eficiência técnica, em si, embora enfatizando a tensão básica existente entre o poder monopolístico da EMN e a contribuição desta para a redução dos custos de transação.

Neste contexto mais politizado, observa-se uma outra vertente sobre as razões que levam ao IED, a qual é encontrada na chamada Escola Japonesa. KOJIMA & OZAWA (1984) sugerem que o mercado é incapaz de lidar eficientemente com o ajuste industrial no mercado global e que o governo deveria intervir, encorajando o comércio e o IED, até mesmo participando de “joint ventures” e empréstimo de recursos. A EMN seria, então, um instrumento através do qual um país poderia avançar sua vantagem comparativa em termos comerciais. Os autores criticam, então, a abordagem OLI como sendo micro-orientado e de uso limitado na formulação de políticas nacionais com relação ao IED, sejam os países investidores ou receptores. As limitações desta abordagem decorrem de sua natureza eminentemente neoclássica, que impede uma avaliação dos efeitos sobre o bem-estar e dos benefícios de uma administração comum das atividades em diversos países.

Uma outra linha de análise do IED encontra-se na chamada Escola Sueca, que teve início com o trabalho de JOHANSEN & WEIDERSHEIM (1975), analisando a internacionalização de empresas suecas. Os autores posteriores seguiram uma linha de análise voltada para os efeitos (“*spillovers*”) do IED, em que a preocupação maior é com a geografia das EMNs e os aspectos da integração econômica regional, a difusão de tecnologia e os consequentes ganhos de produtividade e de salários. Destacam-se os trabalhos de Braconier, Blonigen, Ekholm, Swedenborg e, principalmente, BLOMSTROM & KOKKO (1997).

#### **1.4 – A abordagem do capital financeiro**

Uma visão alternativa sobre o IED estaria baseada na “Teoria do Capital Financeiro”, segundo a qual, com base na teoria dos movimentos internacionais de capital, estes ocorreriam em função das diferenças nas taxas de juros entre países. Assim o dinheiro fluiria enquanto o retorno além do custo de capital excedesse os ganhos domésticos. Como consequência do desenvolvimento das teorias sobre o comportamento do investidor e da alocação de recursos, Dunning observou que alguns autores afirmavam que o estoque de investimento, doméstico e no exterior, depende do nível das taxas de juros e das avaliações de risco, enquanto que os fluxos dependem das mudanças nas taxas.



Tais modelos explicariam os fluxos de portfólio, mas trariam explicação apenas parcial para a formação de capital a partir do IED. No IED, não se trata apenas de uma relação entre poupadores e tomadores de recursos, mas, também, da lucratividade que se pode obter a partir da aplicação de capital, tecnologia e capacidade organizacional a recursos em diferentes países.

Restava a dúvida sobre qual seria o determinante, se o diferencial de taxas de juros ou a expectativa acerca da lucratividade. Em termos dos fatores macroeconômicos, poder-se-ia pensar em termos de população, avanços tecnológicos, melhoria nos termos de troca, taxa de poupança interna e até variáveis monetárias (desde que a demanda por ativos seja capaz de influenciar a demanda por bens e serviços).

Dunning comenta que se pode estender a teoria acerca de investimento corporativo doméstico para as atividades internacionais das firmas. Uma primeira abordagem consiste em analisar as decisões de IED como uma extensão da teoria de alocação de carteiras, ajustando-se o modelo de MARKOWITZ (1959) de forma que as firmas maximizem uma função de utilidade positivamente relacionada aos retornos e negativamente relacionada ao risco. Como os resultados se mostraram inconclusivos, surge uma abordagem mais consistente com o modelo de portfólio, relacionando as decisões de alocação geográfica às taxas de retorno pós-impostos. Tal abordagem teria mostrado maior consistência.

Dunning destacou, também, a aplicação de modelos de formação doméstica de capital pelas firmas à explicação sobre o IED. Neste sentido, destaca duas linhas de pesquisa: primeiro, uma extensão da *teoria neoclássica de investimento*, que assume a maximização do valor de mercado como o objetivo das empresas. Alguns pressupostos seriam que o investimento estaria diretamente ligado ao volume de vendas e às taxas relativas de lucro. Outras variáveis financeiras seriam mais importantes do que a estrutura de mercado ou fatores tecnológicos, e novos investimentos teriam como objetivo o aumento de participação no mercado e, não necessariamente, maximização dos lucros. Neste contexto, teorias de investimento baseadas em concepções domésticas não se adequariam a estratégias globais. Segundo, uma outra abordagem considera que os IEDs seguem *uma perspectiva puramente geográfica*. Por exemplo, países com maiores taxas de crescimento do PIB atrairiam mais IED.

O fato é que Dunning não se mostrou convencido pela Teoria do Capital, em termos da explicação dos motivos para o IED, pois a mesma não abordaria o foco do “por que” e, quando muito, assumindo a existência do IED, explicaria a influência na alocação a partir de crescimento de mercado e taxas de lucratividade. A preocupação com a fonte de

recursos para o investimento subestimaria, por exemplo, os setores intensivos em trabalho. A taxa de lucro também não seria um bom indicador na presença de um grande comércio entre afiliadas, por exemplo.

Uma abordagem complementar à eclética de Dunning, como este mesmo reconhece, trata dos aspectos financeiros e é proposta por ALIBER (1970, 1983), o qual defende uma abordagem que considera complementar, e não excludente, com relação à abordagem eclética. Tratando dos aspectos financeiros, afirma que o fato mais relevante não é o engajamento da EMN na produção externa, mas o financiamento de parte desta produção na moeda doméstica do país-sede, ou seja, a ótica é financeira, no sentido de que a EMN se destaca pela sua habilidade em lidar com ativos geograficamente dispersos e em diferentes moedas. Assim, a EMN tira proveito de imperfeições estruturais ou transacionais existentes nos mercados internacionais de capital e de moedas, podendo, então, ter vantagens sobre firmas restritas a um único país, tanto maiores quanto maiores forem aquelas imperfeições. Dunning, por sua vez, afirma que os fatores identificados na abordagem eclética podem afetar, direta ou indiretamente, os mercados financeiros e, assim, influenciar o orçamento de capital das EMNs. No capítulo 3, evidencia-se a influência tanto de variáveis financeiras quanto não financeiras sobre as remessas de lucros e dividendos das EMNs operando no Brasil, conciliando, portanto, Dunning e Aliber.

De forma mais incisiva, autores, como DOUKAS & TRAVLOS (1988) procuraram encontrar justificativas puramente financeiras para o IED e, ao examinar os efeitos, sobre os preços das ações, decorrentes de aquisições internacionais, acharam algumas evidências suportando a internacionalização, sob o ponto de vista de aumento do valor da empresa adquirente, no país sede. Tal postura revela-se por demais concentrada em um só elemento explicativo e não atende, portanto, à proposta deste estudo.

De maneira mais ponderada, RAZIN (2002) aborda, com profundidade, os aspectos financeiros relacionados às motivações para o IED. Sua argumentação explica que tanto os trabalhos teóricos quanto empíricos acerca do tema têm procurado explicar a distribuição geográfica do IED ou mesmo a característica cíclica dos mesmos, como o fazem LEVY-YEYATI et al (2003), com a utilização de variáveis macroeconômicas. Recuperando idéias inicialmente propostas por KINDLEBERGER (1969), afirma que a questão não deve tanto ser porque o capital flui para um certo país, mas porque alguns tipos de ativos valeriam mais sob controle estrangeiro do que doméstico, implicando a possibilidade de maior lucratividade sob controle estrangeiro ou menor custo de capital e, conseqüentemente, um maior valor presente para os ganhos oriundos da atividade.

Abordando os aspectos relativos a informação assimétrica entre agentes internos e externos às EMNs e questões envolvendo conflitos de agência entre proprietários das mesmas e seus administradores, RAZIN & SADKA (2002) defendem que, conhecendo a produtividade específica da firma (EMN), a administração estabelece regras rígidas quanto à obtenção de financiamento e supera seus competidores, principalmente firmas locais, que não conseguem competir com as firmas de categoria superior (as EMNs).

Valendo-se da teoria acerca da estrutura de capital corporativa, Razin estabelece uma ordem de preferências (“pecking order”) entre os três tipos de fluxos de capitais: capital de terceiros (“debt”), capital próprio (“equity”) e IED. Neste sentido, as firmas domésticas e as EMNs teriam mais informações sobre as oportunidades reais de investimento do que os investidores em portfolio, caracterizando uma assimetria de informações. A idéia central é que as firmas preferem financiamento próprio (caixa/lucros retidos ou IED, no caso de fluxos externos) a financiamento de terceiros, situação em que recorrem primeiro à forma considerada mais segura, empréstimos (domésticos ou externos) e, por fim, aumentam a participação de terceiros no capital, emitindo ações no mercado doméstico e/ou externo.

Além disso, Razin destaca que o IED não só contorna restrições de financiamento freqüentemente enfrentadas pelas competidores locais no país receptor como, também, assegura o controle da firma local, o que nem sempre é o caso dos investidores em portfolio. Neste caso, a condição interna à firma garante uma vantagem informacional frente a outros investidores. Adicionalmente, considera que as EMNs contam com vantagens adicionais em termos do acesso a recursos no mercado internacional. Como consequência do menor custo de capital, aumentaria o valor dos investimentos percebido pelas EMNs, comparativamente à percepção dos potenciais investidores domésticos, relativamente desinformados.

Na prática, isto pode ser observado pela maior proporção de fluxos de IED, em relação a portfolio e empréstimos, nos países com maior risco-país e com maior risco de crédito interno. Nesta situação, a “superioridade” administrativa das EMNs é maior quanto mais fracas forem as práticas de governança corporativa e menos desenvolvidos forem os mercados de capital locais.

GOLDSTEIN & RAZIN (2002) exploraram a questão da diferença entre o investimento em portfolio e o IED, a partir do conceito de informação assimétrica. Neste sentido, o investidor direto teria uma vantagem informacional sobre o investidor em carteira, à medida que conhece melhor a produtividade da firma e pode atuar

decisivamente na sua gestão. Assim, investidores mais receosos diante dos prováveis efeitos de um choque de liquidez, por exemplo, tendem a fazer investimentos em portfólio, ao invés de IED. Isto faz com que a volatilidade dos investimentos em portfólio seja mais elevada, causando um número maior de reversões.

Além disso, como, diante de um choque de liquidez, o investidor direto tende a obter um menor retorno de seus projetos de investimento, acaba exigindo uma maior taxa de retorno, em compensação. Os autores chamam a atenção para o fato de que, conforme a teoria de finanças corporativas, o retorno sobre empréstimos (*debt*) é menos sensível a problemas decorrentes da informação assimétrica, o que reforça a atração de investidores mais preocupados com a liquidez, ao invés daqueles que procuram investir em IED. Portanto, caberia aos Governos interessados em estimular o IED, criar melhores condições de atratividade para o mesmo, aumentando as condições de transparência, de um modo geral.

Os aspectos financeiros do IED são abordados também por GRAY (1999), que desenvolveu a chamada abordagem do envolvimento econômico internacional (*IEI – International Economic Involvement*), onde cobre aspectos-chave das atividades econômicas das EMNs, tais como a importância do capital do conhecimento, o IED e o comércio intrafirma, o papel dos governos em termos de incentivos à competitividade via melhor infra-estrutura e, sobretudo, o papel dos fatores financeiros como as taxas de câmbio e juros, influenciadas por decisões governamentais de políticas cambiais e monetárias.

### **1.5 – As críticas à abordagem eclética e a evolução para uma abordagem estratégica relacionada às alianças globais**

A abordagem eclética recebeu várias críticas, dentre as quais a de BATRA (1986), segundo o qual o contexto em que aquele se desenvolve é de equilíbrio parcial. Para contornar esta limitação, focou sua atenção no IED em países em desenvolvimento, que receberiam mais tecnologia do que propriamente capital, e sugeriu um modelo de equilíbrio geral. Suas conclusões a respeito da estratégia da EMN com relação à tecnologia e capital sugerem que, somente no caso em que a transferência de tecnologia estiver acompanhada de significativo aporte de capital haverá ganho para o país receptor, em termos de emprego e renda.

A partir das críticas, DUNNING (1989) reformulou a abordagem eclética e sugeriu possíveis extensões. O autor reafirmou a validade do mesmo e considerou-o uma

importante proposta para a análise não somente do racional econômico da produção econômica, mas, também, de questões organizacionais e de impactos da atividade das EMNs.

Alguns pontos mereceram, então, especial atenção. A partir da crítica formulada a Hymer, o autor reconheceu a importância da distinção e da inter-relação entre as imperfeições de mercado estruturais e as transacionais, que dependeriam das características das firmas dos seus produtos e dos mercados onde operam. As vantagens competitivas decorrentes da propriedade dos ativos deveriam ser capazes de compensar os custos decorrentes de uma operação no exterior.

Com relação à internalização, o autor sugere que é de interesse da EMN com vantagens decorrentes da propriedade poder transferi-las entre países sem que tenham de se desfazer de suas operações. Quanto maiores forem os custos percebidos diante das falhas de mercado, mais as EMNs tendem a explorar suas vantagens competitivas via produção internacional, ao invés de associar-se a empresas estrangeiras.

No que diz respeito à localização, Dunning reconheceu que não seria possível tratar isoladamente a questão e, assim, falhas de mercado de fato influenciariam as decisões de localização das EMNs. Tais imperfeições incluiriam, por exemplo, a possibilidade de redução de riscos cambiais, aumento de alavancagem nos mercados locais, melhores condições para fazer “hedge” em função de mercados financeiros mais desenvolvidos, ganhos adicionais com políticas de transferência de preços e até administração dos prazos das obrigações financeiras.

Após avaliar as diversas abordagens sobre o IED e mesmo as críticas à abordagem OLI, Dunning afirma, com base na teoria neoclássica de dotação de fatores, que ele permite que, quanto mais desigual for a distribuição das dotações, maior a probabilidade de que ocorra a produção internacional. Com relação às imperfeições de mercado, assegura que, quanto maiores forem os custos de transação e maior a eficiência das EMNs na coordenação de atividades geograficamente dispersas, maior também será a probabilidade da produção internacional.

DUNNING (1988b) reconhece que há um grande espaço a ser explorado no sentido de evolução da abordagem eclética. Uma *primeira* direção consiste na elaboração de modelos formais, com parâmetros testáveis, inclusive com a aplicação de teoria dos jogos à análise da estratégia das EMNs. Uma *segunda* via busca aprofundamento nos aspectos dinâmicos da teoria da produção internacional, com base nos conceitos de inovação e mudança tecnológica (CANTWELL & DUNNING, 1986; CANTWELL, 2000). *Terceiro*,

pode-se avaliar outras formas de negócios internacionais tais como as *joint-ventures* e mesmo arranjos contratuais que não envolvem propriedade, tais como os arranjos intra e interfirmas, que se constituem em uma importante tendência atualmente.

Uma *quarta* abordagem volta-se para o lugar geográfico onde as decisões das EMNs são tomadas, na sede ou nas afiliadas e, neste caso, qual o grau de influência da sede. Uma *quinta* possibilidade volta-se para as questões relacionadas ao desinvestimento, ou seja, quando uma EMN passa a reduzir suas operações em outros países, desintegrando a produção no exterior e, eventualmente, retornando com os recursos investidos, parcial ou totalmente. Finalmente, uma *sexta* linha de evolução lida com as consequências da atividade das EMNs, sobre o país-sede e sobre o país receptor, conforme descrito mais adiante.

A mudança no cenário internacional, ao longo da década de 1990, quando comparado ao que prevalecia nas duas décadas anteriores, levou Dunning a repensar algumas explicações, à medida que os ativos das EMNs foram adquirindo mobilidade entre as fronteiras dos países. As críticas de diversos autores foram se intensificando, merecendo destaque as considerações de ITAKI (1991). Segundo o autor, várias críticas poderiam ser feitas à abordagem OLI. As firmas teriam vantagens decorrentes da posse de ativos intangíveis, exclusivos e específicos, durante um certo tempo. Seria, então, mais vantajoso internalizar tais vantagens via operação própria no exterior, do que vendê-las ou alugá-las, via licenciamento, por exemplo. A partir daí, poderia ser mais lucrativo atender certos mercados localmente do que via exportações.

Itaki contrapõe à abordagem OLI a teoria da internalização, que reconhece a firma como uma instituição econômica cujo objetivo é a maximização do lucro em mercados imperfeitos, via maximização da receita ou minimização dos custos. O autor alega que o conceito de vantagem de propriedade (“ownership”) em Dunning é redundante porque decorre da internalização e da integração, à medida que estas adquiririam e explorariam tal vantagem, arcando com os custos. Afirma, também, que os conceitos de propriedade e localização (“ownership” e “location”) são inseparáveis e simultaneamente determinados. Adicionalmente, Itaki considera ambígua a questão da localização, pelo fato de Dunning não tratar da mesma sob o ponto de vista de conversão cambial entre países. Por fim, chama a atenção para os problemas potenciais decorrentes da análise em separado dos múltiplos fatores caracterizados por Dunning.

Adicionalmente, Itaki argumentou que a análise das EMNs e do IED deveria considerar:

- uma abordagem mais dinâmica, a partir da teoria da firma, elucidando a criação das vantagens econômicas para a firma;
- uma combinação da teoria do IED com a do comércio internacional, já que a vantagem de propriedade não deveria ser separada da de localização;
- a realidade dos países, no sentido de que diferentes economias nacionais, com taxas de juros e paridades de poder de compra diferentes fariam com que a valoração das vantagens econômicas, em termos financeiros, deveriam decisivamente influenciar as atividades das EMNs em diferentes países.

No que diz respeito aos fluxos de lucros e dividendos, uma das propostas deste estudo é avaliar a validade de tal consideração.

Após anos de críticas, o trabalho mais importante da obra de Dunning, após todo o desenvolvimento que fez da abordagem eclética, parece ser “Multinational enterprises and global capitalism” (DUNNING, 1993a), no qual procurou descrever a história e o papel das EMNs na economia global e, também, buscou utilizar a abordagem OLI como uma ferramenta flexível e ideal para acomodar todas as diferentes percepções sobre o tema. Percebe-se no trabalho, uma preocupação de Dunning com a posição investida da EMN, aprofundando-se pouco na análise do crescimento do setor de serviços, do papel estratégico das exportações para as EMNs e mesmo das estratégias que governos nacionais poderiam adotar para incentivar ou não o IED.

No mesmo ano, Dunning também publicou “The globalization of business: the challenges of the 1990s” (DUNNING, 1993b), em que traçou um histórico da evolução da teoria sobre os negócios internacionais, desde os primeiros escritos de Hymer, Vernon e ele próprio, evoluindo para uma análise dos aspectos macro e microeconômicos afetando as decisões das EMNs e demonstrando preocupação em abordar, ainda que superficialmente, aspectos dinâmicos e estratégicos da abordagem OLI. O contexto era marcado, então, pela expansão do IED japonês nos EUA, pela integração econômica européia, pelo crescimento observado nos países do Leste Europeu e, sobretudo, pelo aumento considerável do IED no setor de serviços e nas alianças, principalmente tecnológicas, entre as EMNs. Dunning também destacava que a relação entre os governos locais e as EMNs começava a deixar de ser conflituosa, como nas décadas de 1960 a 1980, para uma postura mais cooperativa. Sobretudo, o autor começava a se preocupar com a internacionalização das economias domésticas.

O autor passou a considerar a variável estrutural como a mais influente em termos do nível e do padrão da produção internacional: trata-se da resposta estratégica das EMNs às variáveis econômicas. Anteriormente, RUGMAN (1979) já havia afirmado que um tratamento das EMNs baseado em aspectos da teoria de gestão de portfólio permite notar que firmas diferentes observam diferentemente as mesmas oportunidades de investimento oferecidas em um mesmo país, de acordo com a distribuição de seus investimentos e suas atitudes com relação ao risco e à incerteza. Isto se relaciona à concepção de Dunning com relação às especificidades de cada firma.

Dunning examinou a aplicabilidade de sua abordagem a situações práticas, observando o crescimento da produção internacional ao longo de alguns séculos. Sugere, também, que os países passam por ciclos de investimento, nos quais variam as formas de ingresso e saída dos recursos, o que inclusive permite explicar o investimento das firmas domésticas no exterior. O autor discute os determinantes da evolução da produção internacional intra-indústrias.

Ao final, aborda mudanças na produção internacional que requerem mudanças na abordagem eclética, em termos da natureza, funções e fronteiras entre as EMNs e os mercados. Coloca em dúvida, inclusive, as atuais classificações das atividades econômicas e mesmos os conceitos tradicionais sobre concorrência.

A corrente básica sobre a teoria da produção internacional, capitaneada por Dunning, não incorporou, todavia, muitos aspectos dos estudos voltados para o comportamento estratégico das empresas. Uma exceção seriam os estudos de VERNON (1974), sobre o ciclo do produto, e KNICKERBOCKER (1973), sobre a estratégia oligopolística, em que as EMNs simplesmente seguiriam o líder. Pode-se pensar, também, na possibilidade de busca de minimização de riscos, em termos geográficos, tudo o mais sendo constante, o que pode explicar o comportamento em relação a ativos não financeiros.

Posteriormente, CAVES (1996) procurou apresentar uma síntese do que havia sido pesquisado até então a respeito das EMNs, desmembrando a apresentação em análises sobre as decisões acerca da formação de “joint ventures”, do comportamento de mercado das EMNs, dos empregos e salários (tema não muito aprofundado por Dunning) e dos efeitos da taxa sobre o comportamento das EMNs, assunto até então não tratado por Dunning. Sua contribuição foi no sentido de propor dois questionamentos importantes para os formuladores de políticas domésticas de incentivo ao IED:

- a presença de EMNs resulta em maior formação de capital e crescimento do que a sua ausência?



- como a política governamental pode tornar o IED e suas conseqüências mais favoráveis?

WELLS (1998) afirma que um dos problemas da literatura acerca das EMNs e do IED é que ela ocorreu paralelamente ao rápido crescimento do IED, principalmente em países emergentes, não sendo possível, então, avaliar quais investimentos, de fato, sobrevivem. É o caso, por exemplo, das firmas que simplesmente foram “na onda” dos concorrentes, realizando investimentos sem sequer terem vantagens competitivas em certos países. O mesmo pode ser perguntado acerca das EMNs oriundas de países emergentes, que se lançaram no cenário internacional nos anos 1990. Wells argumenta que, diante da ausência de vantagens competitivas, a busca de diversificação internacional poderia ter sido alcançada simplesmente via investimento em portfólio.

No Brasil, é possível observar alguns casos de insucesso de EMNs estrangeiras na segunda metade dos anos 1990, notadamente nos setores automobilístico, de energia elétrica e de bancos. É nas considerações acerca das EMNs no e do terceiro mundo que Wells critica o trabalho de Caves, no sentido de que este, apesar do relevante trabalho de sumarizar a análise econômica e as EMNs nos países emergentes, falha ao não apresentar resultados empíricos.

A questão das alianças estratégicas foi aprofundada posteriormente por Dunning em seu trabalho “Alliance Capitalism and Global Business” (DUNNING, 1997). Ao não possuírem certos ativos, as firmas viriam a tê-los via fusões e aquisições. O capitalismo de alianças é descrito como uma forma de organização da produção e das transações envolvendo a cooperação e a concorrência entre agentes criadores de riqueza. As diferenças do capitalismo de alianças para as fusões e aquisições estariam baseadas em:

- um envolvimento apenas parcial das atividades das firmas participantes,
- não implica mudança na estrutura de propriedade das empresas participantes,
- não necessariamente acarreta saída de firmas do mercado

Embora reconhecendo a importância dos três pilares da abordagem OLI, o autor (DUNNING, 1998) chamou a atenção para a questão da internalização, destacando a emergência da EMN como o veículo líder e responsável pelas transações internacionais. Destacou, então, a emergência do capital intelectual como o ativo criador de riqueza para a maioria das economias industrializadas e o crescimento dos serviços, principalmente daqueles intensivos em conhecimento ou informação. Identificou, também, a emergência do capitalismo de alianças, ou colaborativo, com participação ativa dos “stakeholders”.

Neste processo, sugeriu, portanto, o ressurgimento da economia de mercado, com implicações sobre as políticas macro e microeconômicas dos governos.

A mudança percebida na geografia econômica das EMNs levou-as a priorizar combinações entre os pontos acima, ao definirem suas preferências locacionais, ou seja, o crescimento do IED voltado para a procura estratégica de ativos, através de compras ou arranjos com empresas locais. Isto pode ser percebido pela intensificação dos negócios envolvendo fusões e aquisições. As EMNs procurariam, então, locais que oferecessem as melhores condições econômicas e institucionais para a utilização eficiente de suas competências específicas.

A questão dos custos de transportes e de comunicação tem assumido importância crescente, bem como os incentivos concedidos pelos governos locais, tais como cessão de terras, isenções fiscais e até mesmo empréstimos em moeda local. Percebe-se, então, uma mudança na tendência de busca de matérias-primas ou mercados para a busca de ativos intensivos em conhecimento e experiências de aprendizado, enfatizando o aspecto “O” das vantagens específicas.

Cobrando uma deficiência de seu trabalho de 1993, DUNNING (1998) procurou abordar tanto os aspectos micro quanto macroeconômicos relativos à explicação da alocação das atividades geradoras de valor. Salientou, também, a importância da decisão locacional, como crítica para a definição da posição competitiva, em termos globais. Dunning parece ter evoluído de uma análise mais estática, baseada na abordagem OLI, para uma análise mais dinâmica, com destaque para os aspectos internos à firma, no nível microeconômico. É interessante observar, no caso de Dunning, a sua transição, ao longo dos anos, de um construtor de modelos para um pesquisador voltado para políticas relativas a IED.

THOMSEN (2000) compartilha de visão similar à de Dunning, no sentido de que o IED evoluiu de uma atividade basicamente empreendida por grandes EMNs, que ainda controlam a maior parte dos fluxos globais de capitais, entre um punhado de países, para um fenômeno de integração econômica de caráter global, em que começam a surgir pequenas e médias empresas, muitas das quais provenientes de países que anteriormente só recebiam IED. Descaracteriza-se, então, a idéia de que o IED resulta somente de grandes corporações.

Uma análise empírica da validade de se considerar o IED em horizontal ou vertical foi feita por MARKUSEN & MASKUS (1999), indicando a possibilidade de uma combinação entre ambas, gerando um modelo híbrido denominado “capital-tecnologia”. A

partir de dados de IED norte-americano, confirmaram a importância do mesmo, e também do modelo puramente horizontal (principalmente entre países com tamanho e dotações de fatores similares), mas chegaram à conclusão de que o modelo vertical não é estatisticamente significativo diante daqueles. Ainda a esse respeito, YEAPLE (2003) afirma que as EMNs mesclam suas operações de diferentes formas entre os países, ora optando por estratégias verticais ora por horizontais, no que é chamado de integração complexa, que cria complementaridades entre países, principalmente quando os custos de transporte tendem a cair. Tal complementaridade, não do ponto de vista da interação da produção entre matriz e subsidiárias, mas sob o aspecto financeiro, foi discutida por ALTSHULER & GRUBERT (1996).

A discussão sobre o papel das EMNs e os benefícios e malefícios que sua presença implica continuam sendo objeto de muita discussão, que às vezes chega a extremos, como os indicados por VERNON (1971, 2001), que previu um futuro sombrio para as EMNs, à medida que governo e sociedade se voltassem contra elas. Assim, em um cenário internacional em que cerca de metade da produção e do comércio internacional estão sob controle das EMNs, o grande desafio para os formuladores de políticas econômicas é buscar a conciliação dos interesses dos Estados-Nação com os das EMNs.

### **1.6 – Determinantes do IED, no Brasil e no exterior**

Apesar dos estudos sobre o IED datarem da década de 1960, somente nos anos 1980 é que a preocupação voltou-se para a identificação dos principais determinantes dos fluxos de IED nos países em desenvolvimento. Na década de 1970, destaca-se o trabalho de RAGAZZI (1973), o qual, diante de imperfeições nos mercados de capitais europeus, afirma que as EMNs norte-americanas eram capazes de realizar investimentos de larga escala em países e setores em que havia dificuldade de acesso para as próprias empresas européias, decorrentes de falta de capital, tecnologia ou mesmo habilidades mercadológicas. Obviamente, o estudo não foi capaz de antecipar a reversão dos fluxos de IED a partir dos anos 1980, em que os Estados Unidos se tornaram receptores líquidos de IED, vindo principalmente da Europa e do Japão, ao invés de investidores líquidos. Várias causas estão por trás dessa reversão, tais como o relaxamento da legislação antitruste norte-americana, o receio de aumento das restrições comerciais à importação nos EUA e a consolidação do mercado comum europeu, em 1992. Uma das conseqüências dessa onda de IED nos EUA, com um considerável componente de fusões e aquisições, foi, inclusive,

uma valorização significativa dos preços das ações de controle das empresas, exacerbando a diferença de preços para com as demais ações.

O estudo de SCHNEIDER & FREY (1985) é pioneiro na análise conjunta dos determinantes econômicos e políticos, destacando o papel positivo do auxílio por parte dos países desenvolvidos e, em sentido negativo, a influência perversa da instabilidade política, que pode ser representada por uma ou mais variáveis relacionadas ao risco-país e à vulnerabilidade. As variáveis econômicas consideradas significativas foram aquelas tradicionalmente relacionadas ao crescimento econômico, tais como a taxa de crescimento do PIB, o PIB per capita, o custo e a qualificação da força de trabalho, os níveis de inflação e as condições favoráveis do balanço de pagamentos.

Deve-se distinguir o IED voltado para a exportação daquele atraído pelo tamanho do mercado doméstico, conforme Dunning descreve em sua obra mais conhecida, “Multinational Enterprises and the Global Economy” (DUNNING, 1993a). As EMNs podem, também ser atraídas por mão-de-obra eficiente e relativamente barata. Neste contexto, as EMNs procuram realizar investimentos eficientes e acabam reforçando a divisão internacional do trabalho e da produção.

A importância da estabilidade do câmbio e da inflação influenciam a percepção de uma economia pelas EMNs, pois provêm um certo grau de previsibilidade em relação ao futuro e, neste sentido, facilitam futuras remessas de lucros e dividendos. Provavelmente, economias mais instáveis e com problemas de financiamento do equilíbrio externo podem se sentir compelidas a instituir restrições temporárias sobre a conta financeira e de capitais do balanço de pagamentos.

ROLFE et al (1993) pesquisaram a atratividade de vinte tipos de incentivos oferecidos pelos países-receptores, destacando que as preferências dependem do tipo de investimento, da localização geográfica, da orientação do mercado e do tipo de produto. Facilidades de importação, por exemplo, foram consideradas, pelas EMNs voltadas para a exportação, como mais importantes do que a orientação para os mercados locais. Da mesma forma, as preferências por incentivos dependem do ciclo da EMN, ou seja, há quanto tempo ela já está operando no país em questão. Outros fatores de variação das preferências variariam com o ano em questão e, também, com o tamanho da EMN. Ou seja, os países receptores devem determinar os tipos de indústria desejados e alinhá-los com os incentivos mais adequados. Concluíram, também, que a atratividade de IED aumenta com a concessão de facilidades fiscais e a existência de zonas de livre comércio.

Procurando identificar os determinantes a partir do país investidor, LOREE & GUISSINGER (1995) tomaram como base os investimentos de empresas norte-americanas no exterior, avaliando a importância dos incentivos oferecidos pelos governos dos países receptores, as exigências de desempenho para subsidiárias no exterior e os impostos incidentes sobre as mesmas. Adicionalmente, consideraram variáveis econômicas, tais como tamanho de mercado doméstico, os salários praticados e o nível de infra-estrutura, que se destacou como variável explicativa.

Sob o aspecto comercial, vale observar que poder-se-ia pensar em defender a orientação para as exportações como a melhor variável explicativa para a atratividade do IED, o que é contestado por GASTANAGA et al (1998), que advogam a favor da atratividade devida à estratégia de localização em função dos níveis das tarifas nacionais (“tariff jumping”).

A OCDE (1998) diferencia os fatores de atratividade de IED, em dois grupos, igualmente importantes. Os chamados “push factors” (fatores de impulso) relacionam-se às estratégias destinadas a racionalizar a produção, tais como o acesso a novos mercados, diminuição de custos relativos, proximidade geográfica e mudança organizacional. Em outro sentido, os “pull factors” (fatores de atração) estão ligados à liberalização dos países com relação às políticas comerciais e de ingresso de investimentos, adoção de marcos políticos e econômicos afetos ao investimento privado, criação de blocos econômicos regionais.

Ao final da década de 1990, DUNNING (1999) passou a destacar a mudança da orientação do IED em países em desenvolvimento: da busca de recursos ou de mercados, para a busca de uma maior eficiência, principalmente em termos de redução de custos. Tais mudanças implicam, portanto, a necessidade de reformulação das estratégias adotadas pelos governos nacionais no sentido de estimular ingressos de IED. Há que se dedicar, por exemplo, cada vez mais atenção aos aspectos relacionados à qualidade do fator capital humano.

Não obstante, os determinantes tradicionais, de acordo com NUNNENKAMP (2002), seriam a população dos países receptores, o produto per capita dos mesmos, a taxa de crescimento do produto (PIB), o nível de burocracia e “gargalos” administrativos, as restrições à entrada e os fatores de risco. Dentre as variáveis não-tradicionais, estariam os fatores complementares de produção tais como insumos locais competitivos, o nível médio de escolaridade da população, os fatores relacionados aos custos, tais como os impostos e o

nível de rigidez e regulamentação do mercado de trabalho e as restrições ao comércio exterior.

Merecem ser citados, também, os estudos que avaliaram simultaneamente os determinantes dos fluxos de IED e de investimento em portfólio. LANE & MILESI-FERRETTI (2000), além da confirmação da importância de variáveis tais como o tamanho do mercado, o PIB per capita e o grau de abertura comercial, observaram ligeiras diferenças nos determinantes para os países desenvolvidos e para os países em desenvolvimento, destacando-se o nível de capitalização do mercado de capitais, para o primeiro grupo, e a receita das privatizações em relação ao PIB, no segundo. A análise desagregada dos fluxos de capitais externos, por tipo, foi objeto do trabalho de HENNINGS (1996), a qual testou a sensibilidade do IED e do investimento em portfólio e verificou, no caso do IED, a maior importância relativa do desempenho da economia.

LIPSEY (2000) sugere que o principal papel do IED consiste na transferência de ativos de proprietários menos eficientes para outros mais eficientes, que decidem sobre o uso de seu capital, domesticamente ou no exterior. Neste contexto, a avaliação dos resultados do IED é mais adequada quando considera variáveis tais como o nível de produção, de emprego, de dispêndios e estoques de capital, ao invés de se utilizar dados relativos a fluxos e estoques derivados das contas do balanço de pagamentos. Seu argumento é que tais fluxos não representam o resultado da produção no exterior e operada através de fronteiras e têm mais relação com os investimentos em portfólio. Além disso, argumenta que os dados obtidos junto ao FMI, por exemplo, não são consistentes, devido a grandes discrepâncias entre os fluxos totais de entrada e de saída dos países como um todo. Todavia, reconhece que, na ausência de dados específicos sobre a atividade de IED em um certo país, é razoável valer-se dos dados do balanço de pagamentos, principalmente quando se comparam muitos países, como é feito neste estudo.

Prosseguindo em sua análise, aponta como variáveis-chave para a explicação dos ingressos de IED, nos Estados Unidos, o PIB, a taxa de crescimento do PIB per capita e o nível de renda, medido pela renda per capita real. Seus testes com relação à variável imposto sobre empresas não mostraram resultados significativos para a amostra de países desenvolvidos considerados. Não se pode, portanto, estender irrestritamente suas considerações para países em desenvolvimento. Na proposta do presente estudo, relativa aos fluxos de remessas de lucros e dividendos, não se considera a renda per capita ou o seu ritmo de crescimento como relevantes na determinação de tais fluxos.

A análise dos determinantes do IED, seja horizontal ou vertical, é bem apresentada por SHATZ & VENABLES (2000). Com relação ao tamanho do mercado local, enquanto determinante, vale observar que esta variável é bem mais relevante no caso de IED horizontal, e não para o IED vertical. Esta distinção entre IED horizontal e vertical é importante, pois nem sempre os determinantes são os mesmos, o que destaca a relevância da análise por setor de atividade econômica. Por exemplo, elevados custos de transportes entre o país investidor e o país receptor podem incentivar o IED horizontal e desestimular o IED vertical. Vale considerar que os custos de fatores e os benefícios de aglomeração podem ser interessantes tanto para o IED vertical quanto para o horizontal. Os incentivos fiscais, ao favorecerem menores custos de produção, estimulam o IED vertical, ao passo que o IED horizontal responde melhor a outras políticas, tais como as protecionistas. Por fim, enquanto que as facilidades para se fazer negócios e investir afetam de maneira semelhante as duas formas de IED, o mesmo não ocorre com relação à abertura comercial, à medida que, por exemplo, implica menos restrições às importações e, desta forma, pode reduzir o interesse do IED horizontal, ao mesmo tempo em que a redução de tarifas pode estimular o IED vertical, que requer substancial volume de insumos intermediários, freqüentemente importados.

Novamente, ainda segundo a OCDE (2001), pode-se enumerar várias proposições acerca dos determinantes do IED:

- o tamanho do mercado interno dos países receptores, avaliado pelo PIB per capita, e a taxa de crescimento de tais mercados, medida pela taxa de crescimento do PIB;
- a dotação de recursos humanos e naturais;
- a infraestrutura relativa a transportes e comunicações;
- a estabilidade macroeconômica, observada nas taxas de câmbio e na inflação;
- a estabilidade política;
- um contexto estável, transparente e receptivo ao IED;
- incentivos fiscais, que podem ser anulados diante da instabilidade econômica;
- existência de blocos regionais e acordos preferenciais de comércio com outros países.

LIM (2001) também pesquisou acerca dos determinantes do IED e suas conclusões corroboram a importância do tamanho do mercado, a qualidade da infra-estrutura, a

estabilidade política e econômica e a formação de áreas de livre comércio. Seus resultados, contudo, mostraram-se inconclusivos no que diz respeito a incentivos fiscais, clima para negócios e investimentos e custos de mão-de-obra.

NUNNEMKAMP (2002) comparou as características do IED ao final dos anos 1980 com a realidade do início da década de 2000, concluindo que os determinantes relacionados ao mercado continuavam a dominar, principalmente no contexto da formação de blocos regionais. Dentre os determinantes não relacionados ao mercado, observou que somente a disponibilidade de habilidades locais ganhou importância, ao contrário dos argumentos relacionados à busca de vantagens fiscais, que teriam perdido parte de sua relevância observada há mais de 20 anos. Dentre os motivos para as mudanças observadas, o autor cita o aumento do IED no setor de serviços nos países em desenvolvimento, voltado para o mercado interno, não sendo voltado para as exportações ou para a busca de maior eficiência. Os setores que permitem identificar esta tendência, caracterizada por processos de privatização, são os de transportes e logística, energia, telecomunicações e intermediação financeira. Neste caso, a abertura comercial do país receptor não teria tanta influência.

O autor argumenta que determinantes tradicionais, tais como o tamanho dos mercados nacionais (medidos pelo PIB e pela população), têm perdido importância para as diferenças de custos entre os países, a qualidade da infra-estrutura, a disponibilidade de recursos humanos capacitados e a facilidade de se fazer negócios. Cita, como exemplo, a expansão do IED no Sudeste Asiático, ao longo das décadas de 1960 a 1980, muito mais voltada para o atendimento da demanda de mercados externos do que internos. Assim, o crescimento das exportações parece ser uma variável importante e, conseqüentemente, o crescimento das importações parece acompanhá-la. Destaque, portanto, para a liberalização comercial.

Um estudo conduzido por LANDEFELD & KOZLOW (2003), utilizando dados compilados pelo Bureau of Economic Analysis – BEA dos EUA, afirma que o acesso à mão-de-obra de baixo custo não é, de modo geral, o fator mais importante na localização do IED, mas sim o acesso a mercados grandes e prósperos. Há que se considerar o ponto de vista dos autores, a partir dos EUA, um país desenvolvido, quando afirmam que o foco está na venda de produtos e serviços e não na produção dos mesmos. Destacam que cerca de 75% do investimento norte-americano no exterior é em países desenvolvidos e, além disso, no setor manufatureiro, 80% da produção ocorre em países com altos salários. Assim, defendem que o IED é estimulado pelo acesso aos mercados, baixos custos de



transporte e incentivos fiscais. Os autores reconhecem, também, mesmo diante da ampla disponibilidade de dados sobre os EUA, a dificuldade em isolar os fluxos financeiros específicos das EMNs e esclarecem que não é claro que a experiência com a coleta e análise de dados sobre as EMNs nos EUA seja replicável em outros países.

Neste sentido, vale acrescentar que a dificuldade também existe no Brasil, não só na coleta e organização dos dados como, também no acesso aos mesmos, devido à necessidade de se preservar o sigilo nas movimentações financeiras das empresas. No caso do Brasil, a adoção de reformas macroeconômicas e estruturais no decorrer dos anos 1990 contribuiu para aumentar a atratividade do País em termos de IED. Há que se destacar, contudo, que os ingressos foram liderados, na primeira metade da década, por aquisições, notadamente nos setores de infra-estrutura, de utilidades públicas e financeiro, refletindo a onda de privatizações em tais setores. No setor de serviços, ficou clara a ênfase dos investidores estrangeiros na busca de oportunidades de crescimento de mercado. Todavia, é esperado que os investidores com perspectiva de longo prazo estejam preparados para aceitar períodos maior volatilidade do retornos, com baixa lucratividade ou mesmo resultados negativos.

Embora a literatura sobre IED tenda a privilegiar uma visão mais ampla do tema, não se detendo em aspectos puramente financeiros, alguns autores têm procurado analisar o lado financeiro junto com o lado macroeconômico. É o caso de LEVY-YEYATI et al (2003), que examinaram como os ciclos de negócios e de taxas de juros nos países desenvolvidos afetam os fluxos de IED para os países em desenvolvimento. Agregando os países em blocos (Estados Unidos, Europa e Japão), concluíram que, para os dois primeiros, os fluxos de IED tendem a ser contra-cíclicos com relação ao produto e às taxas de juros, enquanto que, para o Japão, manifesta-se uma tendência ligeiramente pró-cíclica. Ou seja, diante de recessões em países desenvolvidos, haveria um aumento nos fluxos de IED para o exterior. Isto ocorreria pela atitude das EMNs no sentido de buscar novas oportunidades no exterior, caracterizando direções opostas entre investimento local e externo, ao longo dos ciclos econômicos. Ainda com base na relação entre IED e os ciclos nos países desenvolvidos, afirmam que paradas súbitas podem causar sérios problemas para os países receptores, comparáveis àqueles causados por reversões nos fluxos de investimento em portfólio.

Os autores também constataram considerável substitutibilidade entre o investimento doméstico e no exterior para tais países desenvolvidos. Pelo lado dos países em desenvolvimento, ao contrário, verificaram que não há complementaridade entre os fluxos

de IED e portfolio enquanto fontes de financiamento das contas externas, contrariando a hipótese de que a onda de IED na segunda metade dos anos 1990 resultou da reversão dos fluxos de portfolio verificados na primeira metade.

Os estudos sobre os determinantes dos ingressos de IED também centraram seu foco no caso dos países em transição, como mostra a pesquisa feita por CAMPOS & KINOSHITA (2003). Ao invés de proceder à análise a partir das dotações naturais, os autores direcionaram a atenção para variáveis que refletissem a importância das economias de aglomeração e, principalmente, dos arranjos institucionais. Além do tamanho do mercado, do custo da força de trabalho e da distância até os mercados, destacaram-se o grau de liberalização comercial, a taxa de inflação. No caso das economias de aglomeração, a *proxy* utilizada foi o estoque de IED, devidamente defasado.

Uma outra abordagem acerca da identificação dos determinantes do IED em países em desenvolvimento é encontrada em ADDISON & HESHMATI (2003), que realizaram estudos em painel de dados e, ao lado dos fatores tradicionais como o crescimento do PIB e da abertura comercial, procuraram identificar outras variáveis explicativas. Neste sentido, destacam a importância da chamada “terceira onda de democratização”, observada na década de 1980, e da ampla disseminação da tecnologia de informação e comunicação.

Analisando as causas da liberalização do IED em países desenvolvidos, ao longo da década de 1990, KOBRIN (2005) sugere que os formuladores de políticas econômicas realmente acreditam nos benefícios do IED para seus países e que a pressão de países dominantes, como os Estados Unidos, e de organizações internacionais, como o FMI e o Banco Mundial, também se mostra determinante para a opção dos países em desenvolvimento pela liberalização. A alternativa, ou seja, não abrir para os ingressos, parece ser menos racional. Novamente, o tamanho do país e seu mercado, o nível de qualificação dos recursos humanos e o grau de abertura comercial são indicados como os determinantes principais para o ingresso de IED.

Uma abordagem distinta é adotada por BUSSE & HEFEKER (2005), que avaliaram a relação entre os fluxos de IED, o grau de risco político e as instituições do país receptor e identificaram a estabilidade política, a ausência de conflitos domésticos e a garantia de ordem e cumprimento da lei como determinantes altamente significativos.

Além de testar as variáveis tradicionais na determinação do IED, tais como o PIB e seu crescimento, NONNEMBERG & MENDONÇA (2004) estenderam um estudo de dados em painel, sobre 33 países no período de 1975 a 2000, a variáveis relacionadas ao risco-país e até ao desempenho das bolsas de valores. Além da identificação de tais

variáveis como determinantes, o trabalho também mostrou que há um efeito positivo sobre o ingresso de IED mas o inverso não se verifica.

DE NEGRY & ACIOLY (2004) analisaram os determinantes do IED na indústria de transformação brasileira, verificando a importância do comércio exterior, da escala de produção e do nível e custo da força de trabalho. Evidenciou-se, sobretudo, o papel relevante do nível de importações, seguido pelo das exportações, deixando claro o entendimento de que a possibilidade de poder importar insumos para o processo produtivo é essencial, devido a certas carências em termos de fornecimento na produção doméstica.

A utilização de variáveis macroeconômicas, ao invés de variáveis microeconômicas, mostra-se o centro da análise de determinantes de IED no Brasil conduzida por LIMA Jr. (2005), o qual assume a importância do tamanho do mercado doméstico e seu ritmo de crescimento, como importante fator de atratividade para as EMNs, além da abertura comercial. Destaque-se a sua conclusão acerca de variáveis tais como o risco-país e o diferencial entre as taxas de juros brasileira e americana, as quais não foram consideradas significativas enquanto determinantes. A conclusão sobre a variável risco-país entra em choque com os resultados de Nonnemberg e Mendonça, já mencionados.

Por fim, vale mencionar as conclusões de CUMMINS & HUBBARD (1994), que analisaram a influência das questões tributárias sobre os fluxos de ingresso de IED, procurando identificar até que ponto diferentes níveis de impostos sobre os resultados, em diferentes países, poderiam afetar as decisões estratégicas de investimento. Dentre os argumentos apresentados, destaca-se a influência do nível de impostos na determinação do custo de capital. Há que se verificar, obviamente, os graus de tributação tanto no país receptor quanto no país investidor, visto que ambos afetam as decisões de remessas. Assim, defendem que é recomendável aplicar, na pesquisa sobre os determinantes das remessas de lucros e dividendos, um modelo que considere os impostos como fator decisivo na capitalização dos valores envolvidos. Neste estudo, todavia, a questão dos impostos não é analisada.

### **1.7 – Conseqüências gerais do IED**

O presente estudo propõe-se a identificar os principais determinantes das remessas de lucros e dividendos sem, entretanto, aprofundar a discussão acerca dos benefícios diretos e indiretos que as EMNs produzem, tais como produtividade, eficiência,

exportações e, eventualmente, os impactos negativos que tais remessas podem ter sobre as contas externas e a sustentabilidade do balanço de pagamentos do país receptor.

De modo geral, a quantificação dos efeitos do IED sobre as variáveis macroeconômicas e mesmo as microeconômicas, no nível das empresas, mostra-se complexa devido às dificuldades decorrentes de fatores cíclicos e estruturais com que se deparam as economias. Pode-se questionar, também, o que teria acontecido, na ausência do IED, mas trata-se de hipótese de difícil tratamento. O mais comum, portanto, consiste em comparar, quando possível, o desempenho das EMNs com suas congêneres locais, o que leva à análise dos impactos em termos de produtividade, tecnologia, nível de salários e, obviamente, rentabilidade e criação de valor nas empresas.

Uma análise dos desdobramentos do IED inclui, além dos efeitos tradicionalmente reconhecidos, considerações sobre os impactos sobre a produtividade e competitividade local, sobre o nível dos salários e especialização. Deve-se avaliar, também, os impactos consideráveis sobre o balanço de pagamentos, em termos de remessas, juros e exportações/importações, já que as EMNs valem-se de avaliações estratégicas a esse respeito, no sentido de maximizar as transferências de recursos com a matriz.

O assunto é de especial relevância para os países em desenvolvimento. Segundo a IFC (1997), a maioria dos países em desenvolvimento procura encorajar o ingresso de IED, não sem mostrar preocupação com questões tais como:

- impacto negativo sobre o balanço de pagamentos, se as remessas de lucros, dividendos e “royalties” excederem os ingressos de capital;
- perda de receita tributária no caso das EMNs instaladas se valerem de políticas de transferência de preços (superfaturamento de importações e subfaturamento de exportações), com o propósito de reduzir os lucros tributáveis;
- criação de enclaves com pequena ou nenhuma relação com a economia doméstica;
- prejuízos às firmas domésticas, diante da concorrência desleal de competidores estrangeiros mais fortes;
- perda da soberania econômica, que ficaria cada vez mais concentrada e dependente das estratégias das EMNs.

No primeiro caso, a literatura sobre os impactos do IED não é extensa a respeito da questão das remessas de lucros e dividendos. LIPSEY (2002), por exemplo, avaliou os efeitos do IED sobre os países investidores e os países receptores. Suas conclusões indicam

que as EMNs apresentam produtividade maior do que as firmas locais, embora não se possa afirmar, com certeza, que há ganhos em termos da produtividade das firmas locais ou mesmo no nível do crescimento econômico do país receptor. O impacto positivo percebido tende a ocorrer em termos do volume de exportações, cujo perfil tende a evoluir, de mero exportador de matérias-primas para produtos manufaturados e mesmo produtos com maior intensidade tecnológica, devido à maior integração com as redes mundiais de produção.

Os ganhos de produtividade seriam a principal contribuição do IED, principalmente sobre as firmas domésticas, como afirmam KELLER e YEAPLE (2003), analisando os efeitos do IED nos Estados Unidos, com base em dados referentes ao período de 1987 a 1996. Tais efeitos seriam maiores quanto maior o nível de tecnologia das empresas e países receptores.

Sob o ponto de vista do equilíbrio externo dos países, o IED também suscita vários questionamentos, que devem ser analisados como um todo, e não separadamente. À primeira vista, um projeto de investimento, neste caso financiado com capital de uma EMN, visa gerar um fluxo de caixa que, no médio e longo prazo, tende a superar o valor inicial. Tal raciocínio, baseado na simples noção de fluxo de caixa e ciclo financeiro, pode levar à conclusão, freqüentemente precipitada, de que, ao longo do tempo, haverá uma deterioração do balanço de pagamentos do país receptor. Obviamente, tal argumento não se sustenta, devido aos impactos gerais sobre o país receptor, em termos de produtividade geral, transferência de tecnologia e ganhos no comércio exterior, com o incremento do movimento comercial como um todo. É difícil, portanto, construir um modelo que estabeleça claramente os efeitos econômicos, a priori.

Não se pode considerar, também, projetos individuais, à medida que o IED deve ser interpretado como um processo contínuo, em que a EMN tem interesses duráveis e de longo prazo. Considere-se que “velhos” IED, que tendem a fazer um maior volume de remessa, são continuamente compensados por novos IED.

A discussão sobre as conseqüências do IED, obviamente, não se limita às questões relativas ao repatriamento de lucros e dividendos ou mesmo o reinvestimento dos resultados. Alguns autores como, por exemplo, MORAN (1998), especializaram-se em avaliar os efeitos do IED em termos do crescimento econômico e, sobretudo, os impactos do clima para investimento na definição de políticas governamentais de atratividade de IED. Outros, como BLOMSTROM & KOKKO (1997) distinguem os efeitos do IED em duas partes. Na primeira, com base na teoria do comércio internacional, reconhecem os ingressos de investimentos sejam na forma de IED ou de portfolio, tendem a aumentar o

valor do produto marginal do trabalho e reduzir o produto marginal do capital no país receptor. Por outro lado, quando se considera os aspectos relacionados à teoria da organização industrial, baseada nos autores já citados, tais como Hymer, Kindleberger, Caves, Vernon e Dunning, dentre outros, afirmam que as EMNs causam impactos importantes no desempenho comercial, no grau de concorrência e na estrutura industrial dos países receptores. Assim, ao promover o crescimento da produtividade e das exportações desses países, o IED contribuiria para o crescimento. Vale lembrar que NONNEMBERG & MENDONÇA (2004) não endossam tal afirmativa, chamando a atenção para uma avaliação criteriosa no sentido de se avaliar, com técnica e precisão se, de fato, há contribuição efetiva para o desenvolvimento nacional equilibrado.

### **1.8 – Conclusão**

Uma interpretação mais imediata do exposto sobre a teoria acerca do investimento estrangeiro direto pode levar a uma avaliação preliminar de que, em decorrência de sua evolução e aperfeiçoamento ao longo de décadas, torna-a capaz de explicar não somente os determinantes dos fluxos de investimento como, também, as remessas de lucros e dividendos. Não se pode negar a importante contribuição dada pelos diversos autores e, principalmente, por John Dunning, seu principal expoente e responsável pela visão estratégica da produção internacional a partir da abordagem eclética e seus desdobramentos até o nível das alianças globais. Não se pode, também, descartar as considerações afetas à teoria do capital financeiro.

Propõe-se, portanto, que as contribuições de ambas as abordagens, ao invés de se excluírem, tornem-se complementares, à medida que a perspectiva de crescimento da empresa multinacional, no longo prazo some suas estratégias àquelas decorrentes dos eventos de curto prazo, afetos à lógica financeira. Uma abordagem que busque entender o comportamento das EMNs em termos da lógica do relacionamento entre matriz e subsidiárias no exterior não pode prescindir de uma perspectiva ampla, que contemple simultaneamente a lógica produtiva e financeira, conciliando a sobrevivência e o crescimento dos negócios à percepção de valor pelos investidores, acionistas ou quotistas. Enquanto se tratou de aspectos macroeconômicos e de estratégia industrial no presente capítulo, o próximo capítulo aprofunda-se nos aspectos internos da gestão estratégica das EMNs, destacando as variáveis financeiras. Busca-se, assim, tratar do tema “remessas de lucros e dividendos” sob uma perspectiva mais ampla, coordenando contribuições teóricas nos níveis macro e microeconômico.

A teoria sobre o investimento estrangeiro direto é suficientemente ampla, consistente e flexível, para incorporar, em seu arcabouço, elementos de análise voltados não somente ao estudo dos determinantes do IED como, também, seus efeitos e conseqüências, políticas, sociais e financeiras, para os países envolvidos e, sobretudo, para as empresas que partem para uma operação internacional.

O ritmo crescente de internacionalização dos negócios, principalmente no setor de serviços, e o aumento do comércio inter e intrafirmas destacam a importância do entendimento conjunto dos aspectos macro e microeconômicos na formulação das decisões das EMNs e dos governos nacionais, evitando conflitos e propiciando uma clima propício ao desenvolvimento econômico. O próprio conceito de EMN tende a mudar à medida que o investimento estrangeiro direto passa a ser realizado não somente por grandes empresas de países desenvolvidos mas, sobretudo, por pequenas e médias empresas, freqüentemente sediadas em países emergentes, o que só evidencia a integração econômica em nível global.

## Capítulo 2 – Teorias sobre a administração financeira estratégica na empresa multinacional (EMN)

### 2.1 – Introdução

Qualquer empresa, independentemente do seu porte, setor ou mesmo país em que atua, está sujeita a imperativos de ordem financeira para se constituir, crescer e até sobreviver diante da concorrência. Para isso, seus proprietários ou, mais especificamente, seus administradores financeiros devem basear-se em alguns aspectos essenciais que constituem a teoria das finanças corporativas.

De maneira geral, pode-se imaginar que as empresas, em seu processo de se tornar EMNs, seguem uma evolução normal, começando com a exportação de bens e serviços a partir do país-sede, optando, em seguida, por licenciar a produção para uma empresa estrangeira em um certo país, que pode, eventualmente, só importar e distribuir ou partir diretamente para a produção local com o estabelecimento de uma subsidiária. Conforme ENG et al (1995), a moderna teoria de finanças defende que as empresas procuram operar, na maioria das vezes, de uma forma consistente com a maximização do valor de mercado para os acionistas. Assim, à medida que o IED busque maior volume de vendas, participação de mercado e lucro, é possível conciliar as abordagens a seu respeito com a maximização de valor, em consenso com as principais decisões financeiras.

Os estudos sobre a dinâmica do IED e das EMNs mostram que o que leva uma empresa a internacionalizar-se não se limita à ótica financeira, individualmente. Como descrito no início deste capítulo, a teoria da produção internacional evoluiu aos poucos, com a contribuição de diversas correntes, tais como a da busca de poder de mercado (Hymer, Kindleberger e Caves), a da internalização (Buckley, Casson e Calvet), a do ciclo de vida dos investimentos e da concorrência entre indústrias (Vernon e Cantwell), a da abordagem eclética (Dunning), a do incentivo ao desenvolvimento econômico (escola japonesa, com Kozawa e Ojima) e até a da busca da difusão de tecnologia e de ganhos tecnológicos (escola sueca). As teorias acima abordam os principais questionamentos acerca do IED, respondendo sobre o *que é*, *quem* o realiza, *por que* e *para que*, *como* e, também, *onde*.

Importância secundária tem sido dirigida às correntes que tratam do tema sob a ótica do *quanto custa*, *quanto rende* e *quando* realizar movimentos financeiros entre matrizes e subsidiárias. Assim, às vezes são relegadas, a segundo plano, a teoria do comércio internacional ou a das finanças corporativas, baseadas no comportamento das empresas frente à realidade dos negócios internacionais e dos mercados de capitais. Não



há, entretanto, motivos suficientes para ignorar as contribuições que a teoria das finanças corporativas, aplicada à administração financeira internacional, pode trazer para a compreensão do comportamento das EMNs. Há que se tomar os devidos cuidados para que a análise possa discernir, quando necessário, características exclusivas de certos fluxos de recursos financeiros. O IED tem suas próprias particularidades, assim como o investimento em portfolio e os demais fluxos, tais como aqueles relacionados a empréstimos e financiamentos. Em qualquer destes, o uso dos conceitos sobre financeiros mostra-se relevante.

Uma empresa busca retorno, na forma de lucros, os quais, quando bem utilizados, convertem-se em crescimento e sobrevivência diante da concorrência. Assume-se que as empresas são agentes maximizadores a partir dos resultados positivos que produzem. Nem sempre a ótica financeira prevalece e, dependendo da estratégia, a empresa pode optar por diferentes objetivos de maximização, tais como a da participação no mercado, do lucro, do tamanho ou da receita total, ou mesmo do bem-estar social. Sob a perspectiva financeira, a maximização tem se voltado para a riqueza, abrindo espaço para um debate entre a chamada escola anglo-saxônica, com foco na riqueza do acionista, e a escola nipo-germânica, voltada para a riqueza da empresa.

Embora haja uma tendência, na cultura anglo-saxônica, a se pensar a maximização da empresa a partir da maximização de valor para o acionista (“stockholder”), há países, como a Alemanha e o Japão, nos quais ainda predomina a idéia de maximização da riqueza corporativa, que leva em consideração os interesses não somente das empresas e seus acionistas mas, também, do entorno, ou seja, os chamados “stakeholders”: funcionários, clientes, fornecedores e a sociedade em geral. Logo, isto implica em tratamentos diferentes com relação a retorno e risco das operações no exterior.

À medida que as empresas se tornam cada vez mais globais e buscam oportunidades e fontes de financiamento em vários mercados financeiros, as práticas de governança corporativa estimulam, então, uma convergência entre as duas abordagens acima, no sentido de que as empresas de cultura anglo-saxônica tendem a ser mais amistosas com os “stakeholders” e as de cultura não-saxônica consideram mais os “stockholders”. A diferença é sutil, mas extremamente relevante, embora haja um movimento no sentido de convergência, com base no conceito de governança corporativa em nível internacional. Ressalve-se que, a princípio, isto se identifica muito mais com as grandes EMNs de capital aberto.

Os princípios clássicos e, conseqüentemente, as decisões do administrador financeiro internacional são claros: investir em ativos que proporcionem retorno acima da taxa de corte, análoga ao custo médio ponderado de capital da empresa; procurar se financiar com uma proporção ideal entre o financiamento via capital de terceiros, na forma de dívida, e próprio, na forma de controle acionário, visando o menor custo médio ponderado de capital; por fim, decidir o que fazer com os resultados, tendo em vista as possibilidades de reinvestimento ou de distribuição dos resultados para os proprietários, na forma de participação nos lucros ou dividendos.

Na prática, a taxa de corte sofre a influência, direta ou indireta, do risco, que tende a ser maior em mercados desconhecidos ou com alta volatilidade política e econômica. A existência de risco de exposição a variações cambiais implica, freqüentemente, em recomendações no sentido de que as subsidiárias procurem obter financiamento local, nos mercados financeiros domésticos, quando relativamente desenvolvidos e suficientemente líquidos.

Os fluxos financeiros de IED têm, portanto, diversas motivações, relacionadas a processo de investimento, financiamento e dividendos. Em particular, este último é o objeto deste estudo. Obviamente, quando se pensa em retorno de um investimento, não se pode deixar de associá-lo ao risco e as empresas multinacionais estão sujeitas a riscos que vão além das fronteiras nacionais, com destaque para o risco cambial e político. Além disso, há que se proceder a um tratamento mais complexo das questões do dia-a-dia da gestão financeira e isto implica, em relação a empresas puramente domésticas, maior complexidade relativa ao custo de capital, fontes de recursos próprios e de terceiros, administração do capital de giro e tributação. Para facilitar a administração mais complexa, as EMNs valem-se, então de sofisticadas operações, envolvendo fluxos financeiros entre suas componentes internacionais e, também, instrumentos financeiros mais avançados nos mercados futuros e de opções de moedas e de taxas de juros.

## **2.2 – A decisão de investimento, doméstico e no exterior**

O empreendimento de um IED, segundo EITEMAN et al (2002), ocorre quando uma empresa, multinacional ou em vias de se tornar uma, identifica uma vantagem competitiva adequada para exploração em outro(s) país (es) e verifica que, ao invés de realizar a produção em seu próprio país, pode auferir melhor resultado produzindo no exterior. A decisão, então, envolve a escolha entre o licenciamento ou o controle de ativos em outros países. Este pode se dar na forma de uma associação a uma empresa local, com

controle parcial (uma *joint venture*, por exemplo) ou, então, optar pelo controle total, através de investimento a partir do zero<sup>1</sup> ou aquisição de empresa local, na forma de fusão ou aquisição.

A idéia do IED como gerador de valor para a EMN envolve o conceito de valor e, neste sentido, pode-se abordá-lo sob o ponto de vista contábil ou de mercado. Em termos dos registros feitos pelos países, investidores ou receptores, acaba sendo mais fácil realizar análises a partir do primeiro, seja a valores históricos ou mesmo corrigidos por certas medidas de inflação. Para a EMN, a determinação do valor de mercado do IED é bem mais complexa, porque requer uma competência extrema na definição da estratégia corporativa quanto à evolução dos mercados, dos custos e, sobretudo, dos futuros resultados prováveis em termos de reinvestimento ou repatriamento de lucros e dividendos.

Destacam-se, então, as principais ferramentas de que as EMNs se valem no dia-a-dia. Primeiro, a capacidade de lidar com o valor do dinheiro no tempo, ponderado pelas perspectivas acerca das diferentes taxas de juros e custos de capital e, também, pelas estimativas sobre as taxas de câmbio. É razoável pensar que as expectativas sobre variações nominais e, sobretudo, reais, no câmbio e nos juros, influenciam as decisões de investimento, financiamento e dividendos. Tal associação é amplamente testada e discutida nos capítulos 3 e 4.

Todavia, conforme afirmam BREALEY & MYERS (1991), não é razoável pensar que a aceitação ou não de um projeto no exterior dependa, por exemplo, de avaliações otimistas da administração quanto à taxa de câmbio. Deve-se, de fato, basear a análise em projeções relativamente consensuais entre os especialistas no mercado de câmbio. Pode-se, é verdade, optar por avaliar os fluxos de caixa dos projetos de duas formas, ou seja, na moeda do país investidor ou, então, na moeda doméstica do país receptor, desde que o nível de inflação neste não seja acima de 10%, por exemplo. Se não, uma alternativa tradicional é efetuar os cálculos em dólares dos Estados Unidos ou euros, assumindo-se que se tratam das moedas mais fortes atualmente em curso.

Segundo, é essencial um bom conhecimento dos procedimentos contábeis, tanto no país-receptor quanto no país-investidor, com destaque para os princípios contábeis geralmente aceitos, nos Estados Unidos, na Europa e no Japão, e sua adaptação para as necessidades do planejamento financeiro. São muitas as formas de registro e lançamento de que as EMNs podem se valer para otimizar suas demonstrações financeiras, locais ou

---

<sup>1</sup> Em inglês, *greenfield*, que pode ocorrer na forma de aporte de dinheiro e/ou bens, tais como máquinas.

consolidadas na matriz, visando minimizar as despesas tributárias. O capítulo 4 trata da análise dos determinantes das remessas, sob aspecto microeconômico, a partir de contas e índices extraídos de balanços patrimoniais e demonstrações de resultados das EMNs no Brasil.

Terceiro, utilizar técnicas avançadas na gestão de ativos, principalmente financeiros, o que requer conhecimento avançado da teoria moderna de gestão de ativos financeiros, que permite tratar, em uma só abordagem, os aspectos relacionados ao retorno e ao risco dos investimentos. Embora, a teoria seja, tradicionalmente, mais utilizada no sentido do investimento em portfolio, permite considerações importantes em termos do desempenho financeiro das EMNs, o que fica evidente no capítulo 4. Analogamente à teoria de portfolio, que postula que uma carteira diversificada pode gerar um resultado geral mais satisfatório do que uma carteira não-diversificada, ponderando risco e retorno, pode-se entender que o mesmo é válido para uma EMN, que busca horizontes além do mercado doméstico.

BAKER (1998) menciona que, dentre os vários fatores levados em consideração pelas EMNs na avaliação dos fluxos de caixa dos projetos em suas afiliadas, estão: os lucros após os impostos estrangeiros, os lucros após os impostos estrangeiros e domésticos, os lucros remetidos para a matriz, uma combinação de lucros depois de impostos e um valor a ser reinvestido enquanto parte do saldo a ser remetido e o custo de capital de longo prazo na moeda do país anfitrião. A complexidade da avaliação pode aumentar consideravelmente se a EMN, diante das incertezas de uma operação de IED, optar por estimar os custos colaterais e os benefícios a partir de uma abordagem de opções, considerando as possibilidades de expansão e mesmo de abandono. A respeito da utilização da teoria de opções reais, nota-se que a mesma mostra-se mais eficaz na avaliação de projetos de investimento em que a utilização indiscriminada do custo médio ponderado de capital pode levar à rejeição de projetos, desconsiderando a diferença no grau de riscos entre os mesmos.

A percepção do risco é fundamental para uma EMN, com destaque para o risco-país, que pode ser reflexo da instabilidade econômica local (inflação em elevação, por exemplo), do tratamento desigual por parte do governo, das mudanças constantes na regulação institucional e econômica, da liberdade de transferir lucros para a matriz e, por fim, da possibilidade de vender ou liquidar a operação local e retirar os recursos do país. Neste sentido, têm aumentado os acordos multilaterais de investimento, entre países e suas empresas e, na ausência dos mesmos, algumas EMNs preferem recorrer a instituições

como a MIGA – Multilateral Investment Guarantee Agency, braço do Banco Mundial, a qual oferece seguros para investimentos em quaisquer países (o Brasil, por exemplo), minimizando a percepção de risco pelas EMNs e viabilizando as operações de IED. Particularmente nos Estados Unidos, as EMNs podem recorrer ao seguro de IED também através da OPIC – Overseas Private Investment Corporation, desde que o país receptor tenha um acordo ou tratado de investimento com os EUA.

As EMNs deparam-se com diferentes regimes tributários nos diversos países onde atuam. Obviamente, os impostos aumentam os custos das operações e reduzem o lucro disponível, o que requer a sua minimização. Assim, várias questões são suscitadas para a matriz, no momento de definir o local e o montante de IED que irá realizar. BAKER (1998) reforça a necessidade de se conhecer a história dos impostos e a variedade dos mesmos em cada país potencial, especialmente se há tratamento diferenciado para empresas estrangeiras, às vezes desfavorável. Importa, também identificar se há possibilidade de compensar créditos tributários entre os dois países envolvidos, favorecendo o balanço consolidado da matriz. A possibilidade de obtenção de incentivos fiscais, temporários ou permanentes também deve ser considerada no fluxo de caixa avaliado. Finalmente, não se deve ignorar as características da estrutura dos passivos corporativos como um todo e sua adequação no sentido de reduzir a exposição aos impostos. Certamente a decisão acerca dos lucros e dividendos, no país-sede ou no país receptor, passa por essas considerações.

## **2.3 – A decisão de financiamento: estrutura financeira, custo de capital e orçamento de capital**

### **2.3.1 – Estrutura financeira na empresa multinacional**

A preocupação com o processo de decisão financeira em empresas multinacionais ocupa a atenção dos pesquisadores desde os primeiros estudos sobre a internacionalização das empresas. NAUMANN-ETIENNE (1974) procurou consolidar os poucos estudos até então a respeito. Suas modestas conclusões indicaram a possibilidade de uso direto da teoria de finanças corporativas, com a ressalva de que isso seria válido somente para o caso de EMNs que tivessem controle patrimonial total sobre suas operações no exterior, o que excluiria situações como a de *joint-ventures*. Nos dias atuais, entretanto, tal ressalva não procede, como o próprio Dunning reconhece, ao tratar das alianças globais, como comentado no capítulo 1.

As imperfeições nos mercados de produtos e fatores, conforme abordadas por Hymer, Kindleberger e Caves, podem ser estendidas para o entendimento dos mercados financeiros e sua relação com as EMNs. Além de, eventualmente, buscarem vantagens utilizando tecnologia própria para desenvolver produtos melhores ou explorando força de trabalho de baixo custo, as EMNs podem adequar suas estratégias financeiras no sentido de tomar recursos em mercados de baixo custo, como o mercado de euromoedas, indiferentes a restrições impostas pela regulamentação bancária prudencial, e promover uma divisão ótima da produção entre as subsidiárias, visando minimização dos custos. Por sua vez, o lucro também pode ser gerado ou alocado entre as mesmas, como propósito de minimizar os custos de tributação, além de que a exposição cambial também pode ser eficientemente administrada para minimizar a exposição e o risco sistêmico.

A decisão de financiamento envolve escolhas de caráter amplo. A mais complexa relaciona-se à composição ideal entre capital de terceiros (*debt*) e capital próprio (*equity*). A partir daí, as considerações estendem-se ao perfil dos instrumentos financeiros disponíveis: curto prazo, médio prazo, longo prazo ou prazo indeterminado (no caso de capital próprio). Na medida do possível, empresas não-financeiras procuram trabalhar buscando um certo grau de equivalência entre os prazos de seus ativos e passivos, minimizando o risco financeiro, que já incorpora, além do risco de mercado e das taxas de juros e de retorno, o risco cambial.

A perspectiva de obter recursos, principalmente capital próprio, a partir de diferentes fontes, abre a possibilidade de que as EMNs sejam de propriedade de acionistas espalhados por vários países. Isto dificulta, em parte, o estabelecimento de uma ligação entre as variáveis econômico-financeiras que determinam os fluxos entre a matriz e as subsidiárias, à medida que o simples critério de se considerar o país-sede da *holding* como o pivô dos investimentos e financiamentos pode gerar percepções errôneas sobre os determinantes de tais fluxos. Segundo BAKER (1998), a dispersão da propriedade pode ser tão grande a ponto das EMNs serem conhecidas como empresas transnacionais (ETNs), o que tem reflexos importantes em sua administração, que adquire uma perspectiva global.

A base da moderna teoria sobre estrutura de capital tem origem em MODIGLIANI & MILLER (1958), os quais afirmaram que, em um mercado perfeito e sem impostos, seria irrelevante se pensar em termos de capital próprio ou de terceiros. Suas hipóteses pressupunham um ambiente livre de impostos, da possibilidade de inadimplência e de custos de transação. BREALEY & MYERS (2005) acrescentam que, sob essa ótica, a utilização de mais capital de terceiros eleva a taxa de retorno que os acionistas esperam

pelos seus investimentos mas, por outro lado, aumenta o risco percebido relativo às ações da empresa e, portanto, há uma compensação entre risco e retorno que deixa inalterado o resultado final para o acionista.

Todavia, MODIGLIANI & MILLER (1963), mostraram que o valor da empresa tem relação direta com o seu nível de endividamento, devido a benefícios resultantes da dedução fiscal das despesas decorrentes de dívidas contraídas. Na prática, as empresas enfrentam limitações ao uso máximo de capital de terceiros, devido aos custos indiretos decorrentes, tais como aumento do risco de insolvência financeira, deterioração da classificação de risco e conseqüente aumento do custo de financiamento junto a terceiros, o que pode viabilizar, a partir de certo grau, a utilização de capital próprio.

Seria possível, então, admitir a existência de uma estrutura ótima de financiamento, decorrente da análise do “trade-off” entre capital próprio e de terceiros. Neste sentido quanto mais lucrativas fossem as empresas, mais incentivos haveria para se tomar empréstimos, já que as despesas financeiras poderiam ser abatidas dos lucros antes de impostos.

Na escolha da composição ideal para o financiamento, entre dívida e patrimônio líquido, a EMN depara-se com diversas considerações. Primeiro, ela deve avaliar que uma dívida implica compromissos definidos com os credores, diferentemente de ações e quotas, já que os proprietários têm direito aos fluxos de caixa residuais, após o atendimento de todos os demais compromissos da empresa. Isto influencia severamente as decisões de captação para aplicação nas subsidiárias, principalmente diante da possibilidade de empréstimo intercompanhia. Segundo, na maioria dos países, as despesas com o pagamento de juros e de principal de dívidas podem ser deduzidos do lucro previamente à apuração do resultado tributável, enquanto que os dividendos são apurados a posteriori. Terceiro, muito importante, é a vinculação das dívidas a datas bem definidas, diferentemente dos dividendos, que asseguram maior flexibilidade. Uma forma de procurar conciliar as vantagens das duas alternativas consiste no lançamento de títulos híbridos mas, por se tratar de instrumentos mais sofisticados e que implicam abrir mão de parte do capital, não se trata de recurso utilizado amplamente pelas subsidiárias.

Analogamente à teoria do ciclo de vida do produto, apresentada por VERNON (1966), pode-se avaliar as opções de financiamento e sua evolução ao longo do ciclo de vida de uma empresa. A escolha da estrutura de capital ideal leva em consideração, ao longo do tempo, a necessidade de flexibilidade, a presença dos custos de agência e mesmo de falência, os benefícios fiscais resultantes, a disciplina imposta pela dívida e,

obviamente, o *tradeoff* líquido entre essas restrições. Assim, pode-se pensar na EMN enquanto uma empresa que nasce, originalmente com capital fechado, vai aos poucos crescendo e aumentando a sua alavancagem com a utilização de capital de terceiros. Neste momento da expansão, vislumbra-se a possibilidade de investimento no exterior, para sustentar uma fase seguinte de alto crescimento, o que requer montante considerável de recursos financeiros, recorrendo-se, então, à abertura do capital no país-sede.

Realizados os investimentos prioritários no exterior, a EMN entra, então, em uma fase de crescimento maduro, em que os lucros são satisfatórios e não há tantas despesas com novos investimentos. Neste caso, a opção de financiamento pode recair sobre as operações intercompanhia, otimizando os lucros acumulados nas diversas localidades ou, então, voltar a fazer captações no mercado de dívida, via empréstimos ou títulos. Por fim, e até que um novo ciclo tecnológico seja iniciado, a EMN pode ver-se diante de um processo de declínio, em que a ausência de inovações pode resultar em receitas e lucros declinantes, o que implica uma dependência maior dos resultados das subsidiárias. Na prática, uma das dificuldades está na identificação de qual o ponto do ciclo está a EMN no Brasil

Os custos de agência também se aplicam às decisões de financiamento das EMNs. Acionistas e credores podem discordar radicalmente com relação à política de financiamento, tanto quando este se destina às operações no país-sede da matriz quanto quando está relacionado à captação de recursos para investimento direto nas subsidiárias. Por exemplo, uma EMN que esteja promovendo um crescimento contínuo da atividade no exterior, transferindo a produção aos poucos sem, no entanto, requerer das subsidiárias um fluxo consistente de dividendos, mas, pelo contrário, promovendo o reinvestimento nos países receptores, pode não ser tão bem vista pelos credores no país-sede. A divergência pode acirrar-se ainda mais à medida que, para facilitar e minimizar os custos da tomada de recursos no mercado de dívida, a matriz da EMN sujeita-se a cláusulas de veto de novos investimentos externos, impostas pelos credores, principalmente quando se tratar de investimentos de baixa rentabilidade, risco considerável e de difícil monitoramento.

BREALEY & MYERS (1991, 2005) observam que as proporções ideais podem variar entre as empresas, por vários motivos. Por exemplo, empresas com baixo risco, em setores que requerem maior mobilização e geram receita elevada, sujeita a benefício fiscal, podem ter um nível de endividamento mais elevado do que empresas de maior risco e com mais ativos intangíveis, que deveriam utilizar mais capital próprio. Entretanto, ao contrário do que afirma a teoria do “trade-off”, os autores afirmam que as empresas mais lucrativas tendem a tomar menos empréstimos. Esta relação inversa entre lucratividade e dívida pode



ser explicada pela “pecking order theory”, segundo a qual as empresas seguem uma ordem de preferência: primeiro, financiamento interno; segundo, financiamento externo. No caso de financiamento externo, haveria preferência, primeiro, pela emissão de dívida e, segundo, pela abertura de capital ou novas subscrições.

Se os pagamentos de dividendos (“payout ratios”) tendem a ser mantidos estáveis, para manter esta política de estabilidade diante de oportunidades de investimento e lucratividade instáveis, as firmas teriam que, quando os fluxos de caixa fossem insuficientes, tomar recursos externos, buscando os recursos mais seguros primeiro. Ou seja, primeiramente seriam emitidos títulos de dívida, seguidos por títulos conversíveis e, finalmente, pela abertura de capital. Neste contexto, o recebimento de dividendos das subsidiárias, considerado financiamento interno, seria bem-vindo. Outros argumentos poderiam ser utilizados para se utilizar lucros retidos como, por exemplo, evitar custos de emissão de dívida ou ações.

Com relação ao índice considerado ótimo de endividamento, pode-se fazer algumas considerações, acerca das relações. Primeiro, o índice é negativamente relacionado à volatilidade nos lucros operacionais anuais. Aqui, os fluxos provenientes das subsidiárias podem se mostrar excelentes estabilizadores. Segundo, há uma relação direta com as alíquotas de impostos sobre a empresa, visto que despesas financeiras são dedutíveis. Terceiro, quanto maior for o custo de agência e os conflitos dele resultantes, menor o endividamento. A esse respeito, JENSEN & MECKLING (1976) defendem que a estrutura ótima seria aquela que minimizaria o custo de agência total.

À parte os critérios quantitativos para a determinação da estrutura de capital, Há outros fatores que pesam na determinação de uma estrutura ótima, para cada empresa. Uma maior preferência pela liquidez pode favorecer o endividamento viesado para capital próprio, pela flexibilidade decorrente da maior disponibilidade de caixa para fazer face a externalidades, positivas ou negativas, o que faz parte, sobretudo, do IED em países com grande potencial mas com cenários turbulentos. Diante de receitas mais estáveis e previsíveis, seja domesticamente ou no exterior, torna-se mais aceitável a assunção de dívidas e os compromissos delas resultantes. Receitas voláteis ou decrescentes desaconselham elevada alavancagem.

A suscetibilidade a aquisições hostis, cada vez mais comuns no cenário internacional, também é fonte de preocupação para EMNs que abrem demasiadamente seu capital e a possibilidade de controle. Por outro lado, o grau de exposição ao risco vai além e a administração pode, analisando a concorrência, estabelecer limite para o

endividamento. Por fim, as EMNs estão sujeitas ao escrutínio e à rigorosa avaliação permanentes das agências internacionais classificadoras de risco, que ponderam o grau de exposição e dependência relativo a operações no exterior, que podem agregar considerável volatilidade aos ativos e passivos, receitas e despesas.

Conforme o CMCG (2003)<sup>2</sup>, há uma tendência de que as matrizes, no caso de IED novo, prefiram investir recursos na constituição do patrimônio líquido da subsidiária. Assim, procuram evitar aportes significativos de recursos nas subsidiárias, que são estimuladas a ser auto-sustentáveis, utilizando recursos internos para a própria expansão. A utilização de lucros reinvestidos tende a crescer, além do recurso a fontes locais de financiamento. Paralelamente, os bancos globais também parecem ter seu apetite por risco diminuído, mostrando-se menos dispostos a financiar grandes projetos em outros países. Uma alternativa pode ser a prática de empréstimos intercompanhia (cujos montantes de ingresso e amortização são variáveis utilizadas nos painéis dos capítulos 3 e 4), em que as matrizes valem-se do seu acesso a taxas baixas nos mercados internacionais para repassar às subsidiárias.

No que diz respeito à gestão do risco, o CMCG afirma que muitas EMNs já utilizam regularmente mecanismos de proteção (*hedge*), mesmo que parcialmente, contra os riscos econômicos e políticos. Isto afeta as orientações das matrizes com relação à decisão de se reter ou repatriar os ganhos, obviamente sujeitos à exposição cambial.

O CMCG afirma que a estrutura de capital parece depender principalmente do setor de atividade, das condições do mercado de capitais (liquidez, por exemplo) e do país de origem do IED. Segundo as EMNs consultadas, a alavancagem relaciona-se aos riscos de negócio e aos custos associados. Com relação ao setor, empresas nos setores financeiro e de utilidades públicas, por exemplo, tenderiam a trabalhar com considerável alavancagem. Em termos de país de origem, empresas oriundas de países do G-7 também tenderiam a operar com alavancagem mais alta, provavelmente pela menor risco percebido.

BAKER (1998) cita vários fatores que podem ter influência decisiva na composição da estrutura financeira de uma afiliada estrangeira. Primeiro, o autor observa que, na ausência de lucros ou mesmo na presença de baixos lucros, a afiliada pode vir a ter que financiar projetos de prazo mais longo valendo-se de recursos via emissão de dívida, sem, no entanto, poder usufruir as vantagens fiscais daí decorrentes. Segundo, a maior

---

<sup>2</sup> O Capital Markets Consultative Group foi estabelecido em julho de 2000, pelo FMI, como canal de comunicação com os principais participantes do mercado de capitais internacional, tais como o Banco Mundial e bancos comerciais e de investimento.

exposição ao risco país pode fazer com que haja uma preferência na captação por dívida, e não por capital próprio, embora existam agências especializadas em prover seguro contra inconversibilidade e mesmo expropriação, tais como as já citadas MIGA – Multilateral Investment Guarantee Agency e OPIC – Overseas Private Investment Corporation. Terceiro, como o custo de captação via dívida varia de país para país, a captação via dívida só é viável se as taxas locais são baixas. Além disso, diante de perspectivas de desvalorização da moeda local, pode ser interessante contrair dívida nesta moeda.

Por fim, as flutuações nas taxas de câmbio afetam a estrutura financeira. As afiliadas geralmente são orientadas a realizar remessas quando a moeda local se valoriza o que pode criar o efeito perverso de descapitalizar a afiliada e levá-la a buscar financiamento local via dívida, aumentando a proporção desta na estrutura de capital. Em casos extremos, quando não há muito controle da matriz sobre a afiliada, esta pode se ver diante da situação de solicitações de remessas crescentes de lucros e dividendos, restando a via de financiamento local via dívida, com seus impactos sobre a estrutura de capital.

A estratégia das EMNs em estabelecer uma estrutura financeira localizada apresenta, portanto, vantagens e desvantagens. Para EITEMAN et al (2002), ela reduz conflitos dentro da EMN, resultantes de alegações de favorecimento de uma subsidiária em detrimento de outra, além de permitir maior autonomia à administração local, principalmente na comparação com concorrentes domésticos. Em economias com altas taxas de juros domésticos, como o Brasil, a gerência local e da matriz ficam atentas à necessidade de que o retorno supere tais taxas e não somente as da matriz. Por outro lado, a EMN deixa de utilizar suas vantagens comparativas, diante da concorrência local, em termos de maior e melhor acesso ao crédito mais barato nos mercados internacionais e mesmo dentro da própria EMN e sua rede de subsidiárias. Outras dificuldades podem surgir em termos da adequação e tradução dos demonstrativos financeiros locais para fins de consolidação com os resultados da matriz. Por fim, quase sempre os empréstimos das subsidiárias são garantidos pela matriz, o que dá um caráter menos real ao índice de endividamento local, pois o que realmente importa é o consolidado da EMN.

Apesar de toda a preocupação com a mensuração da rentabilidade do IED, sob o ponto de vista da lucratividade e valor agregado dos projetos, após descontados os custos financeiros e operacionais relativos à captação de recursos e implementação, ainda assim aspectos subjetivos influenciam as decisões das EMNs, como o fato da alta administração gostar ou não dos números apresentados pela análise meramente quantitativa.

HASAN et al (1995) realizaram pesquisa prática junto a gerentes de EMNs e verificaram a existência de outros fatores que podem influenciar a estrutura de capital, tais como a idade da subsidiária, a estrutura de propriedade, e o risco financeiro. Interessante notar que afiliadas localizadas em países com menor risco geral, apresentam maior participação de dívida em sua estrutura do que aquelas localizadas em países com maior risco. Além disso, os autores destacam que o giro do ativo total também é um importante determinante.

A discussão sobre a existência ou não de uma estrutura ótima de financiamento, comum no nível doméstico da matriz da EMN, estende-se, também, para as operações das afiliadas no exterior. Observa-se que há uma diferença clássica, por exemplo, nas relações dívida/capital próprio entre países como os Estados Unidos e Japão ou Alemanha. No primeiro, a razão tende a ser menor, pelo fato de que mais empresas têm capital aberto, enquanto que nos outros dois, recorre-se mais aos mercados de dívida como fonte de financiamento.

Parece razoável, então, pensar que as subsidiárias recorreriam a tomar empréstimos em moeda local, principalmente se os recursos puderem ser obtidos a taxas abaixo da taxa livre de risco, como é o caso no Brasil, com as linhas de crédito do BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. O custo das linhas de crédito junto ao sistema bancário nacional parece tornar proibitivo para a maioria das empresas, elevando demasiadamente o custo de capital das mesmas. Uma alternativa pode ser a captação via colocações nos mercados de títulos domésticos ou estrangeiros (variável também considerada adiante). Neste caso, torna-se necessário gerenciar os riscos decorrentes da taxa de câmbio e das taxas de juros.

Comparando os determinantes da estrutura de capital de EMNs e empresas domésticas de um mesmo país-sede, LEE & KWOK (1988) estabeleceram uma relação entre fatores ambientais, como risco político e cambial, e a estrutura de capital, destacando a importância da influência dos conflitos decorrentes do custo de agência. Suas observações indicaram que as EMNs não têm menor custo de falência mas tendem a trabalhar com menor alavancagem, ou seja, menor proporção de dívida. Além disso, as diferenças entre os setores de atividade econômica mostraram-se importantes na determinação da estrutura de capital de empresas puramente domésticas e de EMNs.

Procurando aperfeiçoar a análise sobre a estrutura ótima, HODDER & SENBET (1990) procuraram desenvolver uma teoria para a estrutura de capital em um contexto internacional, com a incidência de impostos, inflação e flutuação cambial, procurando

mostrar como funciona a estratégia das EMNs na busca da estrutura ótima em nível internacional. A primeira observação que fizeram foi a de que as empresas e os governos locais envolvem-se em um processo interativo, em que ambos procuram reagir às mudanças contínuas nos impostos. Daí, destacam que as diferentes estruturas de capital, encontradas em EMNs similares mas de países-sede diferentes, respondem não somente às diferenças nos impostos e nos níveis de inflação mas também se baseiam nos diferenciais de juros e nos movimentos do câmbio, variáveis testadas neste estudo.

### **2.3.2 – Custo de capital na empresa multinacional**

A autonomia financeira das subsidiárias tem sido, portanto, estimulada pelas matrizes, mesmo que isto implique em aumento do custo de capital ou necessidade de aval pela matriz. Sob este ponto de vista, o reinvestimento dos lucros seria mais interessante do que o repatriamento dos mesmos, notadamente quando há boas perspectivas de crescimento nos mercados locais. Por outro lado, diante de poucas alternativas de expansão ou diante de maiores riscos, a opção do repatriamento, parcial ou total, seria mais interessante. A decisão depende, obviamente, do orçamento de capital a médio prazo das operações no exterior.

Segundo ASSAF NETO (2003), uma empresa pode, mediante uma combinação adequada das suas fontes de financiamento, alcançar uma estrutura ótima de capital, que possibilite minimizar o custo de capital e maximizar a riqueza dos seus acionistas. Observando-se o ciclo de vida da empresa, pode-se afirmar que, inicialmente, quando esta começa a utilizar recursos de terceiros, o custo médio ponderado de capital, considerando as proporções entre capital próprio e de terceiros, tende a ser relativamente baixo, crescendo até um ponto ótimo de endividamento. A partir daí, a empresa prefere abrir o capital, captando via emissão de patrimônio líquido.

Se o capital próprio é uma segunda alternativa diante do capital de terceiros, em parte isto se deve aos riscos de retorno enfrentados pelos proprietários, o que eleva o custo do capital próprio na comparação com o capital de terceiros. Pode-se questionar, então, a validade de uma EMN realizar contínuos aumentos no capital de suas subsidiárias, a partir de novas remessas de IED a partir da matriz, pois a estrutura de capital e o custo médio de capital de cada subsidiária devem ser tratados localmente, levando em consideração as particularidades dos mercados financeiros domésticos dos países receptores do IED.

A avaliação de projetos de IED, considerando como taxa de corte o custo de capital para a EMN, no seu país-sede, pode levar a resultados errôneos. Por mais fácil que seja o

acesso à obtenção de recursos no mercado internacional, o tamanho da EMN, sua avaliação de risco e o conseqüente custo do crédito e mesmo o montante do investimento podem implicar limitações na busca de recursos no exterior. Há que se considerar, também os custos de obtenção de financiamento tanto no país-sede quanto no país receptor do IED, em moeda local.

BREALEY & MYERS (1991) sustentam que a existência de particularidades nos mercados financeiros dos diferentes países gera segmentação e distorções que podem tornar um projeto viável sob o ponto de vista da EMN e inviável na avaliação de uma empresa local. Considera-se mercado segmentado aquele em que a taxa de retorno nos títulos com risco e retorno comparáveis é diferente da encontrada na maioria dos mercados nacionais. Mercados ilíquidos e segmentados tendem a encarecer, progressivamente, o custo marginal de capital para as empresas.

Tal opinião é compartilhada por EITEMAN et al (2002), que defendem a importância estratégica do custo de capital e a sua disponibilidade como fatores-chave para a competitividade da EMN no mercado doméstico e nos mercados globais. Adicionalmente, alegam que a EMN, embora se aproveite, no curto e médio prazo, das características de segmentação de certos mercados nacionais, deve desenvolver uma estratégia que lhe permita escapar ou minimizar a dependência dos mesmos para suprir as necessidades a longo prazo e de capital próprio.

O custo médio ponderado é calculado a partir da composição entre o custo de capital próprio e o capital de terceiros. O custo de patrimônio líquido parte de uma taxa livre de risco e acrescenta à mesma um prêmio de risco, diante de variáveis de mercado ou outras, conforme a avaliação que os proprietários, atuais e potenciais, fazem da empresa. A taxa livre de risco é determinada a partir da remuneração dos títulos dos governos e varia, portanto, conforme a moeda de sua denominação. Isto constitui um elemento complicador para as EMNs, à medida que se deparam com diferentes taxas livres de risco, conforme considerem o país-sede ou o país receptor<sup>3</sup>.

ASSAF NETO (2003) acrescenta ainda que o cálculo do custo de capital de terceiros diminui em relação às taxas praticadas no mercado, devido à dedutibilidade fiscal permitida aos encargos financeiros. Assim, é esperado que o capital de terceiros se revele mais barato do que o capital próprio e, em tese, não haveria limites para a sua utilização, o

---

<sup>3</sup> Para mais detalhes, ver o modelo CAPM – Capital Asset Pricing Model, em SHARPE, William F. (1964). *Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk*. **Journal of Finance**, 19, p.425-442, e o modelo APT – Arbitrage Pricing Theory, em ROSS, Stephen A. (1976). *The arbitrage theory of capital asset pricing*. **Journal of Economic Theory**, 13 (3), p.341-360.

que não se observa na prática, devido às limitações decorrentes do excesso de alavancagem. Portanto, a estrutura tributária nos diferentes países receptores de IED, antes e depois da apuração do imposto de renda afeta tanto o custo de capital quanto a política de remessas de lucros e dividendos. Neste estudo, entretanto, não são avaliados os efeitos da carga tributária incidente sobre remessas de lucros e dividendos, seja no Brasil ou no país-sede do IED.

De modo geral, quando uma empresa se expande em termos globais, uma das conseqüências é que isto pode permitir a queda do custo de capital de terceiros, ao ter acesso a um nível superior de liquidez, maior do que o do mercado doméstico. EITEMAN et al (2002) chamam a atenção para o fato de que o mercado de capitais pode ser segmentado, devido a imperfeições resultantes de restrições governamentais e mesmo por causa das diferentes percepções dos investidores. Tais imperfeições englobariam as informações assimétricas, os custos de transação, o risco cambial, as defesas contra aquisições hostis de empresas, o risco político e as barreiras regulatórias.

Comparativamente a empresas domésticas, as EMNs seriam, a princípio, capazes de trabalhar com níveis mais elevados de endividamento, pelo fato de seus fluxos de caixa serem naturalmente diversificados mundialmente. Em contrapartida, as EMNs deparam-se com maiores custos de agência e riscos cambial e político. Conseqüentemente, o custo de capital próprio tende a ser mais elevado, em conseqüência do maior risco sistemático a que estão expostas. Assim, como resultado final, o custo médio de capital subiria.

Pode-se pensar que uma EMN consolidada busca, então, minimizar o seu custo de capital e, neste caso, a estrutura financeira da afiliada tem relevância enquanto capaz de influenciar o objetivo global. Logo, o custo de capital não chega a ser completamente independente na afiliada. Todavia, esta está sujeita a especificidades locais, tais como a tributação, os níveis de adesão a práticas de governança corporativa, o grau de desenvolvimento do sistema financeiro doméstico, o grau de regulação por parte do governo e da atitude relativa ao risco.

Uma outra forma de se analisar a questão da estrutura é avaliar se a mesma equivale à de firmas locais. Deve-se desconsiderar, então, os fluxos intercompanhia, tais como empréstimos da matriz para a afiliada e vice-versa, os quais são registrados, inclusive, como equivalentes a investimento estrangeiro direto. Em termos da gestão financeira, uma estrutura financeira similar à dos concorrentes no mercado doméstico permite comparar o resultado do investimento sobre o capital próprio. Isto faz com que, por exemplo, ao operar

em países onde as taxas de juros são altas, devido à escassez de capital, a afiliada fique atenta para que o retorno sobre os ativos seja maior do que o custo local de capital.

Por outro lado, um contra-argumento relativo à estrutura financeira localizada é o de que não faria sentido para a EMN, que tem melhor disponibilidade de capital e mais condições de diversificar o risco, adotar níveis de endividamento similares ao de empresas domésticas. Pode-se pensar, também, que o nível de endividamento da afiliada estrangeira é irrelevante, já que, para os financiadores, sejam eles locais ou internacionais, vislumbram a matriz por trás das operações, como garantidora de última instância.

EITEMAN et al (2002) chamam a atenção para o fato de que, se a afiliada estrangeira tiver acesso local a dívida subsidiada, a EMN deverá tomar emprestado tudo o que puder através daquela afiliada. A idéia geral, portanto, é procurar tomar emprestado a custos baixos, avaliados em função do risco cambial, em qualquer lugar do mundo, sem atentar para impactos localizados na estrutura específica de uma certa afiliada em um certo país. Obviamente, é necessário que a legislação local permita este tipo de procedimento. No caso do Brasil, pode-se procurar, por exemplo, avaliar o comportamento, em termos de remessas de lucros e dividendos, das EMNs que conseguem recursos oficiais via linhas de crédito do BNDES ou de outras fontes.

Os autores também avaliam os fatores que podem fazer com que o custo médio ponderado de capital seja maior ou menor nas subsidiárias das EMNs do que suas concorrentes locais. Por um lado, a disponibilidade internacional de capital para as EMNs impulsiona o custo de capital para baixo, na comparação, além de que a diversificação internacional das receitas ocasiona maior alavancagem, pela possibilidade de menor volatilidade dos fluxos de caixa e melhor avaliação de crédito. Por fim, consideram que variáveis específicas de países determinam diretamente os níveis ótimos de endividamento, podendo-se citar a atitude em relação ao risco, a disponibilidade de capital, os custos de agência, o nível de governança corporativa, a existência de mercado primário e secundário para os títulos das empresas e o grau de regulamentação exercido pelo governo.

O uso do custo de capital como parâmetro para avaliar a lucratividade do IED foi defendido por SHAPIRO (1978a), que percebeu a importância de internacionalizar as técnicas de análise financeira. Ao se perguntar acerca de qual custo de capital deveria ser utilizado para aplicação na EMN, acabou estendendo o conceito de custo de capital médio ponderado para aplicação na EMN. Além disso, ao afirmar que a proposição de Modigliani e Miller relativa à irrelevância da estrutura de capital não se sustentava, acrescentou que, na presença de impostos, o custo marginal de capital seria constante e igual ao custo de



captação de novos fundos, de forma que seria possível otimizar a estrutura, minimizando os custos através da composição ideal. Na presença de mercados financeiros segmentados e características de risco específicas a cada subsidiária, o custo de capital deveria sofrer ajustes contínuos, principalmente em função do grau de financiamento da EMN a partir de lucros no exterior.

As conclusões a que chegou STANLEY (1981), após consistente revisão dos modelos que explicavam o custo de capital e a formação da estrutura de capital, até o início dos anos 1980, apontaram para a dificuldade de se obter dados por países e por empresas, prejudicando a observação da validade do efeito Fisher internacional e do grau de internacionalização da EMN sobre a determinação do custo de capital. Diante da dificuldade de fazer previsões confiáveis sobre a taxa de câmbio, a partir dos diferenciais de juros entre dois países, as EMNs usariam como alternativa o recurso a fontes de financiamento em moeda local do país receptor, em operações de curto prazo, para financiar os ativos correntes e, para os ativos permanentes, o melhor seria utilizar capital proveniente da matriz. Obviamente, há que se considerar que tal sugestão somente é válida para algumas formas de estrutura de capital, já que as variações são grandes entre setores da atividade econômica.

O primeiro estudo consistente sobre a política financeira e o custo de capital das EMNs que utilizou dados empíricos obtidos a partir das demonstrações financeiras de subsidiárias, foi feito por ALTSHULER & GRUBERT (1996), analisando os números de empresas estrangeiras controladas por EMNs norte-americanas. Até então, a literatura sobre o repatriamento avaliava somente a possibilidade das EMNs optarem por remeterem dividendos das controladas para a matriz ou reinvestir os lucros localmente no país receptor, em uma perspectiva bilateral, e o estudo defendeu que os fluxos multilaterais de empréstimos intercompanhia entre matriz e subsidiárias também poderiam ser uma ótima alternativa para redução do custo de capital e busca da estrutura ótima. Uma conclusão interessante foi a de que as subsidiárias com maior proporção de débito remetiam mais dividendos, sugerindo que maiores remessas não necessariamente implicam um investimento menor, apesar do menor volume de recursos para reinvestimento.

Ao tomar recursos das subsidiárias na forma de empréstimos, as EMNs não só reduziriam a necessidade de repatriamento de lucros como, também, evitariam a tributação no país-sede, por se tratar de passivo financeiro. A sofisticação de tais operações pode chegar, inclusive, ao uso, pela EMN localizada em país com alta tributação, de uma subsidiária específica para deter os ativos financeiros, como em paraísos fiscais, por

exemplo, aproveitando-se da tributação local quase nula ou zero. Grande volume de repatriamento de dividendos estaria associado, então, a grande endividamento da subsidiária, que não necessariamente investe menos por causa disso. Para os propósitos deste estudo, o reconhecimento de que as operações intercompanhia relacionam-se com as remessas de dividendos, devido à estratégia de cada EMN, sugere a necessidade de considerar dados a respeito de tais fluxos de dívida e reforça a necessidade de se avaliar os fluxos para paraísos fiscais.

### **2.3.3 – Orçamento de capital na empresa multinacional**

No capítulo anterior, foram apresentadas as teorias sobre o IED, em termos da decisão ou não de se investir no exterior. Uma vez tendo sido tomada decisão, pode-se, então, voltar as atenções para o nível da firma e verificar como esta avalia a viabilidade dos projetos de investimento no exterior. Destaca-se, então a importância do orçamento de capital da EMN, que possibilita adequar os recursos finitos às diversas alternativas.

Os conflitos entre a matriz da EMN e as subsidiárias estão intimamente relacionados à percepção diferente dos resultados dos fluxos de caixa resultantes de projetos em estudo para implementação naquelas. A discussão existe até mesmo na forma de bonificação para os administradores locais, à medida que pode estar vinculada ao resultado final para a subsidiária ou à contribuição para o resultado consolidado da matriz. ENG et al (1995) chamam a atenção para o fato de que, no caso da utilização de técnicas de transferência indireta de recursos (*transfer pricing*), os conflitos se devem à percepção, pelas subsidiárias, da intenção de ganhos da matriz sobre as operações comerciais de importação e exportação entre as duas e mesmo no custo de transferência de tecnologia e licenças. Outro foco de divergência está na moeda em que os resultados são calculados e nas distintas percepções sobre a trajetória do câmbio. Por fim, a taxa de desconto a ser utilizada na determinação do valor agregado também é objeto de controvérsia, pois a subsidiária pode pretender utilizar um custo de capital inerente à sua estrutura financeira, que não necessariamente corresponde à da matriz.

O uso de técnicas de transferência de preços foi discutido com propriedade por KOPITS (1976) e FOWLER (1978). O primeiro salientou a importância, para muitas EMNs, da proporção de recursos provenientes do pagamento por transferência de tecnologia, na forma de licenças e *royalties*, pelas subsidiárias, com o discreto de mecanismos de transferência via preços. Em muitos países receptores, inclusive, haveria a possibilidade de dedução do pagamento de tais remessas, para fins de apuração do lucro

tributável, o que abriria a possibilidade de ganhos ainda maiores para as EMNs. O segundo apresentou análise mais profunda, mostrando que o preço maximizador de lucros seria uma função do grau de controle acionário da subsidiária, da taxa de pagamento de dividendos em relação ao lucro total (*pay-out ratio*) e dos preços praticados e tarifas incidentes sobre a importação e exportação intercompanhia. Por exemplo, a EMN deveria avaliar, no caso de uma importação pela subsidiária de insumos ou produtos superfaturados produzidos pela matriz, as conseqüências, pela maior incidência de impostos de importação, que reduziriam a eficácia da transferência de recursos desta forma.

Segundo BAKER (1998), os primórdios da literatura sobre orçamento de capital remontam à década de 1950, com os trabalhos de DEAN (1951) e LUTZ & LUTZ (1951), os quais introduziram os conceitos de “pay-back”, taxa interna de retorno e valor presente líquido. As primeiras aplicações destes conceitos aos negócios internacionais datam da década de 1960, com dois trabalhos. BUGNION (1965) demonstrou que a teoria de orçamento de capital, criada para empresas domésticas, não poderia ser aplicada diretamente para empresas multinacionais e sua maior contribuição foi o desenvolvimento de um método de determinação dos custos dos recursos tomados por uma subsidiária junto à matriz de uma EMN, supondo que a subsidiária não utiliza quaisquer outros recursos locais ou mesmo internacionais.

NATHANSON & STONEHILL (1968) trataram da questão do ajuste ao risco dos fluxos de caixa e destacaram tais fluxos como tendo origem em dividendos, pagamentos por tecnologia, juros sobre empréstimos concedidos e o aumento no valor da afiliada estrangeira, decorrente dos ganhos reinvestidos. Os fluxos deveriam ser ajustados ao risco e descontados ao custo médio ponderado de capital da matriz, sob a hipótese de estrutura ótima de capital desta.

As contribuições continuaram na década de 1970, com SHAPIRO (1978b), que discutiu o papel do custo de capital no orçamento de capital da EMN. Além de concordar com o ajuste ao risco dos fluxos de caixa, incorporou os impostos e os efeitos dos mercados de capitais segmentados à análise. O principal argumento utilizado era o de que a empresa conheceria melhor os fluxos de caixa do que a taxa mais adequada de desconto. BAKER (1981), por sua vez, estudou as práticas das empresas norte-americanas e européias entre 1978 e 1981, concluindo que as empresas tendiam a utilizar as recomendações da literatura disponível sobre finanças, embora houvesse, na prática, grandes diferenças, devido a diferentes legislações tributárias, práticas contábeis e mesmo percepções culturais quanto à inflação e ao risco. Descobriu-se, ainda, que, embora fosse

crescente o interesse na utilização de métodos voltados para o desconto dos fluxos de caixa, o mais usual ainda era fazer cálculos simplificados de pay-back. Por fim, foi constatado que a avaliação subjetiva pela direção ainda era bastante usada como critério de decisão de investimento.

É grande a dificuldade em se estimar os resultados de investimentos em uma outra moeda que não a do país de origem da EMN, devido às diferenças de inflação, risco político e políticas econômicas entre países. A dificuldade em se calcular o custo de capital global para a EMN é reconhecida e requer bastante precisão em termos de previsão de taxas de câmbio. Além das remessas de lucros e dividendos em si, é bastante importante o “*timing*” das operações, principalmente no caso de regimes cambiais flexíveis. Trata-se de um forte argumento no sentido de que a análise dos fluxos de remessas de lucros e dividendos seja dinâmica, em termos de avaliar determinantes defasados no tempo

Uma questão fundamental a ser definida pelos administradores das EMNs refere-se a qual perspectiva deve ser adotada na avaliação de projetos: a da matriz ou a da afiliada. Quando os recursos provêm, na maior parte, da matriz, parece mais sensato adotar a ótica desta, ajustando os fluxos de lucros e dividendos aos fatores relevantes para a matriz, tais como o seu custo médio ponderado de capital. Por outro lado, há a situação em que os recursos para os projetos são obtidos localmente ou mesmo em outros países e moedas, situação em que é mais recomendável avaliar os resultados em termos de variáveis locais. O problema é que pode haver projetos viáveis e lucrativos sob o ponto de vista local mas inaceitáveis para a EMN como um todo.

Destaca-se, então a importância da determinação do custo médio ponderado de capital, o qual tende a variar significativamente entre países, conforme MCCAULEY & ZIMMER (1989). Uma das causas das diferenças está nas diferentes alíquotas de impostos cobrados das empresas. Uma alíquota maior de impostos requererá uma taxa de retorno pré-impostos mais elevada. Em alguns países, tais como Japão e Alemanha, taxas de poupança mais elevadas têm como consequência taxas de retorno reais esperadas mais baixas. Uma das propostas deste estudo é verificar se os determinantes das remessas de dividendos diferenciam-se por países de origem das EMNs.

O ideal é tratar a estratégia de obtenção de capital como um objetivo financeiro no longo prazo. É interessante notar o comportamento de algumas EMNs, que chegam a buscar capitais em certos mercados domésticos inclusive via programas de lançamento de recibos de depósito, como é o caso da espanhola Telefônica, que, além da presença

operacional local no Brasil, decidiu emitir os chamados “Brazilian Depositary Receipts” no mercado de capitais brasileiro.

Uma das grandes dificuldades na gestão das EMNs está relacionada ao orçamento de capital, que é bem mais complexo do que o doméstico. Há que se separar os fluxos de caixa na matriz dos das operações no exterior, embora não seja tão fácil visualizar as ligações com as fontes de financiamento, principalmente quando uma afiliada opera com recursos provenientes de outra, via empréstimos intercompanhia, por exemplo. As remessas de lucros e dividendos para a matriz constituem-se em fonte de complexidade, devido a questões relativas a aspectos tributários e mesmo restrições políticas ou legais. Adicionalmente, há que se considerar formas de transferência indiretas, via pagamentos de licenças e patentes, compra de tecnologia, exportações sub-faturadas e importações superfaturadas pelas afiliadas.

Outros elementos também podem afetar decisivamente os fluxos tais como, por exemplo, a diferença de inflação entre os dois países e os movimentos das taxas de câmbio. O uso de empréstimos subsidiados concedidos pelos governos dos países anfitriões (por exemplo, linhas de crédito do BNDES, no caso brasileiro) também pode complicar a estrutura de capital, tornando mais complexa a tarefa de encontrar um custo médio ponderado de capital a ser utilizado como taxa de desconto do fluxo de caixa. Em última instância, pode-se avaliar o desempenho a partir de comparação com projetos similares no país anfitrião, ou seja, é válido pensar na análise do comportamento das remessas das EMNs em termos setoriais.

Sobre o desempenho financeiro, destaque-se as considerações e conclusões de MICHEL & SHAKED (1986), que, ao comparar os indicadores das subsidiárias de EMNs contra os de empresas domésticas, observaram que, independentemente do tamanho, as firmas locais tendem a ter um melhor desempenho ajustado ao maior risco, além de serem menos capitalizadas.

Diante de toda esta complexidade, há uma tendência muito grande de que as matrizes avaliem oportunidades e projetos em outros países a partir somente dos recursos que puderem vir a ser remetidos para a sede. É necessária, também, uma análise de sensibilidade, através de simulações que considerem mudanças potenciais futuras nas taxas de câmbio, de juros e no risco-país. Neste caso, é importante ajustar os fluxos de caixa com base no risco de crédito individual de cada país, relativo a dívidas em moedas estrangeiras.

O controle da exposição geral pode valer-se de uma estratégia adequada relativa ao custo e à disponibilidade de recursos para empréstimos inter-companhias. Neste aspecto,

há grande flexibilidade em termos das taxas praticadas, que podem, inclusive, diferir substancialmente daquelas da matriz. Isto inclusive pode ser usado como um mecanismo de ajuste da rentabilidade de cada subsidiária, de forma a adequar o lucro conforme o risco de cada país receptor. Deve-se considerar, também, que uma orçamentação bem feita permite, de certa forma, disciplinar as subsidiárias, mesmo que o custo desta tomar recursos diretamente no mercado supere aquele que resultaria caso os recursos fossem solicitados à matriz. O processo de orçamentação possibilita, adicionalmente, adequar os níveis de repatriamento ao risco de cada país.

Quanto à exposição cambial, vale considerar que, sob uma perspectiva de maior prazo, os investidores (matrizes) podem decidir que não é razoável fazer “*hedge*” de todas as operações, devido aos custos implicados e, assim, os riscos podem, em parte, ser considerados inerentes a certos países. Naturalmente, algumas EMNs podem entender que, por atuarem em um número suficientemente grande de países, contam com um nível de diversificação tal que não justifica os custos de se proteger contra a exposição cambial.

Uma das formas menos dispendiosas de buscar um certo grau de imunização dos balanços patrimoniais das subsidiárias consiste, por exemplo, em adequar o volume de crédito a clientes (no Ativo) à captação de recursos em moeda local, mesmo que na forma de crédito obtido junto a fornecedores (Passivo). Se o tipo de setor em que a EMN atua e a distribuição internacional das operações permitir, pode-se, também, procurar buscar um equilíbrio entre as importações e exportações entre subsidiárias. Por fim, quando as perspectivas de oscilações no futuro próximo são bastante prováveis, o mais comum é recorrer aos mercados futuros de taxas de câmbio e seus derivativos, como forma de buscar proteção. Obviamente, nem todos os mercados domésticos oferecem mercados estruturados para tal e, assim, resta a possibilidade de realizar operações mais complexas e geralmente mais caras nos mercados internacionais, sintetizando moedas.

A partir da análise das políticas de gestão de riscos corporativos e a importância das estratégias de “*hedge*” de fontes externas de financiamento, no sentido de assegurarem às empresas a garantia de liquidez para explorar eventuais novas oportunidades de investimento com recursos próprios, FROOT et al (1993) observaram que, quando o financiamento via dívida se torna mais caro do que os recursos gerados internamente, o uso de “*hedge*” é recomendável. De modo geral, as EMNs tendem a procurar “travar”, na moeda do país-sede, o valor dos investimentos e financiamentos em um certo país receptor. Embora o risco cambial pareça ser o mais óbvio, não se pode ignorar, em alguns países, o risco de impossibilidade de transferência de fundos e mesmo o risco de desapropriação. A

análise das remessas de lucros e dividendos por país-sede permite avaliar a questão do risco cambial, do risco da taxa de juros, do risco-país e de outras exposições enfrentadas pelas EMNs.

Com foco no risco e na incerteza cambial, ITAGAKI (1981), procurou construir uma teoria específica para o comportamento da EMN sob os mesmos. Sua análise considera uma EMN monopolística, que, enfrentando risco cambial e tributação, envolve-se tanto com a produção e o comércio internacional quanto com transações financeiras entre dois países. Segundo suas observações, a transição de um regime cambial fixo para flutuante não afetaria a produção das EMNs, porque, no primeiro caso, a incerteza poderia ser decorrente de eventuais restrições ao comércio externo como tarifas e quotas, além de eventuais controles de capitais, enquanto que, no caso de taxas flutuantes, tais restrições inexistiriam.

BARTOV & BODNAR (1994) também destacaram o papel do câmbio, lembrando que os movimentos cambiais entre os países sem dúvida influenciam a percepção acerca das oscilações no desempenho das EMNs. Assim, as informações sobre as taxas de câmbio, defasadas em relação aos resultados provenientes das operações no exterior, afetariam as estratégias dos investidores em ações das EMNs, nos seus países-sede.

No caso da existência de controles de capital, a validade de uma boa orçamentação é ainda mais visível. DESAI et al (2004), pesquisando afiliadas de EMNs norte-americanas, afirmam que, neste caso, as matrizes contornam as restrições via comércio intra-firmas, lucratividade das afiliadas e, certamente, repatriamento de dividendos. Mesmo assim, os controles de capital tendem a elevar o custo de capital e, conseqüentemente, desestimulam o IED. O que poderia parecer vantajoso para as firmas domésticas, que teoricamente enfrentariam menos concorrência, não ocorre, pois as EMNs presentes encontram meios de minimizar ou evitar os impactos dos controles.

## **2.4 - A decisão de distribuição de resultados: reinvestimento e repatriamento de lucros e dividendos**

### **2.4.1 - Apuração e avaliação do resultado financeiro da EMN**

Feitas as devidas considerações sobre a estrutura financeira, o custo de capital e o orçamento de capital, pode-se perguntar, então, como uma EMN avalia o desempenho de sua subsidiária ou filial, já que ele afeta diretamente a decisão acerca dos lucros e dividendos.

A estratégia financeira de uma empresa multinacional costuma ser bem clara e envolve, como já foi dito anteriormente, a maximização do lucro consolidado pós-impostos, a minimização dos efetivos encargos fiscais da EMN, em termos globais, e, por fim, um posicionamento adequado dos fluxos de caixa, do lucro e de todos os fundos disponíveis na empresa. Todavia, há que se considerar a possibilidade de que surjam conflitos entre a direção da matriz e da afiliada, devido aos diferentes pontos de vista com relação aos resultados financeiros, sob o ponto de vista da matriz ou da afiliada.

A matriz utiliza diversos índices econômico-financeiros para avaliação do desempenho da afiliada e alguns destes índices estão descritos e são avaliados no capítulo 4, dedicado a uma avaliação das remessas feitas pelas EMNs operando no Brasil, com base em dados parciais de balanço patrimonial e demonstrações de resultado relativos aos anos de 1995 e 2000, conforme dados apurados pelos Censos de Capital Estrangeiro realizados pelo Banco Central do Brasil. Trata-se de dados microeconômicos que permitem avaliar de que forma o desempenho de algumas contas e índices pode influenciar a estratégia das EMNs com relação às remessas de lucros e dividendos.

Tendo sido captados os recursos necessários à produção de bens e serviços e realizados os investimentos mais adequados aos objetivos da empresa, resta recompensar os proprietários pela iniciativa, dedicação e riscos envolvidos. BAKER (1998) lembra as várias formas através das quais os fluxos financeiros ocorrem entre a matriz de uma EMN e suas subsidiárias: os preços de transferência na negociação de produtos entre matriz e subsidiária, as taxas cobradas pelas matrizes em função de suporte gerencial, os custos de licenças e pagamento de *royalties*, os empréstimos intercompanhia e, por fim, os lucros e dividendos remetidos. A estratégia adotada pela EMN, segundo o autor, revela-se sob três formas: a *etnocêntrica*, em que a matriz centraliza as operações e não permite à subsidiária controlar os ativos líquidos apurados a cada exercício; a *policêntrica*, em que, de maneira oposta à anterior, a subsidiária é que toma as decisões relevantes em termos do uso dos ativos; e a *geocêntrica*, que faz uso das formas acima para trafegar os recursos



constantemente dentro do grupo matriz-subsidiárias, buscando a plena maximização do resultado geral.

Conforme definição constante da 5<sup>a</sup>. edição do Manual de Balanço de Pagamentos do FMI, a renda decorrente de IED subdivide-se em renda sobre patrimônio líquido e renda sobre operações de empréstimo. No primeiro caso, tem-se os lucros e dividendos e os ganhos reinvestidos (não distribuídos). Estes últimos não são objeto deste estudo, devido às dificuldades na apuração.

Na matriz, os dividendos repatriados pelas subsidiárias são incorporados às receitas e, em contrapartida ao caixa gerado, acabam incorporando-se ao patrimônio líquido, constando da reserva de lucros. Por sua vez, os lucros reinvestidos nas subsidiárias também repercutem nos balanços das matrizes, geralmente no patrimônio líquido, sob a forma de excesso de valor contábil sobre o custo do investimento. Com base em LEITE (1989), entende-se que, em operações de fusão ou aquisição no exterior pode, inclusive, haver registro de deságio, no caso da matriz pagar menos do que está escriturado na contabilidade da subsidiária, ou de deságio, caso contrário. Nas subsidiárias, a questão, portanto, é reinvestir os lucros (na própria subsidiária ou no mercado financeiro), remetê-los à matriz ou emprestá-los à matriz ou outras subsidiárias.

A preocupação dos gestores das matrizes das EMNs em sinalizar resultados financeiros satisfatórios, que geram valor, pode resultar em procedimentos que impliquem maiores exigências sobre as subsidiárias, em termos de repatriamento de lucros e dividendos. Isto não significa que os mercados financeiros, principalmente nos países desenvolvidos, possam ser considerados suficientemente eficientes a ponto de refletir adequadamente tais práticas em termos do valor das empresas. Considere-se, também, que a busca contínua de maximização de valor pode provocar questionamentos sobre o foco da gestão financeira nas EMNs, não só no que se refere à política de dividendos mas, também, a outras formas de transferência de recursos, valendo-se de artifícios como preços diferenciados nas operações de importação e exportação dentro do mesmo grupo e empréstimos intercompanhias com taxas de juros tecnicamente determinadas.

Sob o argumento de pouco desenvolvimento da literatura sobre a aplicação da teoria de finanças ao comportamento das EMNS, e considerando a hipótese de equilíbrio do mercado internacional de capitais, SENBET (1979) procurou analisar as políticas de investimento e financiamento das EMNs a partir da análise de indicadores sobre as flutuações nas taxas de câmbio, nos impostos em diferentes países e nos diferenciais internacionais de taxas de juros. Dentre suas preocupações, destacam-se a diferença nas

estruturas de capital para uma mesma firma operando em dois diferentes países e os impactos da estrutura de capital, dos impostos e do câmbio sobre a decisão de investimento. Todavia, nada foi investigado e concluído acerca da decisão de dividendos.

No início dos anos 1980, ERRUNZA & SENBET (1981) procuraram verificar empiricamente os efeitos das operações internacionais das EMNs sobre o seu valor de mercado, argumentando que, até então, não teria havido pesquisas neste sentido. Assim, ao se considerar o valor presente das oportunidades que uma EMN possui, isto deveria refletir-se no preço de suas ações, mas não da forma prescrita pela teoria do investimento em portfolio, ou seja, um resultado decorrente de uma combinação risco e retorno. O modelo, então, seria uma evolução daquele proposto por Modigliani e Miller, comentado no início deste capítulo, ao tratar, com maior profundidade, variáveis tais como o diferencial entre as taxas de juros entre o país-sede e o país receptor, o risco cambial e a forma e alíquotas de tributação entre os dois países.

A diferença na tributação implicaria, sobretudo, em um impacto sobre as decisões de investimento e financiamento e, conseqüentemente, sobre a percepção do valor da EMN. Considerando as barreiras existentes, na época, à livre movimentação de investimentos em carteira, defenderam o papel das EMNs no sentido de contorná-las e de otimizar a fronteira eficiente de investimentos para estas empresas. Suas conclusões indicaram que existe, na presença de barreiras aos fluxos de portfolio, uma relação positiva, mais ou menos intensa, entre o grau de envolvimento internacional da EMN, ganhos monopolísticos e seu valor de mercado. Tal abordagem, à luz do proposto neste estudo com relação aos determinantes do repatriamento de lucros e dividendos, mostra-se atemporal, mas seu valor está em destacar a viabilidade de se pesquisar aspectos do IED a partir de conceitos da moderna teoria de finanças, extraindo intrigantes contribuições.

A diversificação financeira internacional, a partir da expansão das EMN também foi tratada por MATHUR & HANAGAN (1983), que defenderam a EMN enquanto um meio superior de se atingir uma adequada diversificação internacional. Assim, diante de restrições decorrentes de mercados financeiros não completamente integrados, custos de transação, acesso a informações e regras dos países receptores, seria mais interessante para os investidores no mercado de capitais direcionar seus recursos para as EMNs do que investir em empresas locais em países estrangeiros, visto que aquelas teriam vantagens únicas, em termos da capacidade de lidar com imperfeições nos mercados de fatores e da maior competência administrativa. Portanto, os investidores na EMN cobrariam resultados,

tanto em termos de ganhos de capital quanto no recebimento de lucros e dividendos provenientes das subsidiárias no exterior.

Em princípio, a decisão sobre dividendos parece seguir uma seqüência lógica, em qualquer empresa. Tendo sido identificados os projetos de investimento possíveis para a empresa, esta associa risco aos retornos projetados e, com base na definição da taxa de corte, que também considera a composição de capital mais adequada e compatível com as oportunidades, providencia os recursos, investe e aufer os resultados. Neste momento, a empresa verifica, então, se há novos investimentos que cubram a taxa de corte. Se houver, reinveste os lucro após os impostos, respeitando eventuais exigências legais quanto à distribuição mínima entre os proprietários e sócios. Em caso negativo, a empresa devolve, então, os ganhos para os acionistas, na forma de dividendos e/ou recompra de ações, a critério dos mesmos, via decisão da administração. Por trás deste encadeamento de procedimentos assume-se, obviamente, o objetivo de maximização do valor da empresa.

Se a opção não for reinvestir todo o lucro, optando-se por pagamento integral ou parcial de dividendos, as questões passam a ser *quanto*, *quando* e *como*. O *quanto* depende, como já foi dito, da análise das alternativas de investimento disponíveis, da taxa de corte (sujeita a variáveis de mercado tais como juros, câmbio e inflação) e das determinações legais quanto ao mínimo, que não se aplicam a empresas de capital fechado, como é o caso da maioria das subsidiárias de EMNs. Há que se considerar, também, a possibilidade de que haja bi-tributação, ou seja, o imposto de renda incide sobre o lucro operacional da subsidiária no país receptor e, quando ocorre a remessa para a matriz, esta é tributada novamente, conforme a legislação do país receptor, do país-sede ou mesmo dos dois, situação compensada pela existência de acordos bilaterais de tributação entre países, em que há geração de créditos compensáveis.

A decisão de *quando* está relacionada a práticas usuais de negócios nos países onde estão instaladas as matrizes das EMNs e também envolve uma avaliação do melhor momento para a remessa, considerando-se, principalmente, as oscilações cambiais em países receptores com câmbio flutuante. Nos Estados Unidos, por exemplo, as empresas, de modo geral, pagam dividendos regulares a cada trimestre, que pode, eventualmente, ser a periodicidade exigida pela matriz às suas subsidiárias. Em outros países, a prática é pagar dividendos regulares semestral ou anualmente. Isto não implica que as remessas por parte das subsidiárias sejam feitas imediatamente após o fechamento dos exercícios (31 de dezembro, por exemplo), pois há uma defasagem temporal entre a apuração dos lucros, a sua avaliação pela subsidiária e matriz, e a data em que realmente ocorre a remessa. A

sazonalidade nas remessas de lucros e dividendos é bem típica e difere dos demais desembolsos relativos a fluxos de capital, tais como empréstimos e financiamentos. Os dividendos especiais, remetidos em datas a critério das EMNs, também dificultam a compreensão do padrão geral das remessas. Por fim, os dividendos remetidos podem superar os lucros no período, caso que configura os chamados dividendos de liquidação, uma vez que está havendo retorno sobre o capital investido, ao invés de simples lucro ordinário. Não confundir, obviamente, com redução de capital, registrada como retorno de IED. Tais características dificultam a análise econométrica dos determinantes, tal como avaliado nos capítulos 3 e 4.

Por fim, o *como* envolve avaliar se a remuneração ocorrerá na forma de distribuição de dividendos ou recompra de ações ou quotas. Esta segunda opção, embora comum nas relações entre empresas e investidores no mercado de capitais, não se aplica consistentemente às subsidiárias das EMNs, visto que sua condição de controlada pela matriz praticamente descarta, em termos racionais e usuais, a recompra, pela tesouraria da subsidiária, de tal controle.

Anúncios de recebimento de dividendos das subsidiárias podem provocar valorização dos papéis das EMNs no mercado, o que dá margem a solicitações extraordinárias das matrizes sobre as subsidiárias, mesmo diante de momentos inadequados, seja devido a condições desfavoráveis no mercado de câmbio, seja pela descapitalização das subsidiárias diante, às vezes, de projetos de investimento locais de alta rentabilidade, que acabam não sendo executados.

Para uma EMN, o retorno de um investimento, seja doméstico ou no exterior pode ser interpretado, de maneira simplificada, como a soma do valor estimado do investimento (ou projeto) com os dividendos recebidos. Cabe à EMN decidir se prefere retorno de suas operações no exterior na forma de ganhos de capital (excesso de lucro contábil sobre o valor investido, como comentado na seção anterior) ou via recebimento de dividendos. Quando da elaboração do orçamento de capital, os analistas financeiros, na matriz, nas subsidiárias ou nos mercados financeiros, costumam utilizar o chamado *índice de pagamento de dividendos* (ou “*pay-out ratio*”), que expressa a relação entre os dividendos recebidos e os lucros auferidos. Acreditando-se que se mantenha constante pelo menos no curto ou médio prazo, permite, então, estimar os dividendos a partir dos lucros projetados, mais fáceis de se obter no processo de orçamentação. Novamente fazendo referência ao ciclo de vida da EMN e de cada subsidiária em particular, há uma tendência de que a política de dividendos siga o ciclo de vida de cada subsidiária, ou seja, o índice de

pagamento de dividendos, em cada país onde há operação, é baixo ou zero no início da geração de lucros pela subsidiária e sobe gradualmente junto com as operações.

Destaque-se que nem sempre as subsidiárias pagam dividendos, seja porque reinvestiram todo o lucro ou simplesmente porque não tiveram lucro. No capítulo 4, mostra-se que uma parcela pequena das empresas estrangeiras operando no Brasil efetuou remessas relativas aos exercícios de 1995 e 2000. Um outro indicador útil é o chamado *índice de retenção*, que apresenta a proporção dos lucros reinvestidos na subsidiária. Sua utilização também possibilita estimar o crescimento futuro dos lucros. A lógica é que, no caso de subsidiárias que retêm maior proporção dos lucros, para reinvestimento, espera-se que os lucros cresçam mais rapidamente no futuro, já que estão sendo aplicados na própria operação e proporcionando retorno superior à taxa de corte.

#### **2.4.2 - A decisão de reinvestir ou repatriar os lucros e dividendos**

Percebe-se que a política de dividendos praticada pelas EMNs varia conforme o país-sede. Nos Estados Unidos, por exemplo, os dividendos costumam acompanhar os lucros auferidos. As diferenças no estágio de crescimento também influenciam: se o crescimento for mais alto no país-sede do que no país receptor, a matriz da EMN tenderá a demandar mais dividendos da subsidiária para investir no primeiro; por outro lado, se as perspectivas de crescimento forem maiores no país receptor, é provável que os lucros sejam retidos pela subsidiária, que os reinvestirá por lá, diminuindo as remessas para a matriz.

As diferenças no tratamento tributário também influenciam. Nos Estados Unidos, dividendos são bi-tributados, enquanto que na Alemanha, a tributação é maior na acumulação de lucros do que na sua distribuição como dividendos. Uma primeira linha de análise defende que a elevada tributação sobre dividendos pagos ou recebidos, em alguns países pode, inclusive, consolidar a percepção, nas EMNs e suas subsidiárias, de que os dividendos são ruins, ou seja, que o melhor é sempre reinvestir os lucros, distribuindo somente o mínimo estabelecido legalmente ou exigido pelos proprietários ou acionistas. Além disso, o desembolso de caixa pelas subsidiárias reduziria a liquidez e até o valor de mercado das mesmas.

Contrariamente, uma segunda linha defende que os dividendos também podem ser considerados bons, mesmo diante de desvantagens fiscais no país-sede e no país receptor. Percebe-se, neste caso, uma preferência da matriz por liquidez, além de haver uma sinalização para os sócios da matriz de que os fluxos provenientes das operações

internacionais são consistentes e contribuem para aumentar o valor global da EMN. A política de pagamento de dividendos procura tanto maximizar diretamente a riqueza dos proprietários a longo prazo quanto fornecer financiamentos suficientes para a estrutura ótima.

O recebimento de dividendos permite, em alguns casos, uma diminuição da alavancagem, e até aproximação da estrutura ótima de financiamento, sem que se recorra a novas emissões de dívida ou patrimônio líquido. Por outro lado, na subsidiária, é o reinvestimento, ao invés da remessa de dividendos, que implica aumento do patrimônio líquido e diminuição da alavancagem. Por fim, bons resultados recebidos do exterior, na forma de dividendos, minimizam os conflitos de agência entre os administradores, que defendem o IED, e os acionistas, que percebem uma imagem de disciplina daqueles na apresentação de resultados palpáveis.

Do ponto de vista teórico, pode-se mencionar uma terceira linha de análise, conhecida como “escola da irrelevância dos dividendos”. Adaptando a idéia básica para o contexto de uma EMN, pode-se dizer que, sob essa linha, na ausência de impostos ou diante de alíquotas iguais, no país-sede ou no país receptor do IED, incidentes sobre os dividendos recebidos ou os ganhos de capital apurados com a venda parcial ou total de suas operações no exterior, a decisão sobre o quanto, quando e como receber dividendos é irrelevante para a EMN. Obviamente, isto implica outras hipóteses adicionais, tais como a independência das decisões de financiamento das decisões de dividendo, o não investimento dos lucros em projetos “ruins” e a inexistência de custos de transação (corretagem zero, por exemplo) para converter os ganhos de capital em dinheiro. A interpretação mais válida sob essa linha é a de que não faz sentido, para a matriz, achar que pode aumentar seu valor de mercado simplesmente exigindo mais dividendos de uma subsidiária que tem investido em projetos ruins.

A atenção sobre os resultados das operações no exterior pode, evidentemente, gerar conflitos de agência, dentro e fora da EMN. À primeira vista, fica evidente o potencial de conflitos entre a administração na matriz e nas subsidiárias, à medida que estas pedem mais autonomia para gerir os lucros e, se possível, reinvesti-los integralmente na operação local. Do ponto de vista da matriz, a visão mais ampla das diversas operações da empresa pode levar a exigências cada vez maiores na geração de resultados nas subsidiárias, tanto para garantir a rentabilidade da corporação como um todo como, também, para realocar recursos entre subsidiárias, a partir da análise dos custos de capital para cada país e as taxas de retorno em cada operação. Frequentemente, as subsidiárias se vêm como

geradoras da maior parcela do lucro da corporação, até mesmo ajudando a contornar prejuízos seguidos no país-sede da matriz. Há, também conflito potencial, na EMN, entre os proprietários e administradores, principalmente nas de capital aberto, pois gestores que têm maior poder de decisão tendem a privilegiar melhores resultados reinvestindo os lucros, ao invés de distribuí-los para os acionistas.

As subsidiárias são observadas com atenção também pelos credores, domésticos ou internacionais, para os quais a geração de caixa implica maior liquidez da empresa e menor risco de insolvência, resultando em melhor percepção de crédito. Remessas seguidas e intensas de lucros e dividendos podem levantar suspeitas sobre a capacidade financeira das subsidiárias e prejudicar seu acesso a fontes de financiamento nos mercados locais.

A definição da política mais adequada relativa às exigências que a matriz de uma EMN faz às suas subsidiárias em termos de repatriamento de dividendos pressupõe um bom entendimento com relação às reais oportunidades de reinvestimento no país receptor de IED. ASSAF NETO (2003) acrescenta que, além desta avaliação e das considerações usuais sobre a necessidade de maior liquidez na matriz ou na subsidiária, é importante avaliar o grau de facilidade ou de dificuldade no acesso a fontes de financiamento, via dívida, para a subsidiária, seja nos mercados internacionais, com o aval da matriz ou não, e no mercado financeiro doméstico local. Além disso, a subsidiária pode avaliar continuamente o comportamento da inflação local, das taxas de juros para aplicações e da taxa de câmbio para definir o melhor momento para se efetuar a remessa, que não necessariamente corresponde ao *timing* ideal de recebimento pela matriz.

As contínuas discussões na literatura sobre a validade ou não da política de pagamentos questionam o até que ponto devem ser pagos pois, de um lado, os proprietários e os acionistas das empresas têm interesse em recebê-los mas, por outro lado, o seu pagamento implica a incidência de impostos, que distorcem sua natureza e que implicam ineficiência na alocação do lucro gerado nas empresas e recomendam seu total reinvestimento. FELDSTEIN & GREEN (1979) referem-se a esta dicotomia como um dos principais “quebra-cabeças” (*puzzles*) da teoria de finanças corporativas. A denominação foi sugerida por BLACK (1976), devido à dificuldade de entender o comportamento observado relativo às remessas, diante dos incentivos econômicos para os tomadores de decisão. Se, do ponto de vista econômico, o pagamento de dividendos não faz sentido na presença de impostos sobre a renda, Feldstein e Green argumentam que uma explicação mais plausível para sua ocorrência pode estar na separação entre a propriedade e a gestão das empresas. Por este raciocínio, a política de dividendos seria um instrumento de

comunicação sobre o nível e o ritmo de crescimento dos resultados da empresa, diante da relativamente pequena prestação das informações contábeis tradicionais.

### **2.4.3 - Evidências empíricas sobre o repatriamento de lucros e dividendos**

Apesar do rápido crescimento do IED desde o início da década de 1990, LEHMANN & MODY (2004) argumentam que as análises sobre o comportamento das EMNs com relação à política de dividendos são poucas e relativamente limitadas, principalmente por se basearem em dados sobre as operações das EMNs norte-americanas no exterior, já que o maior volume de dados confiáveis provém do Bureau of Economic Analysis.

Basicamente, pode-se identificar na literatura sobre dividendos em EMNs, duas correntes básicas, que aos poucos vão convergindo. A primeira analisa as remessas a partir da ótica das implicações dos regimes tributários, no país receptor e no país-sede do IED. Os estudos sob esse prisma baseiam-se, em larga escala, em estudos quantitativos sobre os dados das EMNs norte-americanas, o que limita sua extensão para o nível global. A segunda, direciona o foco para a linha de governança corporativa e aspectos ligados à administração das EMNs e os custos de agência, com ênfase na análise de vários países. Destacam-se aqui os trabalhos de HINES (1996), HINES & HUBBARD (1989), DESAI et al (2001) e ALTSHULER & GRUBERT (2001). A convergência entre as duas percepções se apresenta em DESAI et al (2002), LEHMAN (2002) e LEHMAN & MODY (2004).

O comportamento das políticas de repatriamento de dividendos por parte das EMNs inicialmente era analisado no contexto da tributação dos lucros obtidos no exterior e o incentivo para fazer as remessas era função das diferentes alíquotas entre o país investidor e o país receptor. Em alguns poucos países, como a Alemanha, não há incidência de impostos sobre os resultados do IED. Na grande maioria dos países, os acordos internacionais, bilaterais ou multilaterais implicam em um sistema de geração de créditos de impostos. Há uma compensação dos impostos pagos no país receptor, que geram um crédito no caso da alíquota no país investidor for maior. Obviamente, se a situação for inversa, não há devolução por parte do país investidor.

Na ausência de assimetrias de informação, custos de transação, incidência de impostos e conflitos de agência, a forma com que os proprietários das empresas são recompensados não afetaria o valor da empresa e isto valeria para a política de pagamento de dividendos, no entender de MODIGLIANI E MILLER (1958). Entretanto, a presença de assimetrias e restrições decorrentes do monitoramento dos administradores invalida as



conclusões de Modigliani e Miller, conforme defendeu LINTNER (1956), a quem se remetem as duas correntes acima. O autor propôs que as empresas têm relações-alvo entre dividendos e lucros, as quais são buscadas ao longo do tempo. Os fluxos estáveis de dividendos seriam uma forma de se estabelecer disciplina sobre administradores que, de outra forma, poderiam fazer uso inadequado dos fluxos de caixa.

Tal percepção do uso de dividendos como uma função de controle sobre as subsidiárias das EMNs foi questionada por KOPITS (1972a, 1972b), que todavia não apresentou argumentos suficientes para invalidá-la. Sua percepção era a de que a busca de maximização de resultados em nível global fazia com que as EMNs permitissem às subsidiárias alocar os fundos necessários aos projetos e remeter dividendos somente com o que sobrasse. Logo, os dividendos seriam resultantes do equilíbrio entre a oferta e demanda interna por recursos, feitos os devidos ajustes devido à tributação.

Resumidamente, Lintner identificou, na década de 1950, quatro comportamentos adotados pelas empresas com relação à determinação dos dividendos. Primeiro, há o puro estabelecimento de um índice de pagamento alvo, que se procura seguir ao longo do tempo. Segundo, o índice é alterado para compatibilização com a etapa do ciclo de crescimento da empresa em que os lucros apresentam crescimento sustentável, implicando defasagem entre a apuração do lucro e o pagamento do dividendo. Terceiro, a preocupação maior é com os valores em si dos dividendos, e não com o índice. Quarto, a administração mostra relutância no sentido de ter que interromper um processo de alta no pagamento de dividendos ou ter que revertê-lo. Assim, se uma EMN torna-se cada vez mais dependente dos dividendos recebidos do exterior e vale-se do aumento continuado dos mesmos para sustentar uma elevação do seu valor de mercado no país-sede, pode, no futuro, ver-se em situação delicada caso os recebimentos reduzam-se, transmitindo impressão negativa para o mercado de capitais.

Analisando o comportamento dos investidores em EMNs em países desenvolvidos como EUA, Reino Unido e Alemanha, afirmam que a regularidade nos fluxos de dividendos para estes países parece ser um argumento a favor da proposição de que isto ocorre em função de um mecanismo utilizado pelas EMNs de tais países para controlar e disciplinar a administração no país receptor. Interessantemente, os investidores em países-sede de IED nos EUA e no Reino Unido tendem a requerer um fluxo estável de recebimento de dividendos, enquanto que os investidores alemães, que inclusive tendem a investir em países receptores com maior risco, tendem a não demandar pagamentos sistemáticos de dividendos. Esta diferença parece refletir a dicotomia em termos da

orientação tradicional da cultura empresarial anglo-saxônica que busca maximizar a riqueza do acionista, ao passo que, na Alemanha, privilegia-se a maximização da riqueza da empresa, como discutido anteriormente. Portanto, o padrão de remessas de dividendos, em termos de sua persistência no tempo, pode ser um indicador a respeito dos mecanismos de governança corporativa vigentes em certas EMNs e países.

Estudos recentes indicam a convergência entre a abordagem via impostos e aquela via aspectos ligados à governança corporativa. DESAI et al (2002), analisando as subsidiárias de empresas norte-americanas, afirmam que a utilização de conceitos ligados às proposições de Modigliani e Miller não permite esclarecer o real comportamento das EMNs quanto ao repatriamento de dividendos, devido à possibilidade de inúmeras estratégias. Propõem, então, avaliar a política de dividendos internamente às EMNs, analogamente ao que é feito para uma empresa com ações no mercado e que recebe pressões de seus acionistas por resultados. A partir de seus estudos, indicam que os repatriamentos seguem uma lógica relacionada ao nível de *payout* requerido, que é ajustado com o tempo, diante de variações significativas dos lucros. Neste sentido, os impostos nos diferentes países não teriam um forte poder de explicação sobre a política de dividendos das EMNs e suas subsidiárias. Por outro lado, estranhamente afirmam que os arranjos no mercado financeiro do país da matriz e as políticas desta para com seus acionistas pouco influenciam a relação com as subsidiárias.

LA PORTA et al (1998), também abordam o tema dos fatores que determinam o pagamento de dividendos, que ocorreria como resultado da pressão dos acionistas (leia-se EMNs) e do interesse dos administradores (das subsidiárias) no sentido de estabelecer uma relação forte com os mesmos sinalizando lucratividade, o que permite, no futuro recorrer fazer novas solicitações de recursos aos acionistas.

O mérito do trabalho de LEHMANN & MODY (2004) está em buscar identificar as variáveis macroeconômicas relacionadas ao repatriamento de dividendos e no foco internacional. Dentre as variáveis analisadas estão o risco político, as alíquotas de impostos no país-sede e no país receptor, as taxas de crescimento econômico nestes e a ocorrência de crises cambiais. A *payout ratio*, por exemplo, para EMNs norte-americanas e inglesas, cai à medida que a percepção acerca do risco-país no receptor diminui. Já com relação ao crescimento do PIB, duas tendências se manifestam: por exemplo, as EMNs inglesas aumentam a *payout ratio*, provavelmente para não deixar mais recursos à disposição dos administradores locais, enquanto que, nas EMNs com origem nos EUA e na Alemanha, maior crescimento implica menor *payout*, pois vislumbra-se maior possibilidade de ganhos

com o reinvestimento local dos lucros. Relativamente às crises, os autores ponderam que o aumento nos repatriamentos pode atuar como estabilizador para os países investidores durante épocas de crise cambial, mas pode, em sentido contrário, pressionar o equilíbrio do balanço de pagamentos nos países receptores.

Com relação à persistência nas remessas de dividendos, Lehmann e Mody também afirmam que a introdução de uma variável com dividendos defasados aumentou ainda mais o poder explicativo de seu modelo acerca das remessas correntes. Além disso, descobriram que, enquanto que na Inglaterra e nos EUA há uma tendência de persistência média para alta, no caso de remessas para a Alemanha, as variáveis explicativas utilizadas não foram completamente suficientes para explicar o comportamento temporal das remessas, que não são tão persistentes. A questão que se coloca é se as EMNs aumentam o repatriamento ao primeiro sinal de crise no balanço de pagamentos ou se adotam uma visão de longo prazo, reduzindo as remessas e procurando estabilizar a crise, para que a mesma não se agrave. No caso da Inglaterra, parece que as EMNs não alteram significativamente a *payout ratio* em países em crise, enquanto que as EMNs norte-americanas comportam-se de maneira contrária, aumentando as remessas com a crise.

Para EITEMAN et al (2002), “o planejamento fiscal para as operações multinacionais é um assunto técnico complexo que exige a consulta à assessoria legal e fiscal na matriz e no país anfitrião”. Não é objeto deste estudo verificar a influência que os impostos nos países investidores têm sobre as remessas de lucros e dividendos feitas a partir dos países anfitriões. O tratamento a ser dado à análise dos determinantes das remessas por países permitirá, todavia, inferir algumas conclusões acerca de um grupo de países composto por paraísos fiscais.

Vários métodos são indicados por BAKER (1998) para a tributação de recursos provenientes do exterior para uma EMN. O primeiro caso é o da isenção, em que o país-sede não cobra impostos, que ficam a cargo somente do país onde foi efetuado o IED. Segundo, o país-sede adota uma alíquota de imposto abaixo daquela no país receptor. Terceiro, o governo do país-sede adota uma alíquota maior que no exterior e concede um crédito à EMN pelo que já foi pago externamente, bastando completar a diferença entre as alíquotas interna e externa. Quarto, em alguns países como os Estados Unidos permite-se que a EMN deduza como despesa, para fins de tributação doméstica, o que foi pago no exterior a título de imposto de renda. Por fim, existe a possibilidade da dupla tributação, o que tem sido cada vez menos freqüente, à medida que os países estabelecem acordos entre

si no sentido de evitar esta possibilidade, transformando a questão em uma das tratadas acima.

A questão da tributação é, de fato, bastante complexa, à medida que envolve conhecimento acerca da tributação no país da matriz e no país receptor, em termos de diferimento fiscal, créditos fiscais, transações entre empresas do mesmo grupo e até acordos bilaterais de tributação. Considere-se, por exemplo, a situação em que a subsidiária está localizada em um país com elevada tributação sobre remessas de dividendos. Neste caso, pode ser preferível para a EMN emprestar recursos para a subsidiária, a qual, ao pagar juros mais elevados, abate tais despesas financeiras do lucro tributável, que acaba por ser completamente reinvestido.

Não é o caso, entretanto, do Brasil, onde, desde o governo do presidente Fernando Henrique Cardoso, não há mais incidência de tributação sobre os lucros e dividendos remetidos ao exterior, o que foi usado como argumento, na ocasião, para atrair maior volume de investimento estrangeiro direto.

A questão da tributação, principalmente nos países desenvolvidos, obviamente tende a favorecer o IED feito a partir de empresas registradas em paraísos fiscais, os quais, como grupo, respondem por parcela significativa do estoque de IED no Brasil. O papel dos paraísos fiscais é abordado por KARI & YLA-LIEDENPOHJA (2004), que afirmam que os paraísos fiscais atraem fundos das EMNs, na forma de constituição de holdings nestes países, devido à baixa ou inexistente tributação sobre ganhos de capital e lucros no exterior, permitindo contornar a tributação nos “verdadeiros” países sede das empresas e recursos. Na definição acerca dos países-sede de IED no Brasil que foram escolhidos para amostra, verifica-se, no capítulo 3, que optou-se por desconsiderar as remessas de lucros e dividendos para paraísos fiscais, pela dificuldade em definir os indicadores macroeconômicos mais apropriados que pudessem servir, indistintamente, para tais países e as economias desenvolvidas. Sugere-se, portanto, que tal análise seja feita em separado.

## **2.5 – Conclusão**

Diferentemente do capítulo 1, que trata da EMN e do IED sob a perspectiva da organização industrial e de variáveis macroeconômicas que influenciam as decisões acerca do investimento direto, a teoria da administração financeira aplicada às EMNs considera aspectos de tomada de decisão relacionados a elementos microeconômicos, sem descuidar da relevância de variáveis macroeconômicas, tais como os níveis e diferenciais de taxas de juros, de câmbio e de inflação, e sua relação com as decisões corporativas, bastante

complexas quando assumem dimensão internacional, relativas ao investimento, financiamento e distribuição de resultados.

O fato de a teoria do investimento estrangeiro direto não atribuir máxima relevância à teoria do capital financeiro enquanto explicativa das decisões de investimento no exterior e extensão das atividades de uma empresa para outros países não invalida a incorporação de elementos provenientes da ótica financeira, principalmente quando se trata de questões relacionadas ao longo prazo, diferentemente da ótica mais restrita e de curto prazo dos investimentos em portfólio.

A incorporação dos conceitos de custo de capital internacional, no contexto da elaboração de um orçamento global de capital contribui, e muito, para o entendimento das estratégias e determinantes relacionados aos fluxos de repatriamento de resultados, na forma direta de lucros e dividendos ou em formas indiretas via operações comerciais e de empréstimos intercompanhias, além de pagamentos relativos à cessão e transferência de tecnologia, na forma de “royalties”, licenças e serviços técnicos especializados, prestados da matriz para a filial e vice-versa.

O estudo dos mecanismos e processos relacionados à determinação dos valores e do momento ideal para remessas de lucros e dividendos ainda tem muito que evoluir, principalmente no caso de EMNs com operação mais complexa, ou seja, onde a gestão financeira volta-se para a otimização não de uma simples relação binária matriz-subsidiária única mas, sobretudo de uma relação matriz-subsidiárias diversas e subsidiárias-subsidiárias, este caso sendo o grande desafio para a formulação de modelos de previsão de fluxos financeiros com o exterior.

## **Capítulo 3 – Repatriamento de lucros e dividendos no Brasil: uma análise de dados em painel por países de origem do investimento**

### **3.1 – Introdução**

A atração de investimento estrangeiro direto (IED) tem sido prioridade em praticamente todos os países em desenvolvimento e o Brasil não é uma exceção. Com a liberalização econômica, a desregulamentação da conta financeira e de capitais e o processo de privatização, a partir do início dos anos 1990, o país passou a atrair um volume significativo de novos investimentos, disputando novos investidores com as economias em transição do Leste Europeu e com países emergentes tais como China, Índia, Rússia e México, dentre outros.

O aumento no estoque de IED implica, por sua vez, um aumento das obrigações com o exterior, à medida que as EMNs esperam retorno de seus investimentos. Conseqüentemente, as remessas de lucros e dividendos a partir das filiais no exterior tendem a acompanhar o crescimento dos ingressos, trazendo importantes conseqüências para o equilíbrio do balanço de pagamentos do país-receptor. Desde a implantação do plano de estabilização econômica (Plano Real), muitos estudos têm se voltado para a análise dos determinantes dos fluxos de investimento estrangeiro direto para o Brasil e de suas conseqüências para o desempenho comercial do País, enquanto pouca ênfase é dedicada à análise de suas implicações em termos da remuneração ao investimento realizado pelo investidor estrangeiro, sob a forma de lucros e dividendos. Sob uma perspectiva mais ampla pode-se, inclusive, avaliar as formas de remuneração considerando-se, também, outros fluxos financeiros entre matriz no exterior e filial no Brasil, o que inclui operações de empréstimo e seus conseqüentes pagamentos de juros e amortizações, pagamentos de royalties e licenças e até pagamento pela contratação de serviços técnicos especializados, freqüentemente prestados por profissionais oriundos das matrizes das empresas. As empresas podem valer-se, também, da prática de transferir recursos para as matrizes através de importações superfaturadas, acima dos preços de mercado, e exportações subfaturadas, abaixo do custo de produção, o que configura práticas mais difíceis de se detectar.

Deve-se fazer uma distinção, explícita nas contas do balanço de pagamentos, entre as remessas de lucros e dividendos resultantes das operações de investimento estrangeiro direto daquelas associadas e investimento estrangeiro em carteira. Pode-se, então, procurar conceber determinantes associados àquelas, o que conduz a vários possíveis conjuntos de variáveis. Em termos do setor real da economia, parece razoável associar o crescimento da

formação bruta de capital fixo, do produto interno bruto, do crédito aos agentes e dos níveis internos de consumo e investimento, ao aumento do faturamento e do resultado líquido das empresas. Neste contexto, e diante do aumento do estoque de IED, espera-se que as remessas de lucros e dividendos assumam trajetória ascendente, tudo o mais constante.

Ocorre, todavia, que se torna necessário considerar outros elementos que influenciam as decisões das empresas estrangeiras instaladas no País, no sentido da decisão de remeter. As considerações de ordem financeira remetem aos indicadores associados à inflação, ao câmbio e à taxa de juros na economia doméstica, tais como o nível presente e a tendência em curso, assim como eventuais alterações de curso. Adicionalmente, é plausível que as EMNs considerem, também, o comportamento de tais variáveis, não somente no país da “holding” como, também, nos demais onde opera. Assim, uma análise dos fluxos de remessas de lucros e dividendos de forma agregada, tomando como referência os totais mensais das remessas e comparando com variáveis dos setores real, monetário, externo e o governo pode não satisfazer em termos de explicação econômica, devido às especificidades de cada país de origem. Neste caso, a análise de dados em painel pode revelar-se extremamente útil.

O objetivo deste capítulo é analisar as remessas de lucros e dividendos associados ao IED sob uma ótica que considera os fluxos comerciais e financeiros brasileiros e, principalmente, a influência de variáveis de interesse financeiro imediato, tais como a inflação, o câmbio e a taxa de juros. Pretende-se explorar não somente os indicadores nacionais, mas também, indicadores externos, bem como indicadores de vulnerabilidade das contas externas do País, com o propósito de verificar se e até que ponto podem ser determinantes nas decisões de remessas pelas EMNs.

Na primeira seção deste capítulo, o foco é a análise da evolução das remessas de lucros e dividendos relacionados a IED no período de 1995 a 2004. Procura-se confrontar tais remessas com o comportamento da inflação, do câmbio e do diferencial de taxa de juros com o exterior, que constituem um conjunto de variáveis de suma importância para tomada de decisão financeira das EMNs. Avalia-se, então, o peso das remessas no contexto da conta de Rendas, comparativamente às remessas de juros, e sob a perspectiva do crescimento dos fluxos comerciais brasileiros e o comportamento da balança comercial e das transações correntes. Daí, a análise volta-se para os fluxos financeiros, contrapondo as remessas de lucros e dividendos aos movimentos de ingresso e saída de capitais, com ênfase no IED e nas operações de empréstimo intercompanhia (consideradas uma forma de

IED). Por fim, compara-se as remessas de lucros e dividendos com alternativas ao alcance das EMNs, tais como o pagamento de juros das operações de empréstimo intercompanhia, o pagamento de “royalties” e licenças, bem como o pagamento de serviços técnicos especializados, freqüentemente contratados junto à matriz.

Uma das contribuições esperadas deste estudo baseia-se no argumento de que a análise das remessas de lucros e dividendos de um país, mesmo quando se considera longas séries históricas de diversas variáveis representativas dos setores real, externo, monetário e governo da economia, não possibilita uma compreensão adequada de seus determinantes. Propõe-se, então, a avaliação de forma segmentada, utilizando-se técnicas de análise de dados em painel, que permitem identificar se há, de fato, um comportamento diferenciado das remessas em termos de país de origem do investimento e /ou setor de atividade econômica onde o mesmo é realizado. Adicionalmente, propõe-se a avaliar as remessas a partir de uma ótica da estrutura econômico-financeira das EMNs no País, com base nos Censos de Capital Estrangeiro realizados em 1995 e 2000.

A segunda seção traz, portanto, uma breve apresentação das principais características da análise de dados em painel, evidenciando as suas contribuições e prováveis limitações para esta análise. Descreve-se sucintamente os pressupostos da técnica e os testes que permitem identificar o modelo com melhor ajuste.

Na terceira seção, apresenta-se a primeira análise deste estudo, a qual se realiza sobre um painel de dados composto por séries históricas compiladas em nível nacional e dos diversos países-sede de IED no Brasil (de janeiro de 2001 a dezembro de 2004). A análise de painel em termos de dados agregados por setores de atividade econômica receptores de IED e dos dados individuais das empresas respondentes aos mencionados censos é apresentada no capítulo 4.

### **3.2 – Evolução recente das remessas de lucros e dividendos ao exterior no Brasil**

O Plano Real em 1994, associado à liberalização comercial e financeira em curso desde o início da década de 1990 e à renegociação da dívida externa, e, posteriormente, a adoção do regime de metas inflacionárias em 1999, propiciaram condições para que o Brasil participasse do intenso processo de incremento dos fluxos comerciais e financeiros ao longo dos últimos 15 anos. De fato, além da sensível evolução nos indicadores de comércio externo, destaca-se o aumento nas operações financeiras com o exterior, através do acesso aos mercados financeiros internacionais e da inserção do país no rol dos países



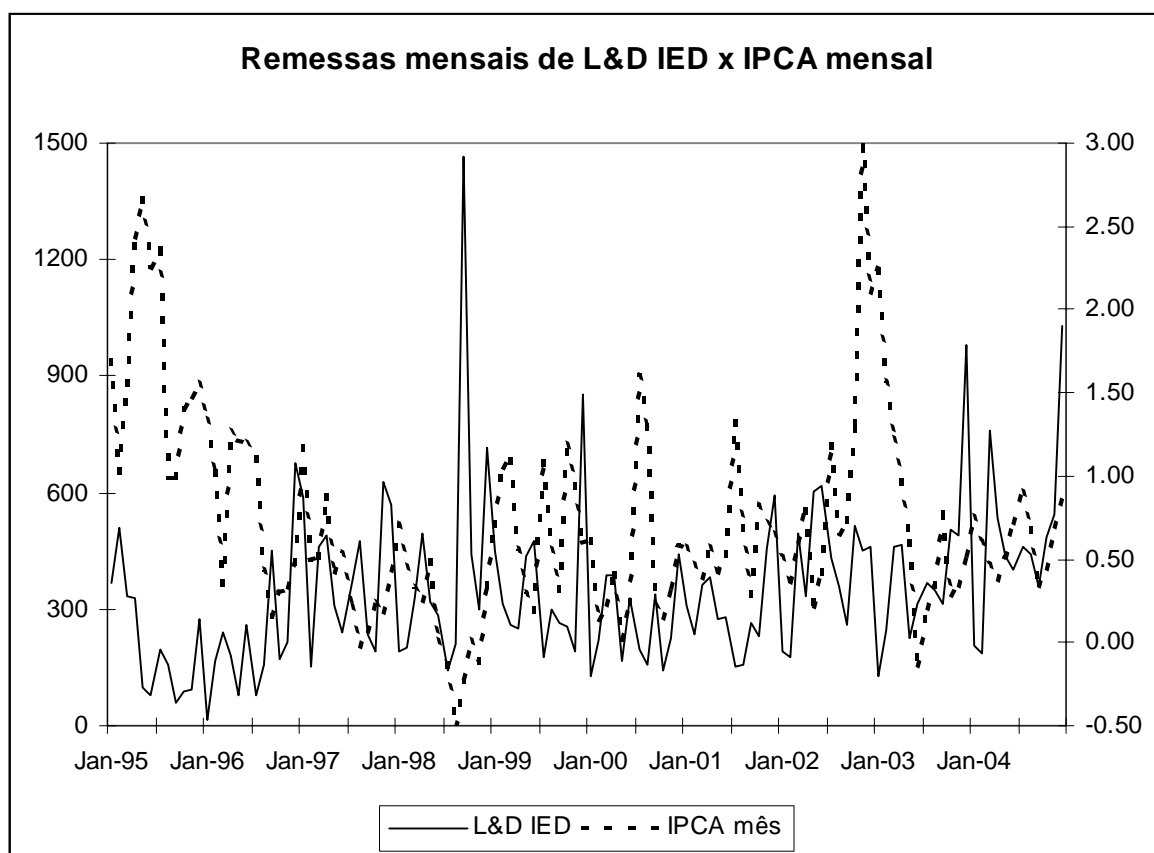
emergentes com alto potencial de crescimento e, portanto, de recepção de IED. Na esteira do processo de privatização e da atração de novos investimentos, os volumes de remessas de lucros e dividendos têm assumido tendência de crescimento contínuo.

A partir de 1994, distingue-se, a priori, duas fases claras na condução da política econômica do País, que se refletem no comportamento das remessas de lucros e dividendos (L&D). Sob o ponto de vista financeiro, os indicadores mais clássicos estão relacionados ao comportamento do câmbio, dos juros internos e da inflação doméstica. Os gráficos 2.1.1, 2.1.2 e 2.1.3, a seguir, permitem visualizar o comportamento de tais remessas frente à evolução da inflação mensal, medida pelo IPCA (Índice de Preços ao Consumidor – Amplo). A primeira observação refere-se à sazonalidade marcante das remessas de lucros e dividendos, que tem caráter nitidamente trimestral, com forte concentração nos meses de dezembro de cada ano e, eventualmente, alguns meses específicos associados a eventos críticos da política brasileira e dos mercados internacionais. Adicionalmente, observa-se um ligeiro aumento nos fluxos nos meses de março e setembro (freqüentemente utilizados para fechamento de balanços das empresas no exterior) e declínio nos meses de junho e julho. A análise das remessas no acumulado de 12 meses permitiria minimizar os efeitos sazonais, mas, por outro lado, não seria tão significativa em termos da análise do seu comportamento, frente a diversas variáveis, notadamente as de interesse para a área financeira das empresas e para os analistas de política econômica.

Considera-se que os responsáveis pelas decisões financeiras nas EMNs instaladas no Brasil avaliam os níveis e a tendência da inflação, da taxa de câmbio (principalmente o real em relação ao dólar dos Estados Unidos, embora o euro venha adquirindo peso crescente) e do diferencial entre as taxas básicas de juro no Brasil (representada pela SELIC) e no exterior (no caso dos EUA, a taxa das T-Bills). Assume-se que tais variáveis influenciam decisivamente o custo de capital da filial da EMN aqui operando e, portanto, que têm reflexo sobre as decisões de financiamento e de dividendos.

Ao longo de 1995 o investimento estrangeiro direto aumenta gradativamente, apesar do câmbio valorizado, o que faz com que o crescimento do estoque de IED ainda seja relativamente baixo. As remessas de L&D inicialmente apresentam queda ao longo do ano, mas, diante de um câmbio real que se valoriza aos poucos, uma inflação em declínio e um crescimento do PIB da ordem de 4,2%, ocorre elevação ao final do período. A diferença entre as taxas de juros doméstica e externa cai aos poucos, mas ainda é suficientemente elevada para propiciar ganhos consideráveis no mercado financeiro, inibindo alta significativa das remessas.

**Gráfico 2.1.1 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e Índice de Preços ao Consumidor – Amplo mensal**



Em 1996, o câmbio real continua sua valorização, a inflação continua caindo, bem como o diferencial de juros, estimulando o incremento das remessas, não obstante o menor ritmo de crescimento do PIB, de 2,7%. O estoque de IED começa a expandir-se rapidamente, com o processo de privatizações e a chegada de novos investidores e EMNs.

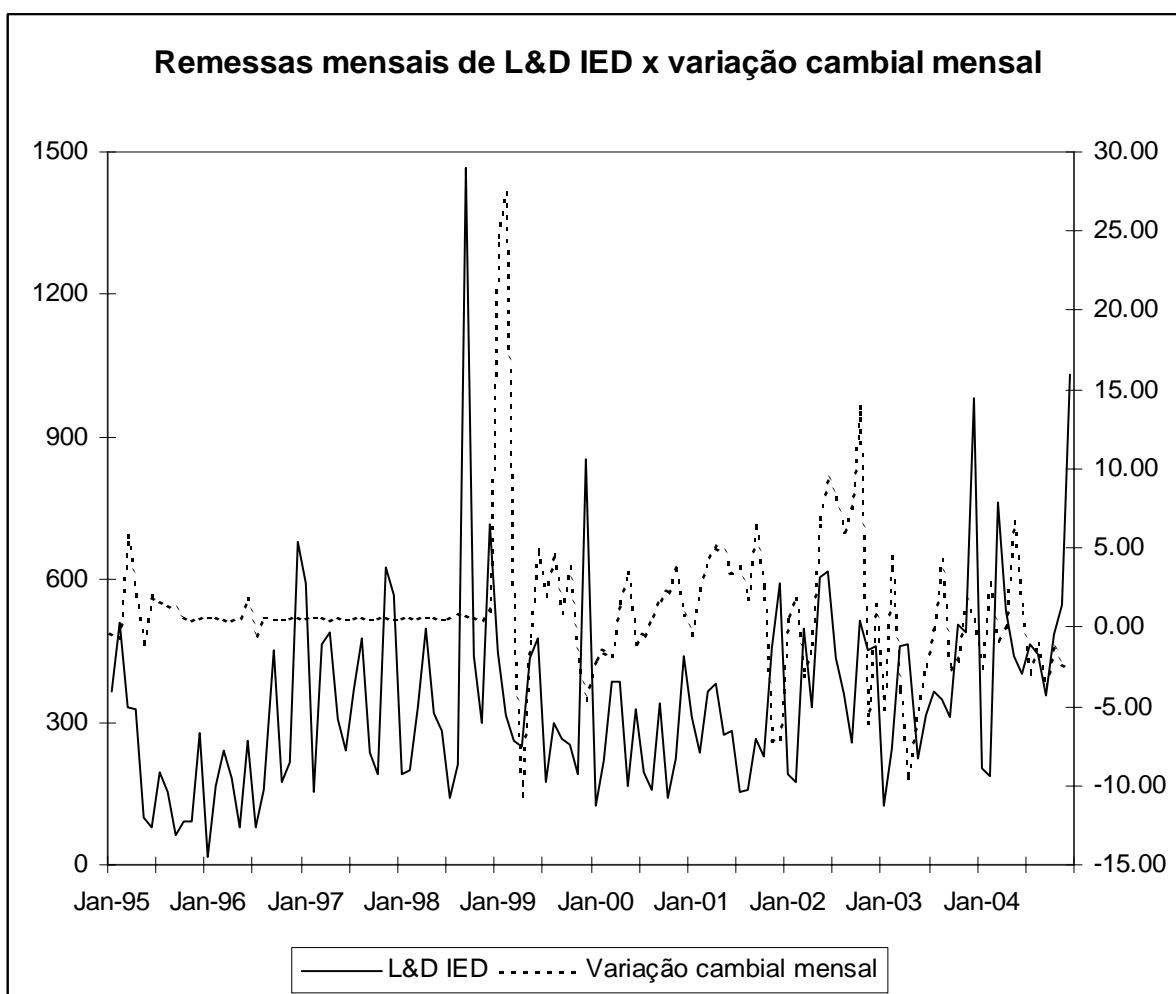
Em 1997, o diferencial de juros, a inflação e o câmbio mantiveram a tendência observada ao longo de 1996 e o IED sobe consistentemente, com ingresso de US\$ 16,8 bilhões. Entretanto, o cenário externo torna-se nebuloso ao longo do ano e, em outubro, acirra-se a do Sudeste Asiático, implicando fortes remessas em novembro e dezembro, apesar da reação do o governo brasileiro, promove uma elevação brusca da taxa SELIC, temeroso das conseqüências do processo de contágio da crise. Tal volume de remessas pouca relação teve, portanto, com o crescimento de 3,3% do PIB.

O ingresso de IED continua crescendo em 1998, quando atinge US\$ 25,5 bilhões. Neste ano, os ganhos financeiros no mercado interno contribuem para a queda no fluxo de remessas de L&D, devido à boa rentabilidade do dinheiro aplicado em renda fixa no País, além de que o crescimento do PIB mostra-se fraco, com 0,1%. Tal inversão é bruscamente interrompida no mês de setembro, marcado por um recorde mensal de quase US\$ 1,5

milhão, às vésperas da eleição presidencial, sendo seguida por significativas remessas de L&D no último trimestre, devido ao contágio da crise na Rússia e ao câmbio ainda valorizado. Até meados do ano, a inflação havia caído, enquanto que o câmbio evoluiu a uma variação baixa e administrada, que não resistiu à crise no final do ano.

Com a flutuação cambial, em janeiro de 1999, as remessas continuam a cair, assim como o ritmo de ingresso de IED, diante de apenas 0,8% de crescimento do PIB. Os custos de remessa se elevam para as EMNs, diante de um câmbio desvalorizado e volátil, uma inflação em ligeira alta (embora inferior à esperada) e uma taxa de juros ainda mais atraente, desde setembro de 1998. Apesar da retomada do crescimento econômico em 2000, com o PIB elevando-se 4,4%, as remessas de L&D permanecem relativamente estáveis: à queda no diferencial de juros até o final do ano contrapõem-se o aumento no nível e na volatilidade da inflação e os efeitos da desvalorização cambial. O IED continua crescendo e atinge US\$ 33 bilhões.

**Gráfico 2.1.2 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e a variação mensal da cotação do dólar dos Estados Unidos**



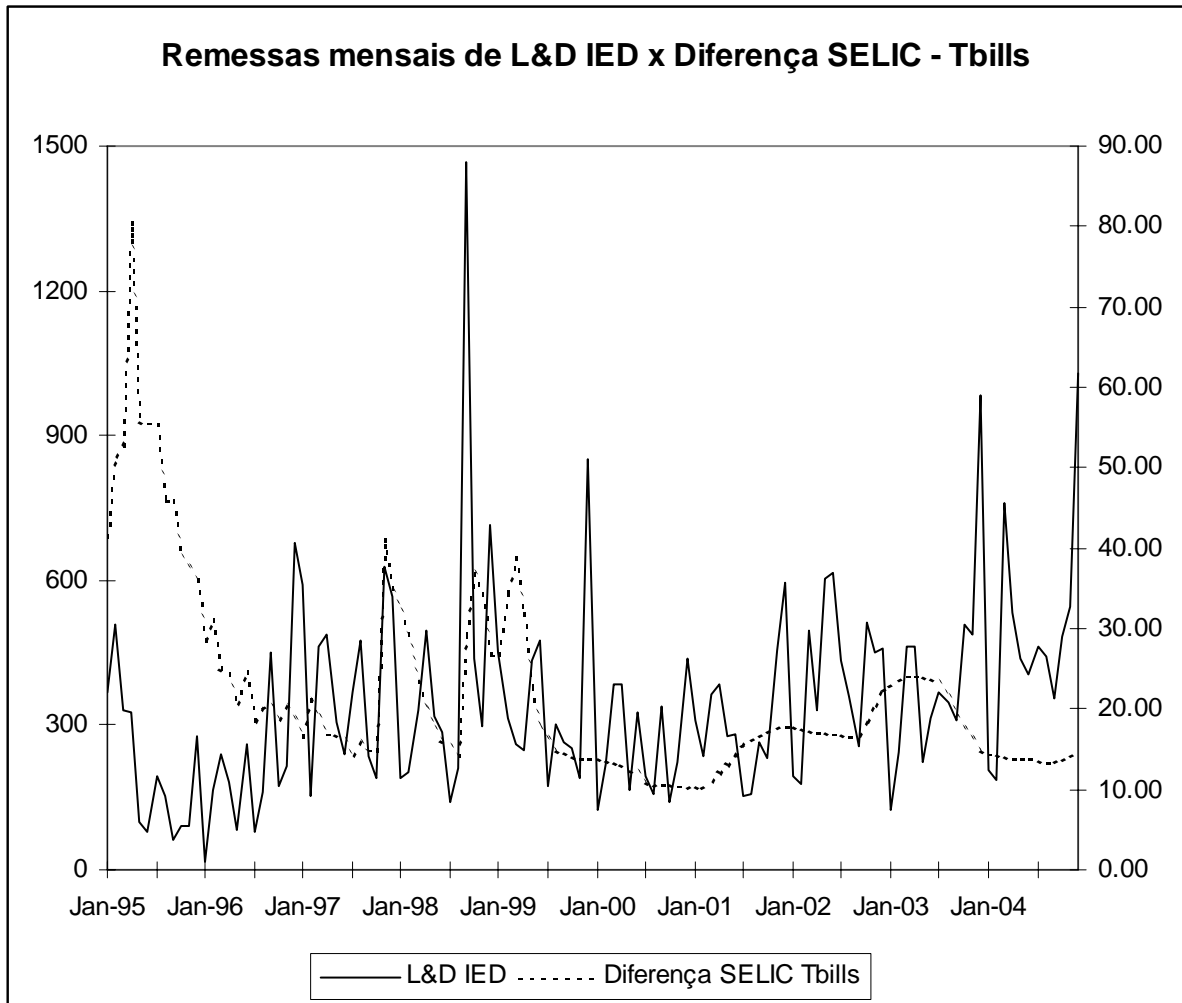
O ano de 2001 apresenta vários fatores que provocam redução nas remessas tais como a redução na atividade econômica nos EUA, a crise na Argentina e no setor elétrico brasileiro. Tem início o processo de redução da taxa básica nos EUA, sob o receio de recessão, provocando elevação do diferencial de juros, o que freia as remessas diante da perspectiva de baixos ganhos no exterior, junto com a inflação e câmbio em elevação, que fazem com que o Governo brasileiro reverta a seqüência de queda nos juros, já ao final do primeiro trimestre. No final do ano, o crescimento do PIB mostra-se baixo, com 1,3%, mas, finalmente, o saldo da balança comercial brasileira torna-se positivo, contendo um pouco a inflação até meados de 2002.

Neste ano, a economia mundial sofre com as denúncias de fraudes contábeis nos EUA e na Europa, que se somam à instabilidade decorrente da proximidade das eleições presidenciais no Brasil. Verifica-se ligeira valorização do real que, junto com a inflação contida, promovem leve aumento nas remessas, tendência que se mantém mesmo com a desvalorização cambial observada a partir de maio, a poucos meses das eleições. Ocasionalmente algumas EMNs promovem remessas às vésperas da eleição, temerosas acerca do resultado eleitoral e seus desdobramentos.

Após as eleições, o câmbio e a inflação voltam a ceder, o que poderia estimular as remessas de L&D, as quais, todavia, têm ligeira queda, apesar do crescimento de 1,9% no PIB doméstico. O aperto monetário encerra-se nos EUA ao final de 2002 e a economia mundial dá sinais de recuperação, com a retomada do crescimento nos EUA e a o crescimento acelerado na China. Paralelamente, o superávit comercial brasileiro continua a crescer, com o aumento dos preços internacionais das commodities e o bom desempenho das exportações brasileiras, principalmente manufaturados.

Ao longo de 2003, a política monetária torna-se ainda mais austera, refletindo-se em aumento de somente 0,5% no PIB. O bom desempenho da balança comercial continua e as exportações continuam a crescer, trazendo consigo maior grau de abertura da economia e o saldo positivo em transações correntes. As remessas de L&D permanecem relativamente estáveis na comparação com 2002. Os bons resultados ao longo do ano refletem-se nas remessas em dezembro, que indicam uma tendência de alta que se mantém ao longo de 2004, diante do crescimento de 4,9% no PIB, da inflação controlada e bem menos volátil, da diferença de juros estabilizada, e favorecida pela valorização cambial ao longo do ano, que reduz o custo das remessas.

**Gráfico 2.1.3 – Comparação entre as remessas mensais de lucros e dividendos e o diferencial entre as taxas de juros SELIC e Tbills do Tesouro dos EUA**



Após esta análise do desempenho das remessas de L&D diante das variáveis de crescimento econômico, inflação, câmbio e juros, a atenção volta-se para a conta de Rendas do balanço de pagamentos. Conforme a Tabela 2.1.1, nota-se que o principal componente são as remessas de juros, que englobam as operações de empréstimo e financiamento da conta financeira e de capitais, além das remessas de juros que remuneram as aplicações estrangeiras em renda fixa no Brasil e as remessas de juros relativas a empréstimos intercompanhia. Quando somadas às remessas de L&D a título de IED, respondem por cerca de 90% do total de Rendas. É importante notar que a redução na taxa básica dos EUA tem impacto relevante sobre a queda no montante de juros pagos entre janeiro de 2001 e dezembro de 2002, mas isso só reforça a tendência de diminuição do peso dos juros na conta Rendas e aumento da participação das remessas de L&D, que partem de US\$2,6 bilhões em 1995 para US\$8,3 milhões em 2004.

Além disso, vale destacar que o endividamento externo brasileiro não só tem diminuído, mas, também, tem se alongado, resultando em menor pressão em termos de

juros. Observa-se, além disso, a maior importância das remessas a título de IED quando comparadas com aquelas relacionadas aos investimentos estrangeiros em carteira.

**Tabela 2.1.1 – Remessas de juros e lucros e dividendos, em relação à Conta de Rendas e Serviços**

Ano	Lucros e dividendos de IED (US\$ M)	Lucros e dividendos de IEC (US\$ M)	Juros pagos (US\$ M)	Rendas (despesas) (US\$ M)	L&D IED / Rendas	Juros / Rendas	(Juros + L&D IED) / Rendas
1995	2.581	815	10.427	14.427	18%	72%	90%
1996	2.705	1.022	12.389	16.904	16%	73%	89%
1997	4.707	1.474	13.500	20.035	23%	67%	91%
1998	5.093	2.070	15.321	22.787	22%	67%	90%
1999	4.221	1.294	17.100	22.783	19%	75%	94%
2000	3.105	1.148	17.096	21.507	14%	79%	94%
2001	3.702	1.524	17.621	23.023	16%	77%	93%
2002	4.891	1.129	15.275	21.486	23%	71%	94%
2003	4.836	1.568	15.328	21.891	22%	70%	92%
2004	5.853	2.404	15.289	23.719	25%	64%	89%

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração do autor

**Tabela 2.1.2 – Remessas de lucros e dividendos, em relação às exportações, saldo da balança comercial e movimento comercial**

Ano	Lucros e dividendos de IED (US\$ M)	Exportações (US\$ M)	Saldo da balança comercial (US\$ M)	Movimento comercial (US\$ M)	L&D IED / Exportações	L&D IED / Saldo BC	L&D IED / Movimento comercial
1995	2.581	46.506	-3.466	96.478	5.5%	-74.5%	2.7%
1996	2.705	47.747	-5.599	101.092	5.7%	-48.3%	2.7%
1997	4.707	52.994	-6.753	112.742	8.9%	-69.7%	4.2%
1998	5.093	51.140	-6.575	108.854	10.0%	-77.5%	4.7%
1999	4.221	48.011	-1.199	97.222	8.8%	-352.1%	4.3%
2000	3.105	55.086	-698	110.869	5.6%	-445.0%	2.8%
2001	3.702	58.223	2.650	113.795	6.4%	139.7%	3.3%
2002	4.891	60.362	13.121	107.602	8.1%	37.3%	4.5%
2003	4.836	73.084	24.794	121.374	6.6%	19.5%	4.0%
2004	5.853	96.475	33.666	159.284	6.1%	17.4%	3.7%

Fonte: Banco Central do Brasil

Elaboração do autor

Na Tabela 2.1.2, observa-se que as remessas de L&D, embora crescentes, têm diminuído sua participação proporcionalmente à evolução do volume de exportações, do saldo da balança comercial e do movimento comercial brasileiro. Mantida essa tendência de evolução, parece não haver possibilidade de comprometimento do bom desempenho do setor externo do país, em termos do impacto sobre os saldos positivos gerados.

No que diz respeito aos fluxos financeiros, principalmente aqueles relacionados às EMNs, tais como os ingressos e retornos de investimento estrangeiro direto e os desembolsos e amortizações de empréstimos intercompanhia, a Tabela 2.1.3 é elucidativa. Quando se analisa a proporção entre as remessas de L&D e os ingressos de IED entre 1995 e 2000,

ano do auge do IED no Brasil, verifica-se uma situação confortável, em que os ingressos cobriam com folga cada vez maior os compromissos. A situação se inverte a partir de 2001, à medida que o IED diminui e as remessas aumentam, também devido à maturação dos investimentos anteriores, que passam a ser lucrativos e demandar retorno. O bom resultado de IED em 2004 contribuiu para desacelerar o preocupante aumento da relação. Pode-se considerar positivo, também, o fato de que a relação entre as remessas de L&D e os retornos de IED voltou a aumentar em 2004, indicando a preferência do investidor externo por lucros e dividendos ao invés de retorno de ganhos de capital, desfazendo-se de patrimônio no país.

**Tabela 2.1.3 – Remessas de lucros e dividendos, em relação aos fluxos de entrada e saída de recursos relativos a IED e empréstimos intercompanhia**

Ano	Lucros e dividendos de IED (US\$ M)	Ingressos de EIC (US\$ M)	Amortizações de EIC (US\$ M)	Ingressos de IED (US\$ M)	Retornos de IED (US\$ M)	L&D / Ingr. de EIC	L&D / Amort. EIC	L&D / Ingr. IED	L&D / Ret. IED
1995	2.581	873	-728	5.475	-1.237	296%	-355%	47%	-209%
1996	2.705	1.537	-639	10.496	-603	176%	-423%	26%	-448%
1997	4.707	3.320	-1.144	18.761	-1.944	142%	-411%	25%	-242%
1998	5.093	6.502	-3.125	28.480	-3.002	78%	-163%	18%	-170%
1999	4.221	4.846	-6.248	31.372	-1.389	87%	-68%	13%	-304%
2000	3.105	6.777	-3.819	33.403	-3.387	46%	-81%	9%	-92%
2001	3.702	8.911	-5.223	21.093	-2.328	42%	-71%	18%	-159%
2002	4.891	7.495	-8.024	18.960	-1.842	65%	-61%	26%	-266%
2003	4.836	6.120	-5.317	13.087	-3.767	79%	-91%	37%	-128%
2004	5.853	5.211	-5.604	20.542	-1.971	112%	-104%	28%	-297%

Fonte: Banco Central do Brasil  
Elaboração do autor

A relação entre as remessas de L&D e os fluxos relativos a empréstimos intercompanhia permite observar que, desde 2001, as remessas voltaram a reconquistar seu papel de importante canal financeiro entre matrizes e filiais das EMNs, diante de outras formas de ligação financeira. Isto se deve, sobretudo à diminuição dos desembolsos das matrizes para as filiais, devido ao aumento do custo de capital nos países-sede (com o aumento dos juros básicos a título de controle de inflação) e, também à maior autonomia que vem sendo concedida às filiais, que devem, cada vez mais, aumentar sua independência financeira dos recursos da matriz, buscando financiamentos nos mercados domésticos onde atuam.

O crescimento relativo da importância das remessas de L&D na relação entre matrizes e filiais de EMNs no Brasil fica ainda mais evidente na Tabela 2.1.4. Se até 2000 o pagamento de juros de operações intercompanhia, as remessas de royalties e o pagamento de serviços técnicos especializados cresceram diante das remessas, a situação

se investe desde 2001, sugerindo uma maior preferência das matrizes por fluxos financeiros diretos, decorrentes de lucros e dividendos recebidos, e não através de outras formas de ganhos junto a suas operações no exterior. Não é objeto deste estudo mensurar os eventuais ganhos para as matrizes das EMNs, decorrentes do comércio intercompanhia, via estratégias de preços de exportações e importações. No entanto, em relação a outras formas de viabilização de fluxos financeiros intercompanhia, parece claro que a preferência por lucros e dividendos tem crescido, o que se mostra positivo em termos de transparência da contabilidade e das operações financeiras em geral das EMNs, caracterizando a modalidade mais direta de transferência de recursos de filial para matriz.

**Tabela 2.1.4 – Remessas de lucros e dividendos, em relação aos pagamentos de juros de empréstimos intercompanhia, royalties e serviços especializados**

Ano	Lucros e dividendos de IED (US\$ M)	Juros de EIC (US\$ M)	Royalties e licenças (US\$ M)	Serviços técnicos (US\$ M)	Juros / L&D IED	Royalties / L&D IED	Serviços / L&D IED
1995	2.581	375	529	286	15%	21%	11%
1996	2.705	390	840	370	14%	31%	14%
1997	4.707	612	950	762	13%	20%	16%
1998	5.093	812	1.479	1.018	16%	29%	20%
1999	4.221	929	1.283	932	22%	30%	22%
2000	3.105	1.133	1.415	1.046	37%	46%	34%
2001	3.702	1.303	1.244	1.086	35%	34%	29%
2002	4.891	1.058	1.229	1.005	22%	25%	21%
2003	4.836	1.148	1.228	1.065	24%	25%	22%
2004	5.853	1.007	1.197	1.268	17%	20%	22%

Fonte: Banco Central do Brasil  
Elaboração do autor

Até aqui, as observações acerca das remessas de lucros e dividendos relativos a IED permitiram identificar algumas relações com variáveis-chave do ponto de vista macro e microeconômico, seja sob o ponto de vista das contas externas do País, dos indicadores de atividade econômica, da política monetária e cambial e das estratégias de financiamento, investimento e distribuição de dividendos das EMNs no Brasil. Todavia, e este é um dos motivadores deste estudo, não há elementos analíticos suficientes para estabelecer relações estatisticamente significativas entre as diversas variáveis envolvidas. A análise de dados em painel desenvolvida a seguir propõe-se a identificar algumas variáveis e relações importantes e subsidiar estudos posteriores relacionados às remessas de L&D no Brasil.



### **3.3 – Análise de dados em painel: uma breve revisão teórica**

#### **3.3.1 – Conceito e apresentação**

O presente estudo realizou três diferentes avaliações dos determinantes financeiros das remessas de lucros e dividendos relacionadas ao investimento estrangeiro direto. A primeira análise pretende avaliá-las sob a perspectiva dos países-sede dos investimentos realizados no Brasil. A segunda assume a perspectiva dos setores da economia brasileira onde se distribui o estoque de IED e, por fim, a terceira pretende explorar os dados colhidos, em nível individual de empresa, com os Censos de Capital Estrangeiro realizados no Brasil, em 1996 e 2001. A proposta é identificar variáveis relevantes que possam explicar significativamente as remessas, de forma que tal conhecimento permita evoluir a elaboração de modelos mais complexos e dinâmicos voltados para a previsão dos fluxos de remessas de lucros e dividendos.

Considerando o amplo escopo desta proposta, a técnica econométrica escolhida é a análise de dados em painel, que permite realizar um controle sobre o nível de heterogeneidade entre os países ou setores de atividade, por meio da estimação dos efeitos individuais. MENEZES Fo. (2001) destaca que a disponibilidade de dados em painel permite superar limitações tradicionais de estimação com corte transversal ou através de séries temporais. Diante da disponibilidade de dados para um único período de tempo e utilizando-se estimação via Mínimos Quadrados Ordinários, não se controla efeitos não observados e correlacionados com as variáveis explicativas, além de não se controlar a presença ou não de estacionariedade da relação entre a variável explicada e as variáveis explicativas ao longo do tempo. Outra limitação resultaria da impossibilidade de tratar as variáveis de forma defasada, tal como o fazem os modelos dinâmicos de painel, comentados adiante. Já no caso de séries temporais, as mesmas não permitem identificar grandes diferenças no comportamento dos indivíduos (países ou setores, por exemplo), além de que, por maiores que sejam as séries, não se chega à quantidade de informações que um painel possibilita.

HSIAO (1986) e BALTAGI (1995) acrescentam vários benefícios decorrentes da análise de dados em painel. Em princípio, a própria concepção e organização dos dados na forma de painel sugere que há um certo grau de heterogeneidade entre as unidades de análise (neste caso, países ou setores) e não considerá-lo pode resultar em resultados viesados. Os dados em painel permitem, também, maior capacidade informacional, maior variabilidade nas informações menor colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e maior eficiência. Painéis com séries temporais mais longas permitem avaliar

processos dinâmicos entre as variáveis, favorecendo a construção e o teste de modelos mais complexos do que aqueles com características únicas de “cross section” ou de séries temporais. Outra importante característica, explorada particularmente no painel com dados dos Censos de Capital Estrangeiro, é a possibilidade de se trabalhar em nível micro, ou seja, tratando indivíduos, como é o caso das informações específicas para cada firma pesquisada.

As limitações da análise de dados em painel devem, por outro lado, ser avaliadas. Os problemas podem estar relacionados à especificação do painel e à própria coleta de dados e até mesmo a respostas inadequadas ou incorretas. Pesquisas como os Censos de Capital Estrangeiro estão sujeitas a informações prestadas erroneamente, mesmo diante de várias críticas à entrada incorreta de dados que os programas coletadores de dados possam incorporar.

Uma outra observação importante refere-se a painéis com curta dimensão temporal, ou poucos períodos de análise. Embora a quantidade de informações em um dado período possa ser grande, como no caso dos Censos, em que há um grande número de empresas respondentes, é necessário que se busque obter dados para mais períodos. Todavia, neste estudo, a limitação está na própria essência dos Censos, que são realizados a cada cinco anos, sendo que os resultados de 2005 ainda não foram sequer pesquisados junto às empresas, o que significa que a análise continua limitada às informações para 1995 e 2000. À medida que se incorpora mais períodos, buscando enriquecer a análise, poder-se-ia, então, avaliar características dinâmicas associadas às variáveis explicativas, em termos da influência que cada uma exerce sobre a variável dependente, as remessas de L&D para IED.

Pode-se argumentar que uma análise do tipo “cross-section”, em um determinado ano, por exemplo, permite obter importantes informações sobre a relação entre as remessas e as variáveis escolhidas, mas a técnica de dados em painel possibilita estender a análise, ao incorporar, também, o elemento tempo, com diversos anos, de forma a aumentar o número de observações e, conseqüentemente, os graus de liberdade da estimação. A eficiência das estimativas aumenta, portanto, com a redução da colinearidade entre as variáveis.

Portanto, na presença de repetidas observações para um número suficiente de “cross-sections”, como é o caso deste estudo, a análise de dados em painel permite verificar aspectos dinâmicos mesmo diante de séries temporais curtas, como é o caso do painel relativo aos dados, por empresa, utilizado no capítulo 3, com base nos Censos de

Capital Estrangeiro. Para GUJARATI (2000), a combinação entre séries temporais e informações “cross-section”, por país-sede ou setores de atividade possibilita melhorar a qualidade e a quantidade de dados de uma forma que seria impossível com o uso de apenas uma destas duas dimensões.

Logo, a idéia da utilização das técnicas de análise de dados em painel neste estudo aborda tanto a dimensão temporal (em meses ou anos, conforme o painel) quanto espacial (em países-sede ou setores de atividade).

### 3.3.2 – Especificação do modelo

Forma da especificação básica:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:  $i$  = países-sede do IED ou setores de atividade econômica do IED;

$t$  = número de anos referentes aos dados;

$y_{it}$  = remessa de lucros e dividendos relativos a IED, pra cada país ou setor, em um determinado ano;

$\alpha_i$  = efeito fixo do país-sede ou setor de atividade, ou seja, trata-se de um termo estocástico que representa características não observáveis relativas a cada país-sede ou setor, e que não variam ao longo do tempo;

$\beta$  = parâmetros a serem estimados;

$x_{it}$  = matriz com as variáveis explicativas, trazendo os dados distribuídos por país-sede ou setor, para cada instante de tempo;

$\varepsilon_{it}$  = distúrbio estocástico

O efeito específico  $\alpha_i$  mostra-se bastante importante na definição do método de estimação, em função de estar ou não correlacionado com o vetor composto pelas variáveis explicativas. Assim, pode-se optar pela abordagem de *efeitos fixos*, em que se captura as diferenças entre os países-sede ou setores, com um intercepto diferente para cada um, sendo que se observa correlação entre  $\alpha_i$  e as variáveis explicativas. Caso não haja tal correlação, ou seja,  $Cov(x_{it}, \alpha_i) = 0$ , tem-se, então, a abordagem de *efeitos aleatórios*.

### 3.3.3 – Escolha do modelo: efeito fixo ou efeito aleatório

Há vários modelos analíticos de dados em painel. De maneira geral, pode-se diferenciá-los entre modelos de coeficientes constantes, modelos de efeitos fixos ou modelos de efeitos aleatórios. Nestes, pode-se distinguir aperfeiçoamentos, tais como os modelos dinâmicos, os modelos robustos e os modelos de estrutura de covariância. Para os objetivos deste estudo, a atenção volta-se para as formulações mais simples dos três primeiros, considerando-se a natureza exploratória das relações entre a variável dependente, remessas de lucros e dividendos, e as variáveis independentes. Todavia, pretende-se, como desdobramento das análises desenvolvidas, partir para modelos mais complexos e de maior poder explicativo, em uma próxima etapa.

O *modelo de efeitos constantes*, aqui denominado modelo clássico de regressão, como o próprio nome diz, apresenta interceptos e inclinações constantes. Isto significaria, neste estudo, a afirmar que não se verifica efeitos significativos que possam ser atribuídos aos países-sede ou setores e ao horizonte temporal de análise. Logo, os dados poderiam ser organizados e agrupados na forma de um “pool”, e serem analisados a partir de um modelo de regressão via mínimos quadrados ordinários. Neste caso, a análise seria mais simples, podendo ser chamada de modelo de regressão em “pool”.

Quando se admite que as inclinações são constantes mas os interceptos são diferentes, conforme as unidades “cross-section” (países ou setores), tem-se o chamado *modelo de efeito fixo* ou LSDV (“Least Square Dummy Variable”), no qual o estimador consiste e eficiente é o de mínimos quadrados ordinários (MQO). Aqui não se percebe efeitos significativos em termos temporais mas as diferenças entre países de origem do IED ou entre os setores aos quais se destina são significativas. Uma outra forma de implementação, não conduzida neste estudo, seria aquela em que se supõe que as inclinações são constantes mas os interceptos por país-sede ou setor variam ao longo do tempo, implicando não haver diferenças significativas em termos de país ou setor mas que haveria presença de autocorrelação entre os resíduos, devido aos efeitos temporais.

Neste caso, concluir-se-ia que as variáveis são homogêneas entre os países ou setores mas que há variação ao longo do período de análise. É interessante notar, em função dos comentários apresentados na seção anterior, que parece haver uma clara diferença na dinâmica das remessas de L&D quando se compara os períodos de 1995-2000 com os períodos 2001-2004. Uma das possíveis causas, aqui não exploradas, estaria na dinâmica da economia internacional e à influência ou não do processo de privatização no Brasil, que marcou o período de 1996 a 2000.

Já no *modelo de efeito aleatório*, a estimação mais apropriada vale-se do estimador de mínimos quadrados generalizados, ou GLS (“Generalized Least Squares”). Segundo GREENE (2000), a estimação através da abordagem de efeito fixo, não obstante o menor grau de liberdade que a caracteriza, mostra-se freqüentemente mais adequada do que a de efeitos aleatórios. Embora esta possa ser intuitivamente mais atrativa para períodos mais longos de tempo, afirma que não parece razoável tratar os efeitos individuais como não correlacionados com os demais regressores, o que pode implicar certo grau de inconsistência, já que normalmente se pretende avaliar as diferenças entre as diferentes unidades “cross-section”.

JUDSON & OWEN (1996) também argumentam a favor da abordagem de efeitos fixos, por ser mais apropriada a estudos macroeconômicos, nos quais é improvável que uma amostra dos setores represente perfeitamente a totalidade da população. Entretanto, se for este o caso, quando se utiliza amostras exaustivas da população, a abordagem de efeitos aleatórios revela-se mais apropriada.

O modelo de efeitos fixos, entretanto, não está livre de problemas típicos, como lembra YAFFE (2003). A quantidade de variáveis “dummy” no caso de muitas unidades “cross-section” prejudica a significância de resultados de certos testes estatísticos. Além de eventuais problemas de multicolinearidade, devido ao excesso de variáveis, pode ocorrer heterocedasticidade e autocorrelação, que colocam em dúvida os resultados da estimação.

HSIAO (1986) destaca que não é tão fácil a opção pelo modelo fixo ou aleatório, argumentando que podem surgir diferenças significativas nos casos, em que, por exemplo, há poucos períodos de tempo e grande número de observações (como é o caso do painel deste estudo voltado para os dados dos Censos de Capital Estrangeiro, que conta com somente dois anos de observações). Acrescenta ainda que, quando há poucas observações para diferentes indivíduos ao longo do tempo, é muito importante entender as variações entre os indivíduos, para se extrair o máximo da estimação. Daí, neste caso específico, a atenção que se destinará aos indicadores financeiros e contábeis das empresas listadas.

A evolução para os modelos apresentados neste estudo se dá no sentido da elaboração de modelos de painel dinâmico. Segundo WOOLDRIDGE (2002), no caso de haver autocorrelação de um período de tempo para outro, é possível verificar as “diferenças nas diferenças” das observações. Pode-se, então, diferenciar o modelo de forma a controlar a autocorrelação dos resíduos. ARELLANO & BOND (1991) introduziram as variáveis dependentes defasadas em seu modelo, de forma a considerar aspectos dinâmicos, e isto pode ser feito tanto para os modelos de efeito fixo quanto para

os de efeito aleatório. No caso dos painéis deste estudo, apresentados adiante, é razoável pensar que um modelo dinâmico possa trazer ganhos na estimação, pois é razoável pensar que o administrador financeiro de uma EMN, ao tomar suas decisões acerca da remessa de lucros e dividendos para a matriz no exterior, considera variáveis defasadas no tempo, mesmo que tal defasagem ocorra em termos de poucas semanas ou mesmo meses.

A partir do conhecimento obtido nos painéis e modelos aqui desenvolvidos, torna-se mais fácil a evolução e o refinamento das análises em etapa posterior. ARELLANO (2003) propõe uma evolução do modelo dinâmico, em que a estimação de um modelo de dados em painel pode ser otimizada quando já se conhece as variáveis mais relevantes. Sua proposta técnica permite incorporar, com ganhos significativos variáveis instrumentais e processos auto-regressivos na análise.

Segundo levantamento realizado por MARQUES (2000), desde o trabalho original de HSIAO (1986), o instrumental à disposição do pesquisador aprimorou-se consideravelmente, permitindo grandes avanços nos estudos macro e microeconômicos. A respeito da discussão entre a aplicabilidade do modelo de efeitos fixos ou do modelo de efeitos aleatórios, o autor esclarece que deve, sobretudo, ficar claro o objetivo de cada estudo, o contexto dos dados e a forma como foram obtidos. Assim, quando o objetivo volta-se para a realização de inferências sobre uma população, a partir de uma amostra aleatória da mesma, os efeitos aleatórios são mais apropriados. Entretanto, se a idéia é avaliar uma unidade individual, a opção pelos efeitos fixos é recomendada, por tornar indiferente considerar a amostra como aleatória ou não. No caso de análise envolvendo países, como no presente estudo, pode-se concluir, então, que seria preferível a especificação com efeitos fixos, a ser verificado. Ainda sobre as características dos modelos de dados em painel e os testes aplicáveis, Marques chama a atenção para a relativa deficiência da literatura sobre estacionariedade em séries temporais aplicada a dados em painel, até mesmo quando se pensa na utilização de painel como forma alternativa e mais poderosa aos tradicionais testes de raízes unitárias.

Finalmente, MARQUES (2000) sugere que, para se aferir a robustez dos resultados de trabalho empírico de dados em painel, é importante a realização de testes de heterocedasticidade e autocorrelação. Com relação à primeira, os painéis deste estudo apresentam sua verificação, através do teste de White e a correção utilizando Mínimos Quadrados Generalizados, cujos resultados são apresentados. Não se faz, entretanto, uma análise aprofundada da autocorrelação, diante da proposta de se partir, como agenda futura, para a estimação com o uso de modelos dinâmicos, quando se espera um ganho

considerável na qualidade da estimação, o que requer, também, uma maior abertura dos dados, por países ou setores de atividade, o que fugiria ao escopo deste estudo. Assim, pretende-se avaliar a autocorrelação, a partir da estimação de modelos dinâmicos, através do teste LM de Breusch-Godfrey, do teste de Durbin-Watson com dados em painel (para modelo de efeitos fixos) e do teste  $m_2$  de Arellano e Bond (para  $n$  grande e  $t$  pequeno, como no caso dos Censos de Capital Estrangeiro).

Para definir qual o modelo mais adequado dentre o de efeitos fixos ou o modelo clássico de regressão, utiliza-se o **teste de F**. Ao analisar a significância conjunta, assume-se como hipótese nula que o termo constante é igual para todos os países-sede ou setores, resultando que, caso esta hipótese seja aceita, um único intercepto é suficiente e não há, portanto, que se falar em diferenças entre os países-sede ou setores de atividade. Sua fórmula de cálculo é:

$$F(n-1, nt - n - k) = \frac{(R_u^2 - R_p^2) / (n-1)}{(1 - R_u^2) / (nt - n - k)}, \text{ onde}$$

$u$  representa o modelo irrestrito;

$p$  representa o modelo restrito com valor único para a constante;

$n$  é a quantidade de unidades *cross-section* (países-sede ou setores);

$t$  é a quantidade de períodos (meses);

$k$  é a quantidade de variáveis explicativas.

A escolha entre o modelo clássico de regressão e o modelo de efeitos aleatórios baseia-se no **teste de Breusch-Pagan**, que desenvolveram o teste baseado no multiplicador de Lagrange (LM). Toma-se como hipótese nula que a variância de  $\alpha_i$  é zero, o que implica que, no caso de rejeição da hipótese, rejeita-se o modelo clássico de regressão, já que um único intercepto mostra-se inadequado diante dos dados utilizados. O cálculo da estatística LM utiliza a expressão:

$$LM = \frac{nt}{2(t-1)} [(e' D D e / ee) - 1]^2, \text{ onde}$$

$e$  representa o vetor de resíduos da regressão feita via Mínimos Quadrados Ordinários (MQO);

$D$  indica a matriz de variáveis dummies tal como no modelo de efeitos fixos

$n$  é a quantidade de unidades *cross-section* (países-sede ou setores);

$t$  é a quantidade de períodos (meses).

Por sua vez, a escolha do mais adequado, entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios se faz através do **teste de Hausman**, que busca verificar a possibilidade

de correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos específicos individuais. Assim, embora sob a hipótese nula tanto o modelo fixo quanto o aleatório sejam consistentes, prova-se que somente este último é eficiente, pois não se verifica a correlação mencionada. Tal como no teste de Breusch-Pagan, assume-se distribuição  $\chi^2$  e baseia-se no critério de Wald, conforme abaixo:

$$W = \chi^2 [k] = [b - B] \Sigma [b - B], \text{ onde}$$

$k$  é a quantidade de variáveis explicativas;

$b$  indica o vetor de parâmetros de estimação via LSDV (modelo fixo);

$\beta$  indica o vetor de parâmetros de estimação via MQO;

$\Sigma$  representa a diferença existente entre as matrizes de covariância dos estimadores para o efeito aleatório e para o efeito fixo.

A multicolinearidade foi verificada através da estatística VIF (Variance Inflation Factor), a qual, conforme JUDGE (1988), para valores acima de 5, confirma multicolinearidade severa entre as variáveis explicativas, o que poderia implicar a necessidade de trabalhar com mais de um modelo explicativo. HSIAO (1986) sugere que, na presença de multicolinearidade, uma saída para melhorar a estimação consiste na redução do número de parâmetros (ou variáveis independentes) do modelo.

A respeito da estrutura dos painéis utilizados nos três modelos apresentados a seguir (por países-sede, por setores de atividade agregados e por setores de atividade desagregados por empresa), destaca-se que os painéis são da forma desbalanceada, ou seja, nem sempre cada unidade específica possui um número de observações equivalente ao total de períodos considerados. Tal especificidade decorre de dificuldades naturais na obtenção de dados para a montagem das séries, nem sempre disponíveis. Quando aplicável, observações serão feitas, para cada variável. BALTAGI (1995) lembra que painéis desbalanceados são bastante comuns na análise de fenômenos econômicos e que os mesmos apresentam problemas de estimação que podem diferir daqueles encontrados em modelos com painéis balanceados, sugerindo, então, formas de correção para o caso de análises avançadas e que requerem alta precisão. HSIAO (1986) destaca que o ideal são os painéis balanceados, com a informação completa mas, diante da realidade, ainda há muito que se evoluir em termos do entendimento das relações compreendidas em análises combinando informações “cross-section” e de séries temporais.



### **3.4 – Metodologia e resultados a partir de macro-dados por países**

#### **3.4.1 – Modelo especificado, fonte de dados e análise das remessas de lucros e dividendos**

Nesta seção, avalia-se as remessas de lucros e dividendos sob a perspectiva dos países de origem do investimento estrangeiro direto, identificando determinantes significativos das remessas, em termos de variáveis macroeconômicas, domésticas e externas. No capítulo 4, a análise volta-se para a perspectiva dos setores da atividade econômica onde se concentra o IED, a partir de variáveis similares àquelas acima e outras particularizadas por setor. Adicionalmente, trata dos setores a partir de observações individuais, de dados do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultados de cada uma das empresas respondentes dos Censos de Capital Estrangeiro, de 1996 e 2001 (anos-base 1995 e 2000, respectivamente).

O objetivo deste estudo volta-se para construção de bases de dados consistentes e identificação de variáveis com relativo grau de determinação para as remessas de lucros e dividendos, a partir de abordagens diferenciadas, considerando-se as EMNs por países de origem do IED, setores de atividade e, por fim, em termos da sua estrutura financeira caracterizada por indicadores econômico-financeiros. Tendo em vista o propósito de avaliação das remessas de L&D no contexto da dinâmica econômica, financeira e estratégica das EMNs e seus condicionantes, uma proposta de concepção e o conseqüente teste de um modelo de regressão de dados em painel de forma simplificada, ou seja, o modelo clássico de regressão, poderia esconder importantes informações acerca de diversas variáveis relacionadas. Por outro lado, a especificação de uma extensa equação, com vários parâmetros como aqueles apresentados acima, poderia mostrar relativamente alto poder explicativo mas com baixo grau de significância para a maioria dos parâmetros, além dos tradicionais erros decorrentes, tais como elevada multicolinearidade e autocorrelação.

Como afirmado anteriormente, em termos teóricos, parte-se do pressuposto que, diferentemente dos condicionantes dos ingressos de IED, relacionados, por exemplo, ao tamanho do mercado interno e ao grau de abertura comercial, a explicação para as remessas de L&D relaciona-se, também, à teoria do portfolio (com variáveis tais como as taxas de juros, câmbio, inflação e liquidez internacional) e a variáveis de cunho estratégico financeiro, na forma de alternativas adicionais, concorrentes ou complementares, utilizadas pelas EMNs para transferir recursos entre matriz e filial.

Pode-se, então, a partir de considerações teóricas e das variáveis apresentadas anteriormente, adotar uma especificação geral através de uma equação sob a forma abaixo.

$$LD_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it},$$

Onde:

$LD_{it}$  = remessas de L&D, mensais ou acumuladas em 12 meses, para cada país, em um determinado mês;

$i$  = países-sede do IED;

$t$  = número de meses referentes aos dados;

$\alpha_i$  = efeito fixo do país-sede ou setor de atividade, representando características não observáveis relativas a cada país-sede e que não variam no tempo;

$\beta$  = parâmetros a serem estimados;

$x_{it}$  = matriz com as variáveis explicativas, com os dados distribuídos por país-sede, em forma de painel, ou com dados em série, invariáveis por país;

$\varepsilon_{it}$  = distúrbio estocástico

A partir desta especificação inicial, a análise divide-se em quatro partes. A idéia é mostrar que a melhor abordagem para as remessas de lucros e dividendos concilia variáveis relacionadas aos três aspectos teóricos que constituem o cerne deste estudo. Assim, são avaliados os determinantes mais conhecidos para o ingresso de IED, relacionados, principalmente, à atividade econômica e seus indicadores, tais como o PIB e a produção industrial, dentre outros. Em segundo lugar, considera-se variáveis de caráter monetário, afetas à teoria de portfolio, tais como taxa de juros, câmbio e inflação, além de risco soberano. A terceira abordagem envolve decisões estratégicas das EMNs no sentido de que as remessas de lucros e dividendos não se constituem na única forma de viabilizar a transferência de recursos entre matriz e filial, pois pode-se recorrer a operações de empréstimo e acordos relativos ao pagamento de serviços técnicos prestados e de royalties e licenças. Por fim, observa-se que um modelo misto, que concilie as três formas de análise, pode constituir-se em melhor opção, pela sua flexibilidade e resultados satisfatórios.

Inicialmente, o principal obstáculo encontrado foi a disponibilidade de dados com o nível de detalhamento necessário para o propósito deste trabalho. O Banco Central do Brasil disponibiliza um volume considerável de informações sobre o balanço de pagamentos brasileiro, através de sua página na internet, através das Séries Temporais e das Notas para a Imprensa, estas divulgadas mensalmente. A Série Especial sobre o

Balço de Pagamentos detalha, ao nível das contas padronizadas conforme recomendações da 5ª. edição do Manual de Balço de Pagamentos do FMI, os valores mensais desde janeiro de 1995, tendo substituído, a partir de abril de 2002, o Suplemento Estatístico do Boletim do Banco Central do Brasil. Nesta série, a cada conta ou sub-conta do balço de pagamentos corresponde um código relativo a uma série temporal, que pode ser acessada através de busca nas séries temporais. De interesse específico, as remessas ou despesas de lucros e dividendos relativos a investimento estrangeiro direto correspondem à série 2825 (“Rendas – lucros e dividendos – investimento direto – despesa”), que disponibiliza dados mensais a partir de janeiro de 1980.

Ocorre, todavia, que não há detalhamento acerca dos países de destino das remessas ou mesmo dos setores e sub-setores da atividade econômica remetentes. Para tal foi necessário solicitar e obter autorização especial do Departamento Econômico do BACEN para o uso dos dados desagregados, os quais foram trabalhados para compor os grupos de “cross section”, tanto países quanto setores. As séries utilizadas incluem operações mensais acima de US\$1 milhão, valor abaixo do qual ocorre excessiva pulverização, considerada não significativa para os propósitos deste estudo. De maneira geral, o total de remessas de lucros e dividendos de IED compilado dessa forma representa em torno de 95% do total geral presente na série 2825. Os dados foram disponibilizados para o período de janeiro de 2001 a dezembro de 2004.

A partir dos dados brutos, elaborou-se relação inicial de 19 países, complementada por grupo denominado “outros países”, a partir da qual foi montado um painel de dados com 48 observações mensais e 20 observações a título de “cross-section”. Tal painel constituiu-se em base para a primeira etapa das regressões, que foi desconsiderada, devido a distúrbios causados pelo uso de toda a “população”. Dentre os principais fatores de distúrbio, pode-se citar o grupo “outros países” e, principalmente, as remessas efetuadas para paraísos fiscais. Torna-se difícil trabalhar com o mesmo grupo de parâmetros, em termos de variáveis macroeconômicas de cada país de origem, quando se considera tais países e sugere-se, portanto, que as remessas de lucros e dividendos para paraísos fiscais devem ser tratadas em estudo específico, com parâmetros especialmente desenvolvidos para tal, principalmente com relação às variáveis taxas de juros e câmbio.

Optou-se, então, por uma amostra constituída de 11 países, conforme mostra a Tabela 3.4.1.1. A seleção resultou em um grupo de países, excluídos os paraísos fiscais, cuja participação conjunta média no estoque de IED no Brasil superasse 70% e tivesse relevância em termos internacionais. No período de janeiro de 2001 a dezembro de 2004,

tais países detiveram, em média, 73,1% do estoque de IED e foram destino de 87,5% das remessas. Interessante notar a concentração do estoque e das remessas médias em três países, Estados Unidos, Espanha e Países Baixos, com 47,3% e 60,3%.

**Tabela 3.4.1.1 – Participações de países selecionados no estoque de IED e remessas de L&D**

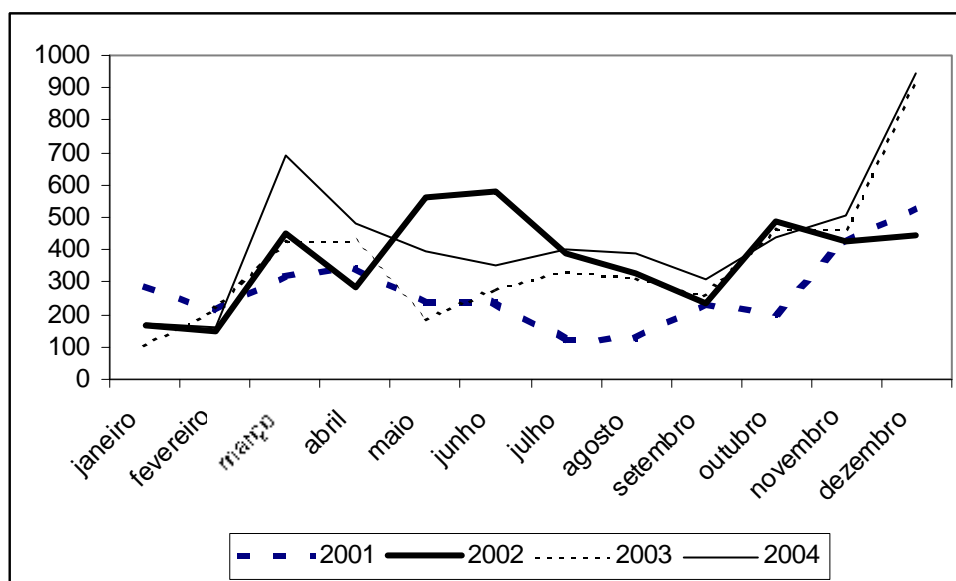
País	Estoque de IED		Remessas de L&D	
	Dez-00 Participação (%)	Dez-04 Participação (%)	Dez-00 a Dez-04 Part. Média (%)	Jan-01 a Dez-04 Part. média (%)
Estados Unidos	23.8%	21.7%	22.7%	30.6%
Espanha	11.9%	9.6%	10.8%	14.8%
Países Baixos	10.7%	14.9%	12.8%	14.9%
França	6.7%	7.1%	6.9%	7.3%
Alemanha	5.0%	4.4%	4.7%	5.3%
Portugal	4.4%	4.6%	4.5%	0.4%
Itália	2.4%	2.2%	2.3%	1.5%
Japão	2.4%	2.8%	2.6%	3.3%
Suíça	2.2%	1.9%	2.1%	6.5%
Canadá	2.0%	2.4%	2.2%	1.5%
Reino Unido	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%
Demais países	27.1%	26.8%	26.9%	12.5%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Banco Central do Brasil – Departamento Econômico  
Elaboração do autor

Os dados sobre as remessas mensais de lucros e dividendos de IED resultam, portanto, em 11 identificadores “cross-section” e 48 meses, totalizando 528 registros ou observações. Ressalve-se que, para vários países e meses, não houve remessas, resultando em observações nulas, que compõem o painel desbalanceado utilizado no modelo. Devido à elevada volatilidade de série mensal de remessas de L&D, optou-se por operar, também, com uma série composta pelas remessas acumuladas em 12 meses, por país e mês, que proporciona resultados mais consistentes, como exposto adiante.

Uma característica marcante do comportamento mensal das remessas de lucros e dividendos, no período avaliado, é a sazonalidade, com concentração nos meses de dezembro (principalmente) e março, o que requereu a criação de uma relação de variáveis “dummy”, uma para cada mês do ano, de forma a refletir essa flutuação, decorrente das particularidades das matrizes das EMNs, em cada país de origem do IED. A maior concentração ocorre no mês de dezembro, seguida por remessas consideráveis ao longo do primeiro trimestre e ao final do terceiro trimestre, para alguns países. Nota-se, em alguns casos, comportamento bastante regular, como é o caso das EMNs japonesas, com forte concentração de remessas nos meses de março. O ano de 2002 apresenta configuração atípica, com elevação das remessas nos meses de junho e outubro, devido às expectativas formadas pelas EMNs com relação aos resultados da campanha eleitoral para a Presidência da República. O Gráfico 3.4.1.1 é ilustrativo:

**Gráfico 3.4.1.1 – Remessas de L&D mensais totais, por ano**



Fonte: Banco Central do Brasil – Departamento Econômico  
Elaboração do autor

Adicionalmente, a partir da anteriormente citada experiência de trabalho com toda a população, composta por 19 países e demais, procedeu-se a uma análise do perfil das remessas, desconsiderando-se as observações consideradas “outliers”, entre uma a três por país<sup>4</sup>.

### 3.4.2 – Modelo ajustado em função da atividade econômica

Este modelo parte da hipótese de que os determinantes dos ingressos de IED, à medida que se constituem fatores de atratividade para o IED, podem, também influenciar significativamente os fluxos de remessas de lucros e dividendos. Assim, as variáveis testadas relacionam-se, basicamente, ao nível de atividade econômica, tais como o produto interno bruto (PIB) e o comércio exterior, considerados relevantes no estudo de LIMA Jr. (2005). Além destes, foram incluídos neste grupo a produção industrial (considerada “proxy” do PIB, principalmente em termos mensais) normal e dessazonalizada, as operações de crédito para as pessoas físicas (que promovem o aquecimento imediato da

<sup>4</sup> Criou-se a variável *dupais* para responder por este ajuste, a qual refere-se a meses específicos em que, para determinados países, as remessas de lucros e dividendos destoam consideravelmente da tendência histórica e que, sem a seu descarte os resíduos das regressões aumentam consideravelmente. Criou-se, também, uma variável “dummy”, específica para o mês de outubro de 2002, quando houve eleições presidenciais, para verificar eventual impacto político sobre as remessas. Tal “dummy” não se mostrou significativa e pode-se dizer que as eleições causaram pequenos distúrbios apenas nos meses de junho e outubro de 2002, para poucos países. A influência dos meses de fechamento de trimestres também foi objeto de variável específica, que não se mostrou significativa.

demanda agregada) e as bolsas de valores, como termômetro do aquecimento ou esfriamento da atividade econômica.

Estimou-se a equação proposta por quatro métodos: Mínimos Quadrados Ordinários (“Generalized Least Squares”, modelo clássico de regressão), por Mínimos Quadrados Generalizados (“Feasible Generalized Least Squares”, também modelo clássico), por Mínimos Quadrados Ordinários com Variáveis “Dummy” (“Least Square Dummy Variable”, modelo de efeito fixo) e por Mínimos Quadrados Generalizados (FGLS, modelo de efeito aleatório). Os testes realizados destinaram-se a escolher o modelo mais adequado. O teste de *F* aponta a escolha entre o modelo clássico e o modelo de efeito fixo; o teste de *Hausman* indica a escolha entre o modelo de efeito fixo e o modelo de efeito aleatório; e o teste de *Breusch-Pagan* compara o modelo clássico ao modelo de efeito aleatório. O teste de endogeneidade verifica se as variáveis independentes têm ou não correlação com o erro e o teste de *White* avalia a heterocedasticidade. O modelo ajustado é mostrado na Tabela 3.4.2.1:

**Tabela 3.4.2.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis de atividade econômica (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coefficientes	VIF	coeficientes	coeficientes	Coefficientes
EIED	0.84*	1.19	0.84*	0.10	<b>0.66*</b>
Dezembro	0.54*	1.03	0.54*	0.58*	<b>0.54*</b>
Dupais	1.47*	1.05	1.47*	1.40*	<b>1.41*</b>
Movcom	0.12***	1.18	0.12***	0.90**	<b>0.39*</b>
Opcrpfpib	0.33**	1.01	0.33**	0.30**	<b>0.32*</b>
Constante	-8.14*		-8.14*	-9.8*	<b>-9.51*</b>
no. de observ.	395		395	395	<b>395</b>
R2 (ajustado)	0.39		-	-	-
R2 (geral)	-		-	0.18	<b>0.37</b>
White	60.65		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.00		-	-	-
F (conjunto)	-		-	18.99	-
Prob. > F	-		-	0.00	-
Breusch-Pagan	-		-	-	<b>242.5</b>
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	<b>0.00</b>
Hausman	-		-	2.98	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	0.70	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

No modelo clássico, as variáveis foram significativas e apresentaram os sinais esperados a níveis entre 1 e 10%. Como o teste de *White* indicou problema de

heterocedasticidade, utilizou-se o modelo de mínimos quadrados generalizados, para correção. O resultado do teste de f (18,99) confirma a heterogeneidade entre os países-sede do IED, favorecendo o modelo fixo em relação ao modelo clássico, embora a constante não tenha sido significativa aos níveis desejados. Os testes de Breusch-Pagan e de Hausman confirmam o melhor ajustamento proporcionado pelo modelo aleatório frente ao modelo clássico e ao modelo de efeito fixo, respectivamente. Assim, pode-se afirmar que não somente os interceptos são diferentes para cada país mas, também, estão sujeitos a variações aleatórias no período avaliado. Ou seja, as remessas de L&D são diferenciadas por país de origem do IED.

Não há presença de multicolinearidade entre as variáveis, o que é verificado através da estatística VIF (“Variance Inflation Factor”). Segundo JUDGE (1988), a multicolinearidade severa manifesta-se quando o indicador VIF for maior do que cinco, o que não é o caso.

No modelo de efeito aleatório, a equação é bastante robusta, com variáveis significativas ao nível de 1% e coeficiente de determinação geral de 37%. As remessas de lucros e dividendos apresentam sazonalidade, com pico no mês de *dezembro*, devido ao encerramento de exercícios fiscais nos países de origem do investimento estrangeiro direto. O coeficiente relativo ao estoque de investimento estrangeiro direto (*EIED*), por país de origem, indica que, para cada 1% de crescimento no mesmo, ocorre um acréscimo de 0,66% no volume de remessas de lucros e dividendos para aquele país. Uma interpretação preliminar pode sugerir, então, uma característica de sustentabilidade das remessas de L&D a partir do ritmo de aumento do estoque de IED, o que requer análise de períodos mais longos para confirmação.

O incremento da atividade econômica no país de origem, representado pelo movimento comercial (*Movcom*), indica a forte relação entre comércio externo, usualmente dominado por EMNs nestes países, e as remessas a eles destinadas, caracterizando uma provável associação entre o crescimento dos fluxos comerciais e dos fluxos financeiros. A variável *Opcrpfpi*b indica, para o Brasil, a relação entre o volume de operações de crédito para pessoas físicas e o tamanho do PIB nacional e constitui-se em importante indicador para o aquecimento da demanda agregada e, também, para o desenvolvimento eficiência do mercado financeiro doméstico. Verifica-se, pelo coeficiente do termo, que, para um incremento de 1% na razão crédito/PIB, corresponde um aumento de 0,32% nas remessas de L&D, provavelmente decorrente do conseqüente maior faturamento das EMNs e o provável aumento dos resultados líquidos, possibilitando o incremento dos repatriamentos.

Quando analisado de forma individual, PIB se mostra significativo, o mesmo não ocorrendo quando considerado para fins de ajuste de um modelo mais completo e com maior coeficiente de determinação. Comportamento similar é observado para a produção industrial brasileira, normal ou dessazonalizada, e para o movimento comercial brasileiro e suas componentes, exportação e importação. Os indicadores de bolsas de valores, seja no Brasil (IBOVESPA) ou no exterior (Dow Jones), tal como o valor de mercado das empresas listadas na BOVESPA também indicam potencial explicativo e isto faz sentido quando se considera que estão associados ao aumento do desempenho das empresas listadas, o que, indiretamente, pode estar associado, também, a um bom desempenho das EMNs, na geração de valor a partir de lucros consistentes, que podem ser remetidos ao exterior ou reinvestidos domesticamente.

Conclui-se, então, que é razoável considerar que certos determinantes do ingresso de IED estão associados aos fluxos de repatriamento dos resultados decorrentes deste mesmo IED, sob a perspectiva de país-sede da “holding” da EMN. Embora o PIB e a produção industrial não tenham se mostrado significativos, nota-se que a relação entre o volume de operações de crédito para pessoas físicas e o PIB apresentou resultado satisfatório. Adicionalmente, o crescimento do comércio internacional também se revelou significativo, deixando claro que a análise não pode restringir-se somente a variáveis reais no Brasil. Apesar da importância de se concluir que é possível associar determinantes de ingresso de IED a determinantes de remessas de L&D, mostra-se, a seguir, que outros determinantes também são significativos, como é o caso quando se adota a ótica da teoria de portfolio.

### **3.4.3 – Modelo ajustado em função dos indicadores monetários**

Como discutido no capítulo 1, a abordagem eclética de Dunning não trata dos motivadores do IED nos termos preconizados pela teoria de portfolio internacional, que associa os fluxos financeiros aos níveis de taxas de juros, taxas de câmbio, inflação e seus diferenciais entre países. Considera-se, também, a liquidez internacional, os movimentos especulativos de capitais de curto prazo e o risco soberano inerente ao país receptor dos investimentos. Pode-se propor, então, verificar se as remessas de lucros e dividendos ao exterior apresentam natureza relacionada a tais variáveis de caráter monetário e financeiro. A tabela 3.4.3.1 apresenta o modelo ajustado:



**Tabela 3.4.3.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis monetárias (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coefficientes	VIF	coeficientes	coeficientes	<b>Coefficientes</b>
EIED	0.88*	1.02	0.88*	0.84*	<b>0.88*</b>
Dupais	1.52*	1.02	1.52*	1.47*	<b>1.49*</b>
Iecdeb	0.37*	1.02	0.37*	0.41*	<b>0.39*</b>
Txcdi12mreal	0.07***	1.01	0.07***	0.07***	<b>0.07***</b>
Reer	1.32**	1.01	1.32**	1.41	<b>1.22***</b>
Servdivext	0.2	1.03	0.2	0.16	<b>0.19</b>
Constante	-16.14*		-16.14*	-16.26*	<b>-15.90*</b>
no. de observ.	393		393	393	<b>393</b>
R2 (ajustado)	0.39		-	-	-
R2 (geral)	-		-	0.40	<b>0.40</b>
White	44.02		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.02		-	-	-
F (conjunto)	-		-	15.42	-
Prob. > F	-		-	0.00	-
Breusch-Pagan	-		-	-	<b>180.0</b>
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	<b>0.00</b>
Hausman	-		-	-1.26	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

Neste modelo, o coeficiente de determinação, igual a 40%, mostra-se superior ao daquele verificado no caso dos indicadores relacionados à atividade econômica. Mais uma vez, confirma-se a relevância do estoque de IED por país-sede do investimento, cujo crescimento de 1% implica uma resposta positiva de 0,88% nas remessas de L&D. Observa-se, também, que um incremento nas saídas do capital de curto prazo no Brasil, representadas pela variável *Iecdeb*, eventualmente causadas por fenômenos de recomposição de portfólios pelos investidores internacionais, pode afetar a decisão de remessa de lucros e dividendos, podendo apressá-la, seja em pequenas fugas quanto em grandes movimentos de saída de recursos do Brasil. Sob a ótica do portfólio, as EMNs adotariam um comportamento de “seguir” os investidores em portfólio, adiantando ou atrasando as remessas a partir da observação dos movimentos dos investidores de curto prazo.

Embora tenham sido testadas diferentes variáveis relativas ao câmbio nominal ou real da moeda brasileira, em relação a cada moeda dos países da mostra, com ajustes em função dos diferenciais de inflação doméstica e externa, a variável mais significativa para representar a influência do câmbio nas remessas foi a variável *Reer*, calculada e

disponibilizada pelo Fundo Monetário Internacional, que mostrou significância ao nível de 10%. Ressalte-se que a variável não relaciona diretamente a moeda do país estrangeiro com o real brasileiro mas representa a taxa de câmbio nominal efetiva de cada país, em relação a uma cesta de moedas internacional, com ajuste por um índice de preços de cada país. O sinal esperado, que associa uma valorização do câmbio no país-sede a um aumento nas remessas, não atende, a princípio, a relação esperada, já que uma valorização da moeda estrangeira corresponderia a uma desvalorização do real e, assim, deveria resultar em menores remessas.

Os fracos resultados com relação às diferentes taxas de câmbio do real brasileiro eram esperados, quando se observa, no relativamente curto período analisado, uma desvalorização cambial entre janeiro de 2001 e outubro de 2002, seguida por valorização cambial até dezembro de 2004, ao passo que as remessas de L&D apresentaram, no período, uma trajetória de elevação, o que mascara o sinal e o poder explicativo da relação câmbio/remessas. Acredita-se que um aumento do período de análise, seja incorporando anos anteriores a 2000 ou o ano de 2005, confirmará a validade, a significância e o sinal negativo da relação entre as remessas de L&D e a relação entre a moeda brasileira e as moedas dos países-sede do IED, ou seja, em caso de valorização do real brasileiro, as remessas aumentam, pelo menor preço da divisa estrangeira.

No caso da taxa de juros, representada pela taxa de juros anual real no mercado interbancário, ajustada pela variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA nos 12 meses anteriores, a variável mostra-se significativa a 10% e o sinal não correspondeu ao esperado, além de que o coeficiente indica pequena influência sobre o volume de remessas. Dado um aumento do nível doméstico de juros, principalmente das operações praticadas no mercado interbancário, principal referência para a tesouraria das empresas no Brasil, nacionais ou multinacionais, seria de se esperar uma diminuição nas remessas de L&D, diante da perspectiva de aumento nos ganhos em função de aplicações no mercado de renda fixa doméstico. O modelo indica o contrário, sugerindo que, sob o ponto de vista exclusivamente financeiro, a análise requer maior aprofundamento.

Comente-se, por fim, a variável *Servdivext*, que representa o custo mensal do serviço da dívida externa. Embora se mostre significativa a 11%, fora, portanto, da significância aceita neste estudo, vale considerar que, dependendo da extensão da amostra, a mesma pode tornar-se significativa a 10%. Destaca-se, sobretudo, o seu sinal: à medida que expressa o aumento do encargo da dívida externa, pode estar associada a um incremento nas remessas de L&D, seja devido ao aumento do risco soberano percebido,

seja devido, eventualmente, a uma elevação nos juros internacionais, o que atrairia remessas, diante da diminuição do diferencial entre a taxa de juros em moeda estrangeira e a taxa doméstica.

Observa-se, portanto, que o modelo de ajuste com a utilização de variáveis relacionadas à teoria do capital financeiro e aos movimentos de portfólio não oferece um bom ajuste para o período analisado, mesmo considerando-se diversas possibilidades, entre taxas de juros, câmbio, inflação e seus respectivos diferenciais, além do risco. Ainda sobre as variáveis testadas para verificar o ajuste do modelo, observa-se, na análise individualizada, um potencial de ajuste para as moedas internacionais, entre si e em relação aos Direitos Especiais de Saque do FMI (SDR – “Special Drawing Rights”) e, principalmente, uma correta relação de sinal com a taxa de câmbio real-dólar dos Estados Unidos, deflacionada pelo IPA – Índice de Preços no Atacado. Relativamente à inflação, destaque-se, também, o adequado sinal, negativo, apresentado pelos índices de preços IPA-DI, IGP-DI e IPCA acumulados em 12 meses, à medida que se espera, para um aumento da inflação doméstica e tudo o mais constante, uma valorização da moeda nacional e, conseqüentemente, uma diminuição nas remessas de L&D.

A seguir, a abordagem considera o aspecto estratégico da gestão financeira das EMNs, trazendo resultados mais significativos.

#### **3.4.4 – Modelo ajustado em função de estratégia financeira**

Na evolução de suas idéias sobre as EMNs, Dunning não só acatou várias das críticas às limitações da abordagem eclética como, sobretudo, deu importante contribuição ao avaliar as EMNs a partir de uma perspectiva estratégica internacional, ao tratar do capitalismo de alianças. Sugere-se que a interpretação das formas de tratamento estratégico da gestão financeira pelas EMNs pode acrescentar informações relevantes no sentido da determinação das remessas de lucros e dividendos. Assim, foram avaliados, separadamente, os fluxos alternativos de que a EMN pode se valer para transferir recursos entre filial e matriz.

A equação de ajuste, apresentada na Tabela 3.4.4.1, mostra um coeficiente de determinação superior ao verificado nos dois modelos anteriores, com abordagem pelo nível de atividade ou pelas variáveis de cunho monetário-financeiro.

Novamente, o modelo de efeito aleatório prevalece, destacando não somente a diferença entre os países mas, também, oscilações nas variáveis no período considerado. Mais uma vez, o estoque de IED (*EIED*) mostra-se significativo a 1%, com coeficiente

igual a 0,80, o que confirma a relação positiva entre o crescimento do estoque e o aumento das remessas, em ritmo ligeiramente inferior.

**Tabela 3.4.4.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis estratégicas financeiras (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coeficientes	VIF	coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
EIED	0.95*	1.26	0.95*	0.11	<b>0.80*</b>
Dupais	1.51*	1.08	1.51*	1.26*	<b>1.34*</b>
Aic (amortização)	0.04	1.20	0.04*	0.14**	<b>0.12***</b>
Serveptdes	0.94*	1.09	0.94*	1.20*	<b>1.05*</b>
Roylicdes12m	3.81	1.07	3.81	4.18***	<b>4.45***</b>
Eicfbmed	0.15*	1.06	0.15**	0.18**	<b>0.15**</b>
Constante	-37.52**		-37.52**	-34.19***	<b>-41.65**</b>
no. de observ.	149		149	149	<b>149</b>
R2 (ajustado)	0.49		-	-	-
R2 (geral)	-		-	0.25	<b>0.50</b>
White	29.96		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.27		-	-	-
F (conjunto)	-		-	10.58	-
Prob. > F	-		-	0.00	-
Breusch-Pagan	-		-	-	<b>14.29</b>
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	<b>0.00</b>
Hausman	-		-	4.24	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	0.64	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

Não se observa, aqui, a questão da sazonalidade das remessas, significativa quando da análise em termos da atividade econômica, para o mês de dezembro.

Observe-se a associação positiva, e significativa a 10%, das remessas de L&D com uma forma cada vez mais utilizada pelas EMNs para transferência de recursos financeiros, os empréstimos intercompanhia. A variável *Aic* indica as remessas mensais, por país, a título de amortização de operações de empréstimo da matriz no exterior para a filial no Brasil. Além das operações de amortização, especificadas ao nível de cada país, o sinal positivo se repete em relação a outras séries temporais. As saídas mensais relativas ao pagamento de serviços empresariais, profissionais e técnicos, freqüentemente contratados junto à matriz mostram-se significativas, junto com os pagamentos, acumulados ao longo de 12 meses, relativos a royalties e licenças, geralmente em função de patentes de propriedade das matrizes. Por fim, o sinal positivo verifica-se para a variável *Eicfbmed*, que indica os desembolsos totais mensais feitos pelas filiais no Brasil a título de empréstimo para suas matrizes no exterior.

Embora não constando do modelo ajustado, destaque-se que, avaliando individualmente as opções estratégicas disponíveis e utilizadas pelas EMNs para fins de transferência de resultados para as respectivas matrizes, verificou-se um esperado e significativo sinal negativo entre as remessas de L&D e os ingressos de IED ao longo dos últimos 12 meses, mostrando que ingressos de IED tendem a reduzir as remessas, ao menos no curto prazo. As operações de empréstimos e colocação de títulos brasileiros no exterior também merecem atenção, pela relativa significância encontrada. Para o modelo ajustado, entretanto, optou-se por não considerar tais operações, não só pela sua menor representatividade em termos de número de observações como, também, pelo fato de que, enquanto se pode associar efetivamente as amortizações intercompanhia às EMNs, não necessariamente as operações citadas são feitas por estas EMNs, podendo ser atribuídas a empresas genuinamente brasileiras.

#### **3.4.5 – Modelo misto proposto**

Diante dos resultados dos três modelos anteriores propõe-se, então, que a melhor interpretação dos determinantes das remessas de L&D contempla as três abordagens, ou seja, deve-se considerar variáveis de atividade econômica, variáveis relacionadas às decisões de portfólio e variáveis de decisão estratégica financeira. Uma composição que considere as três formas constitui modelo consistente com a teoria exposta nos capítulos 1 e 2, agregando as três concepções, conforme mostra a Tabela 3.4.5.1.

O modelo de efeito aleatório reafirma sua superioridade e inclui, novamente, o estoque de IED (*EIED*) como determinante significativo a 1%, cuja variação de 1% resulta em acréscimo de 0,77% no volume de remessas de L&D. As operações de amortização de empréstimos intercompanhia confirmam sua complementaridade em relação às reservas, a um nível de significância de 5%.

A sazonalidade das remessas, marcante nos meses de dezembro, é confirmada, bem como se destaca, novamente, a relevância do crescimento do comércio internacional e sua associação com os fluxos financeiros, na forma da variável *Movcom*, presente também no modelo específico para variáveis de atividade econômica. Um resultado adequado e coerente com a teoria de portfólio é verificado com relação à taxa mensal das operações no mercado interbancário, *Txcdimes*. Pode-se considerar atualmente, no Brasil, que esta é a variável-chave nas decisões das tesourarias das empresas, sejam brasileiras ou EMNs, relativamente à alocação de seus resultados financeiros. No caso das EMNs, evidencia-se, ao nível de significância de 5%, que, para uma queda de 1% na taxa mensal do mercado

interbancário, as remessas de lucros e dividendos apresentam resposta com elevação da ordem de 0,5%.

**Tabela 3.4.5.1 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis de atividade, monetárias e estratégicas (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coefficientes	VIF	coeficientes	Coefficientes	Coefficientes
EIED	0.83*	1.35	0.83*	0.74	<b>0.77*</b>
Dupais	1.46*	1.06	1.46*	1.29*	<b>1.33*</b>
Aic (amortização)	0.07***	1.25	0.07***	0.13*	<b>0.11**</b>
Txcdimes	-0.50***	1.01	-0.50**	-0.48***	<b>-0.50**</b>
Movcom	0.15***	1.27	0.15***	0.51	<b>0.28***</b>
Dezembro	0.49**	1.08	0.49**	0.44**	<b>0.46**</b>
Constante	-5.85*		-5.85*	-9.14**	<b>-6.82*</b>
no. de observ.	295		295	295	<b>295</b>
R2 (ajustado)	0.43		-	-	-
R2 (geral)	-		-	0.41	<b>0.43</b>
White	78.93		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.00		-	-	-
F (conjunto)	-		-	13.33	-
Prob. > F	-		-	0.00	-
Breusch-Pagan	-		-	-	<b>62.57</b>
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	<b>0.00</b>
Hausman	-		-	-1.97	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

Considera-se, portanto, que este modelo apresenta um bom grau de determinação para as remessas de lucros e dividendos, tornando-se ainda mais significativo não somente em termos econométricos mas, também, pela demonstração da hipótese defendida neste estudo, de que as remessas de L&D têm natureza complexa e que, para um entendimento adequado de sua natureza, faz-se necessário conjugar diferentes aspectos da teoria internacional da produção, da teoria do capital financeiro e da teoria da gestão estratégica de negócios em nível global.

### 3.4.6 – Modelo ajustado para remessas acumuladas em 12 meses

Com o propósito de complementar a análise dos determinantes das remessas de L&D, este tópico avaliou-se um modelo adicional, em que as remessas acumuladas em 12 meses, foram confrontadas aos três grupos de indicadores mencionados, que constituem o cerne deste estudo. De imediato, e talvez em consequência de se estar trabalhando com uma perspectiva temporal de 12 meses, não foi possível identificar qualquer variável

relativa à teoria do portfólio que se mostrasse significativa sob esta abordagem. Os resultados, todavia, mostraram um modelo com consistente coeficiente de determinação, de 57%, superior, portanto aos anteriores. Ademais, confirmou-se, novamente, a significância do estoque de IED como variável explicativa e, também, dos saldos acumulados, ao longo de 12 meses, relativos às amortizações de empréstimos intercompanhia tomados junto às matrizes, o movimento comercial anualizado verificado nos países e as operações de crédito a pessoas físicas no Brasil, em 12 meses, reforçando o papel do crédito enquanto relevante “proxy” para o desempenho da atividade econômica, pelos efeitos em cascata que provoca.

### **3.5 – Conclusão**

A preocupação com os volumes de remessas e dividendos para o exterior assume relevância crescente e as características das remessas mostram que não é tarefa simples prevê-las. Neste capítulo descreveu-se o comportamento das remessas agregadas ao longo dos últimos dez anos, destacando os aspectos de sazonalidade e os distúrbios decorrentes de crises financeiras internacionais e a ocorrência de duas eleições presidenciais no Brasil, no período. Uma comparação imediata com indicadores macroeconômicos tais como a inflação doméstica, a taxa de câmbio real-dólar dos Estados Unidos e o diferencial de taxa de juros domésticos e externos não se mostram suficientes para indicar um comportamento previsível com relação às remessas.

A adoção de um instrumental econométrico como a análise de dados em painel permite ganhos significativos na especificação de um modelo para as remessas, à medida que permite ampliar a base de dados, por país de origem do IED, ao invés de se trabalhar apenas com valores agregados mensais de remessas. Como demonstrado, o ganho em termos explicativos revela-se ainda mais significativo quando se adota uma abordagem mista, que consolida diferentes abordagens teóricas a respeito do IED. Os resultados são ainda mais satisfatórios quando se avaliam as remessas acumuladas ao longo de 12 meses, permitindo contornar limitações relativas à sazonalidade mensal, relacionada aos diferentes regimes e práticas contábeis e corporativas nos diferentes países, e incorporar a perspectiva de curto para médio prazo das EMNs na determinação dos volumes e momentos mais adequados para os fluxos.

Os resultados do modelo misto ilustram a relevância da evolução do movimento comercial internacional como variável explicativa, relacionada à formação de alianças globais pelas EMNs e pelo incremento do comércio inter e intrafirmas. No modelo, tal

variável de atividade econômica mostra-se mais significativa do que indicadores puramente domésticos para o Brasil, como o PIB e a produção industrial, comprovadamente significativos na atração de IED.

O modelo evidencia, também, que a taxa de juros é um importante determinante das remessas, à medida que, como indica o sinal contrário, sua elevação provoca retração das remessas ao exterior, o que pode ser interpretado como uma postura das subsidiárias das EMNs no sentido de maximizar os resultados financeiros no mercado local, valendo-se de eventuais elevações dos juros e, em sentido contrário, antecipando remessas quando os juros domésticos iniciam processo de redução. Assim, considerações relativas aos fluxos de investimento em carteira, de caráter mais voltado para o curto prazo, mostram-se aplicáveis, também, à maximização dos resultados das EMNs, nem sempre estritamente relacionados ao longo prazo.

Por fim, destaca-se a importância da complementaridade entre as diversas formas que assume a relação financeira entre matrizes no exterior e sua subsidiária no Brasil, o que fica evidente diante da significância da relação entre as remessas de lucros e dividendos e as amortizações de empréstimos intercompanhia. A liberalização e desregulamentação dos fluxos financeiros com o exterior, ocorrida na legislação brasileira de capitais estrangeiros colaboram para que as EMNs tenham cada vez mais flexibilidade na determinação dos valores e dos momentos mais adequados para efetuar transferências ao exterior. O caráter estratégico de tais decisões fica evidente na complementaridade observada, fechando a proposta de abordagem mista.



## **Capítulo 4 – Remessas de lucros e dividendos no Brasil: uma análise de dados em painel, por setores de atividade econômica**

### **4.1 – Introdução**

O capítulo 3 tratou da análise de dados, em painel, relativos à remessa de lucros e dividendos por país de origem. Os volumes de remessas podem ser caracterizados, também, à luz dos setores de atividade econômica onde o investimento estrangeiro direto se faz presente no Brasil. O presente capítulo, em sua primeira parte, apresenta tal abordagem, utilizando uma estrutura de dados em painel que contempla os setores de atividade econômica, conforme estabelecido na CNAE (Classificação Nacional das Atividades Econômicas – IBGE). As remessas de lucros e dividendos, compiladas mensalmente por setor de atividade, no período de janeiro de 2001 a dezembro de 2004, são confrontadas com séries temporais representando a atividade econômica, os indicadores monetários e financeiros, e os fluxos comerciais e financeiros do balanço de pagamentos. Neste último, atenção especial foi dada à montagem de painéis de dados relativos às operações de investimento estrangeiro direto e empréstimos intercompanhia. Os resultados alcançados mostraram-se inferiores, em termos de poder explicativo, àqueles encontrados na análise por país de origem.

A segunda parte do capítulo traz uma abordagem de caráter essencialmente microeconômico. A partir de micro-dados individuais, para cada empresa que respondeu aos Censos de Capital Estrangeiro no Brasil realizados em 1995 e 2001, identificou-se aquelas que efetuaram remessas de lucros e dividendos nos dois anos e, a partir daí, confrontou-se tais informações com diversas contas patrimoniais, de resultados e indicadores econômico-financeiros, buscando identificar variáveis relevantes na explicação das remessas. Não obstante terem sido analisados somente dois anos e, também, a ausência de dados sobre a lucratividade das empresas, resguardados devido ao sigilo financeiro<sup>5</sup>, alcançou-se um poder explicativo considerável, o que indica o poder explicativo da análise das contas das empresas, que evidenciam as decisões das EMNs em termos de investimento, financiamento e, sobretudo, distribuição de resultados, em particular, as remessas de lucros e dividendos para as matrizes no exterior.

A terceira parte do capítulo traz as conclusões, destacando as contribuições do estudo, comentários sobre os resultados e as limitações encontradas e proposta de agenda

---

<sup>5</sup> O Banco Central do Brasil adota uma atitude cautelosa com relação a dados sensíveis em termos da movimentação financeira das empresas, principalmente no caso das informações relativas à lucratividade e rentabilidade das mesmas, que podem ser de interesse de concorrentes, por exemplo.

de trabalho, indicando linhas de pesquisa sobre os determinantes das remessas de lucros e dividendos, seus impactos sobre as contas externas do País, bem como sua relação com o processo de decisões estratégicas financeiras no contexto das EMNs operando no Brasil. Acredita-se que tais informações possam ser aplicáveis, também, à realidade de outros países, dado o caráter global de atuação de tais empresas.

## **4.2 – Metodologia e resultados a partir de macro-dados setoriais**

### **4.2.1 – Modelo especificado**

Tal como procedido no capítulo 3, o modelo especificado assume uma equação extensa, sob a seguinte forma:

$$LD_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it},$$

Onde:

$LD_{it}$  = remessas de L&D, mensais ou acumuladas em 12 meses, para cada setor, em um determinado mês;

$i$  = setor de atuação da EMN;

$t$  = número do mês referentes aos dados;

$\alpha_i$  = efeito fixo do setor de atividade, representando características não observáveis relativas a setor e que não variam no tempo;

$\beta$  = parâmetros a serem estimados;

$x_{it}$  = matriz com as variáveis explicativas, com os dados distribuídos por setor, em forma de painel, ou com dados em série, invariáveis por setor;

$\varepsilon_{it}$  = distúrbio estocástico

Considera-se como determinante básico para as remessas de lucros e dividendos o estoque pré-existente de IED, a sazonalidade nas remessas e o descarte de remessas consideradas “outliers”, o que contribui para a significância do resultado final.

Na equação, ocorre a variação do termo “ $\beta x_{it}$ ” em três possibilidades: a primeira trata de variáveis associadas à atividade econômica, tais como a produção industrial e o comércio exterior; a segunda refere-se às variáveis relacionadas a aspectos monetários da economia, tais como a taxa de juros, a taxa de câmbio e a inflação; a terceira, aborda os fluxos financeiros relativos às decisões estratégicas das EMNs em termos de repasses de resultados à matriz no exterior.

#### 4.2.2 – Modelos ajustados

A amostra utilizada contempla 11 setores, conforme a Tabela 4.2.2.1. Os setores selecionados respondem por 79,9% do estoque médio de IED no período de janeiro de 2001 a dezembro de 2004, tendo sido responsáveis por 72,9% das remessas de lucros e dividendos ocorridas no período. Destaque-se que os cinco setores com maior participação no estoque, equivalente a 54,6% do estoque médio, constituem atividades de características “non-tradables”, sendo que os mesmos responderam por 46,8% das remessas no período. A relação entre o estoque de IED e o montante de remessas ao exterior também revela discrepâncias consideráveis: enquanto o setor de Correio e Telecomunicações representou 18,6% do estoque de IED e 4,9% das remessas de lucros e dividendos, o setor de intermediação financeira representou 9,1% e 18,8%, respectivamente. A relação entre as remessas de lucros e dividendos e o estoque médio de IED, por setores de atividade, não é, portanto, tão direta quanto aquela observada quando se considera o país de origem do IED.

**Tabela 4.2.2.1 – Participação de setores selecionados no estoque de investimento estrangeiro direto no Brasil e remessas de lucros e dividendos no período 2001-2004**

Setor	Estoque de IED			Remessas de L&D
	Dez-00	Dez-04	Dez-00 a Dez-04	Jan-01 a Dez-04
	Participação (%)	Participação (%)	Participação média (%)	Participação média (%)
Correio e telecomunicações	18.2%	19.0%	18.6%	4.9%
Serviços prestados a empresas	10.7%	8.2%	9.5%	10.7%
Intermediação financeira	10.4%	7.9%	9.1%	18.8%
Comércio	9.9%	9.1%	9.5%	9.5%
Eletricidade, gás e água quente	6.9%	6.9%	6.9%	1.9%
Fabricação e montagem de veículos	6.2%	6.8%	6.5%	4.3%
Produtos químicos	5.9%	6.4%	6.1%	6.0%
Produtos alimentícios e bebidas	4.5%	7.4%	5.9%	7.3%
Máquinas e equipamentos	3.2%	2.6%	2.9%	2.8%
Atividades de informática e conexas	2.5%	2.2%	2.3%	1.1%
Metalurgia básica	2.4%	2.4%	2.4%	5.7%
Demais setores	19.2%	21.0%	20.1%	27.1%
Total	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Fonte: Banco Central do Brasil – Departamento Econômico  
Elaboração do autor

Têm-se, então, 11 identificadores “cross-section” e 48 meses, compondo um total de 528 observações possíveis. Os painéis de dados resultantes são, naturalmente, desbalanceados, à medida que nem todos os setores efetuaram remessas em todos os meses observados.

A exemplo da análise realizada por país de origem do IED, esperava-se, inicialmente, ser possível identificar um modelo para cada hipótese deste estudo, ou seja, um modelo explicativo em termos de indicadores de atividade econômica, outro para

indicadores monetários, outro para indicadores de estratégia financeira e, sobretudo, um modelo misto, que contemplasse os três grupos de análise. Observou-se, entretanto, a impossibilidade de se obter resultados significativos, aos níveis desejados, com a inclusão, no modelo, de variáveis relativas ao setor real da economia, tais como o PIB, a produção industrial e o crédito para pessoas físicas. As peculiaridades do setor terciário, em termos do predomínio nas remessas e da relação entre estoques de IED e as remessas sugerem uma maior dificuldade em se buscar um ajuste, principalmente quando o mesmo procura contemplar, também, os demais setores da economia.

A tabela 4.2.2.2 apresenta o melhor ajuste encontrado, no qual se percebe a ausência de variáveis explicativas em termos de atividade econômica. Nenhuma destas variáveis testadas mostrou significância aceitável para compor o modelo misto, o qual incorpora dois indicadores de caráter financeiro (taxas de juros externas – *Ratestb10a* - e saídas de investimento estrangeiro em carteira – *Iecdeb*), um indicador de sazonalidade (*dezembro*) e um indicador relacionados à estratégia financeira conjunta de matriz e filial (ingressos de recursos via empréstimos intercompanhia, acumulados em 12 meses – *Dic12m*).

**Tabela 4.2.2.2 – Equação para remessas mensais de lucros e dividendos (LD), em relação a variáveis monetárias e estratégicas (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coefficientes	VIF	coeficientes	Coefficientes	Coefficientes
EIED	0.92*	1.54	0.92*	<b>1.03***</b>	0.75*
Dezembro	0.40**	1.20	0.40**	<b>0.35**</b>	0.36**
Dusetor	1.68*	1.07	1.68*	<b>1.82*</b>	1.79*
Dic12m	-0.31*	1.51	-0.31*	<b>-0.13***</b>	-0.19*
Ratestb10a	0.23***	1.07	0.23***	<b>0.22***</b>	0.20***
Iecdeb	0.19	1.24	0.19	<b>0.26***</b>	0.27**
Constante	-6.65*		-6.65*	<b>-9.08</b>	-6.21*
no. de observ.	336		336	<b>336</b>	336
R2 (ajustado)	0.32		-	-	-
R2 (geral)	-		-	<b>0.30</b>	0.32
White	35.25		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.08		-	-	-
F (conjunto)	-		-	<b>24.90</b>	-
Prob. > F	-		-	<b>0.00</b>	-
Breusch-Pagan	-		-	-	201.79
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	0.00
Hausman	-		-	<b>5.91</b>	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	<b>0.43</b>	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

Ao se testar um modelo que captasse, simultaneamente, os efeitos da atividade econômica doméstica, dos indicadores relativos a juros, câmbio e inflação, e dos indicadores relativos à estratégia financeira das EMNs, não foi possível ajustar um modelo com ajuste significativo e simultâneo, conforme proposto neste estudo e verificado para o caso da análise por países de origem do IED. Conseqüentemente, para o período de tempo considerado, nota-se que a análise por países de origem do IED revela-se mais completa e significativa para o entendimento dos mecanismos relacionados às remessas de lucros e dividendos.

A equação acima foi estimada por quatro métodos: Mínimos Quadrados Ordinários (modelo clássico), Mínimos Quadrados Generalizados, Mínimos Quadrados Ordinários com variáveis “dummy” (efeito fixo) e Mínimos Quadrados Generalizados (efeito aleatório). As variáveis regressoras, mensais, foram compiladas de duas formas: painel de dados e séries temporais. O estoque de investimento estrangeiro direto (*EIED*) e os desembolsos ou ingressos de empréstimos intercompanhia acumulados em 12 meses (*dic12m*) constituem painéis de dados. Já as variáveis relativas às taxas de juros dos bônus do Tesouro dos EUA com prazo de 10 anos (*Ratesb10a*) e às saídas de investimento estrangeiro em carteira (*Iecdeb*) são séries temporais. As variáveis *dusetor* e *dezembro* são “dummies” e representam, respectivamente, as observações consideradas “outliers” em relação à série de remessas de lucros e dividendos e os meses de dezembro, onde ocorrem os picos de remessas para as matrizes. A identificação das observações “outliers” decorreu da análise dos resíduos observados quando da verificação das remessais mensais relativamente aos estoques e à sazonalidade esperada.

Tanto o modelo clássico de regressão quanto sua correção relativa à heterocedasticidade revelaram-se inferiores aos modelos de dados em painel, conforme o teste de F e o teste de Breusch-Pagan. Quando se avalia o resultado do teste de Hausman, o modelo de efeito fixo supera o modelo de efeito aleatório em termos de ajuste, significando que, de fato, deve-se considerar os interceptos como diferentes para cada setor e que as variações nas séries e painéis, no período avaliado, não são significativas a ponto de indicar o modelo aleatório. A superioridade do modelo de efeito fixo sobre o modelo clássico já era esperada, pela diferente dinâmica econômica de cada setor analisado.

No modelo ajustado para efeito fixo, o coeficiente para o estoque de IED, igual a 1,03, indica que as remessas de lucros e dividendos sobem ligeiramente mais rápido do que a formação de estoque. No longo prazo, a permanência de tal tendência pode sugerir motivo de preocupação, em termos do impacto negativo sobre o resultado do Balanço de

Pagamentos, principalmente quando se considera, conforme já comentado, a grande participação de setores “non-tradable” na composição do estoque e, principalmente, das remessas, com destaque para o setor terciário da economia. Uma taxa de crescimento das remessas de L&D acima da taxa de crescimento do estoque de IED, notadamente se as remessas se concentram em setores não voltados à exportação, só se mostra sustentável caso haja ganhos de produtividade para a economia como um todo, que resultem em melhor desempenho exportador dos setores que produzem bens e serviços comercializáveis gerando, assim divisas adicionais que mais do que compensem o incremento das remessas.

De forma simultânea, observa-se que as remessas tendem a crescer 0,26% para cada 1% de incremento na saída mensal de recursos relativos a investimento estrangeiro em carteira, o que denota uma provável atenção dos gestores financeiros das EMNs no Brasil aos movimentos de capitais especulativos. A significância dos movimentos de portfólio está associada à diminuição das taxas de juros internas no Brasil, que não estão presentes no modelo apresentado, e à alta das taxas de juros externas de médio prazo, representadas pela taxa dos bônus norte-americanos de 10 anos. Pode-se interpretar que uma elevação desta taxa em 1%, gera um incremento de 0,22% no montante de remessas, ou seja, diante de uma tendência ao aumento dos custos de capital das matrizes das EMNs, as mesmas recorrem a mais recursos provenientes de suas filiais, como forma de atenuação na provável aceleração do custo de capital.

Dada a elevada sazonalidade das remessas mensais de lucros e dividendos, o que resultou na necessidade e na significância da variável “dummy” *dezembro*, realizou-se verificação de um modelo contemplando as remessas acumuladas ao longo de 12 meses, procurando identificar os fatores relevantes em termos de uma estratégia de remessas por parte das filiais das EMNs no Brasil. Analogamente, procurou-se avaliar, no modelo, os três grupos de variáveis que constituem o cerne deste trabalho, e o resultado foi um modelo misto significativo em termos da combinação dos fatores relacionados à atividade econômica, às variáveis monetárias e à estratégia financeira das EMNs. A tabela 4.2.2.3 apresenta os resultados a seguir.

Verificam-se, de imediato, duas diferenças deste modelo para remessas acumuladas em 12 meses, em relação ao modelo anterior, para remessas mensais. O poder explicativo, representado pelo R<sup>2</sup> geral, caiu de 30% para 24%, e agora, o modelo de efeito aleatório mostra melhor ajuste, o que destaca, além da influência de cada setor, a influência da

variação dos regressores no período de tempo considerado. A importância da atividade econômica é reconhecida como motivador para o ingresso de IED e também fica evidente neste modelo, que indica que a um crescimento de 1% no PIB anual brasileiro corresponde um acréscimo de 1,19% nas remessas de lucros e dividendos ao exterior.

**Tabela 4.2.2.3 – Equação para remessas de lucros e dividendos (LD), acumuladas em 12 meses, em relação a variáveis de atividade, monetárias e estratégicas (2001-2004)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coeficientes	VIF	coeficientes	Coeficientes	Coeficientes
EIED	0.42*	1.23	0.42*	0.61*	<b>0.58*</b>
Dusetor	0.22	1.03	0.22	0.19*	<b>0.19*</b>
PIB12mUSD	1.03	1.91	1.03	1.18*	<b>1.19*</b>
Txcdi12musd	-0.004	1.37	-0.004	-0.003*	<b>-0.003*</b>
IPCA12m	-0.02	1.54	-0.02	-0.02*	<b>-0.02*</b>
RIED12m	0.25	1.23	0.25*	0.05**	<b>0.05**</b>
Constante	-13.04*		-13.04*	-15.75	<b>-15.77*</b>
no. de observ.	384		384	384	<b>384</b>
R2 (ajustado)	0.27		-	-	-
R2 (geral)	-		-	0.24	<b>0.24</b>
White	44.38		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.01		-	-	-
F (conjunto)	-		-	16.14	-
Prob. > F	-		-	0.00	-
Breusch-Pagan	-		-	-	<b>242.5</b>
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	<b>0.00</b>
Hausman	-		-	0.75	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	0.99	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

As variáveis relacionadas aos aspectos monetários da economia, e que são o ponto central da teoria de movimentos de portfólio também estão presentes. No caso da taxa mensal de juros para operações interbancárias, ajustada para rentabilidade em dólares norte-americanos, nota-se que sua influência é pequena em termos percentuais mas fica evidente que um aumento na taxa básica de referência do processo decisório financeiro no Brasil repercute negativamente nas remessas, pelo impacto em termos de aumento do custo de capital local. O sinal negativo para o coeficiente da variável inflação, representada pelo Índice de Preços ao Consumidor – Amplo, acumulado em 12 meses, mostra-se significativo: tudo o mais constante, a um aumento de inflação, resulta uma valorização da

moeda nacional e, indiretamente, um aumento no custo de aquisição de divisas estrangeiras, para remessa às matrizes.

Por fim, eventuais decisões estratégicas de retorno de IED para as matrizes estão associadas às remessas de lucros e dividendos, de forma complementar, ou seja, o envio de recursos para as matrizes assume diversas formas simultâneas.

#### **4.2.2.1 – Considerações adicionais sobre as variáveis avaliadas**

Os dois modelos apresentados acima trazem importantes indicações acerca dos fatores que influenciam as remessas de lucros e dividendos para o exterior, quando se consideram os diferentes setores da economia nacional. As dificuldades já mencionadas na montagem da extensa base de dados utilizada neste estudo, além da eventual omissão de variáveis relevantes, tais como tributação no Brasil e no exterior, e das limitações das técnicas utilizadas, refletem as dificuldades teóricas e práticas no esforço de busca de modelos consistentes e robustos para a explicação. Não obstante a impossibilidade de se atingir níveis de poder explicativo mais elevados e nos patamares daqueles obtidos na análise por países de origem, relata-se, a seguir, observações relevantes acerca das variáveis pesquisadas, em termos de atividade econômica, variáveis de caráter monetário/financeiro, e variáveis de caráter estratégico/financeiro.

Na análise das remessas mensais, foram utilizados 17 painéis por setores, 16 variáveis “dummy” e 161 séries temporais. Assim como no caso da análise por países de origem de IED, foi necessário montar os painéis agregados a partir de dados mensais, obtidos junto à Divisão de Balanço de Pagamentos do Departamento Econômico do Banco Central do Brasil, já que não estão disponíveis publicamente e de forma estruturada para todo o período avaliado. Enquanto que, para os países de origem, pôde-se montar painéis contemplando os valores e os diferenciais de inflação, taxas de juros externas, taxas de câmbio nominais e reais, PIB, produção industrial, bolsas de valores e variáveis estratégicas como ingresso e retorno de IED, empréstimos intercompanhia e operações de empréstimo e colocação de títulos no exterior, a análise por setores pôde contar somente com painéis relativos às variáveis estratégicas, não contemplando empréstimos e colocação de títulos.

#### **4.2.2.2 – Indicadores de atividade econômica**

Foram avaliadas 19 variáveis, em termos mensais e do acumulado em 12 meses. Embora a evolução do PIB não tenha se revelado significativa a, pelo menos, 10%, a



produção industrial brasileira, ajustada sazonalmente, mostrou-se significativa, o que evidencia que o crescimento da atividade econômica pode estar relacionado aos resultados das filiais das EMNs, afetando positivamente as remessas de lucros e dividendos. A associação positiva e significativa foi verificada, também, com outra “proxy” para o crescimento econômico, o volume de operações de crédito para pessoas físicas.

O bom desempenho da bolsa de valores no Brasil e a valorização das empresas listadas podem constituir um indicador da evolução das empresas no País como um todo e, assim, mostraram associação positiva com as remessas de lucros e dividendos. Assim como no caso do PIB, os indicadores relativos ao comércio exterior brasileiro, que indicam o grau de abertura da economia e são variável reconhecida na atração de IED, não se mostraram significativos a 10%. O nível de significância ficou bastante próximo a este limite, sugerindo que, em função de mudanças no período da amostra, pode-se, eventualmente, incluir alguma variável da balança comercial, em termos mensais. No caso de valores acumulados em 12 meses, observa-se uma relação positiva e significativa entre remessas acumuladas e abertura comercial.

#### **4.2.2.3 – Indicadores monetários e cambiais**

A busca de indicadores mais ajustados para este elemento do modelo de regressão proposto para as remessas de lucros e dividendos analisou 106 séries temporais, incluindo valores mensais e acumulados em 12 meses. As taxas de juros foram tomadas, em diferentes prazos, para o mercado doméstico e para o mercado externo, tendo sido verificados, também, os diferenciais nominais e reais entre as taxas no Brasil, na Europa e nos EUA, principal referência, devido à predominância de operações em dólares dos Estados Unidos nos mercados financeiros. Os sinais corresponderam ao esperado, ou seja, negativo para as taxas domésticas, cujo aumento inibe as remessas, e positivo para as taxas externas, cujo aumento indica potencial de atração de recursos disponíveis em países emergentes.

O sinal positivo para os prêmios de risco parecem sugerir que as remessas podem aumentar quando aumenta a percepção de risco em relação ao Brasil. Em termos da vulnerabilidade externa, os indicadores apresentaram sinais contraditórios e pouco significativos, à exceção da relação entre a dívida externa e as exportações acumuladas em 12 meses, cuja associação inversa com as remessas pode estar ligada mais a eventuais quedas nas exportações do que a aumentos na dívida externa. Para as remessas acumuladas em 12 meses, a afirmação se confirma, além de que, neste caso, apresentam relação

positiva com a relação entre o serviço de dívida externa e exportações acumulados em 12 meses, ou seja, o aumento relativo dos compromissos com a dívida parece acelerar as remessas, devido ao aumento do risco.

O câmbio é frequentemente apontado como variável-chave na explicação das remessas de lucros e dividendos, já que as EMNs aproveitariam momentos de valorização do real para proceder a remessas para as matrizes. No período analisado, porém, os indicadores de câmbio, seja nominal ou real, não se mostraram significativos, de modo geral. Destaque-se que, enquanto que as remessas de lucros e dividendo subiram ao longo do período considerado, de modo geral, o câmbio apresentou desvalorização até as eleições de outubro de 2002, após as quais iniciou um processo de valorização, o que dificulta a associação positiva ou negativa com as remessas. Não obstante, a taxa de câmbio real do dólar norte americano, ajustada por diferentes índices de inflação brasileira, no atacado e no varejo, aproximou-se da região de significância. Pode-se afirmar que a inclusão, em estudo futuro, de dados para o ano de 2005, resultará em associação significativa e negativa entre câmbio e remessas.

A inflação doméstica, por sua vez, não se mostrou significativa de forma isolada, na análise das remessas mensais. O diferencial entre a inflação doméstica e a externa, tampouco. Todavia, a inflação na Europa e nos EUA apresentou relação positiva e significativa com as remessas, ou seja, parece razoável associar um aumento na inflação nos países desenvolvidos e seus desdobramentos em termos de desvalorização do dólar norte-americano e do euro e de incremento das taxas de juro a um aumento das remessas de lucros e dividendos a partir do Brasil. No que diz respeito à análise das remessas acumuladas em 12 meses, a inflação doméstica em 12 meses revela-se significativa, não somente no caso do IPCA, presente no modelo mas, também, no caso de outros índices, seja de varejo, como o IPC-Fipe, seja de atacado, como o IPA-DI e o IGP-DI. Para todos, o sinal é negativo. A mesma significância aplica-se para a inflação anualizada nos EUA, com sinal positivo, tanto no varejo quanto no atacado, assim como também vale para a inflação no atacado na Europa.

Além da relação positiva entre as remessas e os movimentos de saída de investimentos estrangeiros em carteira do Brasil, evidenciada no modelo apresentado, ficou evidente que a relação positiva refere-se tanto à saída de recursos aplicados em instrumentos de renda fixa e de renda variável no país, o que reforça a interpretação de características de portfólio internacional inerentes às remessas de lucros e dividendos para

as matrizes. Indiferentemente de se tratar de fluxos de portfólio mensais ou acumulados em 12 meses.

#### **4.2.2.4 – Indicadores de estratégia financeira**

Nesta categoria estão concentrados os 17 painéis de dados mencionados, contribuindo para destacar a importância do estudo do componente estratégico da gestão financeira das EMNs. Adicionalmente, foram utilizadas 68 séries temporais, mensais e acumuladas em 12 meses, para a avaliação da influência das operações relativas a ingresso e saída de investimento estrangeiro direto, empréstimo intercompanhia e outros empréstimos e colocação de títulos, além de operações alternativas, como pagamento de serviços e royalties. A sazonalidade, influenciada pelos ciclos de negócios, também foi considerada.

O principal argumento deste estudo, no sentido de que a análise das remessas de lucros e dividendos não se associa somente a variáveis ligadas à atividade econômica (e potencialmente atrativas de IED) e a variáveis de caráter monetário determinantes de fluxos de portfólio, é reforçado não apenas pela verificação da associação negativa e significativa entre os desembolsos (ingressos) de recursos provenientes de empréstimos de matriz no exterior para filial no Brasil, como evidente no modelo analisado. O estoque de IED mostra-se a variável mais significativa e de maior poder explicativo (aproximadamente 25%). O ingresso de IED apresenta, de modo geral, uma relação positiva, principalmente quando considerado em termos de acumulado ao longo de 12 meses ou proporcional em relação à evolução do PIB. O retorno de IED mostrou-se significativo sob a perspectiva de 12 meses, enquanto que não há relação no curto prazo, ou seja, mensal.

Com relação às operações intercompanhia, mostra-se significativa a associação individual entre as remessas de lucros e dividendos e os ingressos e saídas de recursos acumulados em 12 meses, denotando opções estratégicas das EMNs no que diz respeito ao relacionamento financeiro com as matrizes. Parece paradoxal que, no modelo de ajuste por países de origem, as amortizações mensais de empréstimos intercompanhia tenham se mostrado altamente associadas a fluxos positivos de remessas, enquanto que os resultados individuais por setores indiquem que tal relação não é significativa. Pode-se intuir que, no curto prazo, tanto as remessas quanto as amortizações assumem características típicas de operações de portfólio e, neste sentido, mostram-se muito suscetíveis às variáveis monetárias (juros, câmbio, inflação e risco). Estudos futuros específicos sobre as operações intercompanhia poderão esclarecer melhor o aparente paradoxo.

As remessas de lucros e dividendos mostram associação positiva e significativa com as operações de amortização de empréstimos no exterior, embora os sinais sejam contraditórios com relação aos volumes mensais e acumulados em 12 meses. Os dados, na forma de séries e painéis, não permitem, contudo, identificar se as operações de captação e amortização de dívidas com o exterior, na forma de empréstimos ou colocação de títulos, foram realizadas tanto por empresas de propriedade de brasileiros quanto por filiais de EMNs.

A existência de uma postura estratégica em termos da utilização de diversos mecanismos de repasse de recursos financeiros entre a filial no Brasil e a matriz no exterior pode tornar-se evidente não somente pela análise das remessas e das operações comerciais e financeiras intercompanhia mas, também, pela significativa e positiva relação observada entre as remessas e os pagamentos feitos a título de contratação de serviços técnicos especializados. O mesmo se pode dizer com relação aos pagamentos de royalties e licenças, considerados significativos na análise por país de origem. Em termos de setores, embora não tenham sido significativos ao nível de 10%, estão longe de poderem ser considerados completamente relevantes. Todavia, para valores acumulados em 12 meses, mais apropriados às considerações sobre as estratégias das EMNs, a análise individualizada corrobora a significância da relação entre as remessas de lucros e os fluxos relativos a serviços e royalties.

A decisão de quando efetuar as remessas pode, evidentemente, estar fortemente associada à avaliação do cenário financeiro doméstico e externo, em termos dos diferenciais de taxas de juros e inflação e das taxas de câmbio, nominais ou reais. Todavia, o ciclo de negócios nos países de origem mostrou-se relevante tanto na análise sob este aspecto quanto na análise por setores de atividade econômica. Assim, mostram-se significativos os picos de remessas principalmente nos meses de dezembro, com destaque adicional para os meses de abril e setembro, respectivamente fechamentos de exercícios do 1º. e 3º. trimestre. Nestes fechamentos, a regularidade é marcante, por exemplo, nos setores de intermediação financeira, serviços prestados às empresas e correio e telecomunicações.

### **4.3 – Metodologia e resultados a partir de micro-dados por empresa**

#### **4.3.1 – Modelo especificado**

O modelo especificado pretende avaliar as remessas de lucros e dividendos das empresas brasileiras que constam dos Censos de Capital Estrangeiro no Brasil, realizados

em 1996 e 2001, com base nas informações prestadas acerca nos balanços patrimoniais e nas demonstrações de resultados para os exercícios encerrados em 31 de dezembro de 1995 e 2000, respectivamente, à exceção das informações relativas ao lucro líquido, não analisado por questões de sigilo dos dados. O modelo especificado assume uma equação sob a seguinte forma:

$$LD_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it},$$

Onde:

$LD_{it}$  = remessas de lucros e dividendos, nos anos de 1995 e 2000, por setor de atividade econômica;

$i$  = setor de atividade econômica da EMN;

$t$  = ano a que se refere a informação (1995 ou 2000);

$\alpha_i$  = efeito fixo do setor de atividade, representando características não observáveis relativas a setor e que não variam no tempo;

$\beta$  = parâmetros a serem estimados;

$x_{it}$  = matriz com as variáveis explicativas, com os dados distribuídos por setor, identificado através de variável “cross-section”, para cada empresa declarante de haver remetido lucros e dividendos ao exterior;

$\varepsilon_{it}$  = distúrbio estocástico

Na equação, o termo “ $\beta x_{it}$ ” desdobra-se em dois tipos de variáveis explicativas: o logaritmo das contas do ativo e do passivo do balanço patrimonial e da demonstração de resultados de cada empresa declarante; e os índices econômico-financeiros calculados sobre os demonstrativos das empresas. O primeiro exprime uma relação direta com o tamanho da empresa e as principais contas, procurando destacar o tamanho dos ativos e passivos e, também, das receitas brutas e do movimento comercial com o exterior. O segundo refere-se a proporções entre as diversas contas analisadas, que são combinadas na forma de análise vertical, com destaque para índices relativos a liquidez e endividamento. Por não se haver utilizado os resultados referentes ao lucro operacional e ao lucro líquido, não são feitas avaliações relativas à rentabilidade.

#### **4.3.2 – Modelo ajustado**

Os dados utilizados foram extraídos a partir das informações prestadas pela empresas respondentes aos Censos de Capital Estrangeiro no Brasil realizados pelo Banco Central do Brasil em 1996 e 2001. Para o ano de 1995, foram analisados dados relativos a

56 setores de atividade, extraídos do balanço patrimonial de 6.302 empresas, das quais 473 efetuaram remessas a título de lucros e dividendos. Para 2000, foram 11.345 empresas, das quais 624 realizaram remessas. No total, o painel desbalanceado, devido ao maior número de declarantes em 2000, considerou 17.647 empresas, sendo que 1.097 remeteram lucros e dividendos.

O modelo ajustado, conforme a tabela 4.3.2.1, mostra a validade da análise de dados em painel, dada a sua superioridade em relação ao modelo clássico, conforme o teste de F. Segundo o teste de Hausman, o modelo fixo também supera o de efeito aleatório, o que não surpreende, já que se tem somente dois períodos de tempo (1995 e 2000). As variáveis indicadas apresentam um poder explicativo de 62%, que pode crescer se forem considerados o lucro líquido e a rentabilidade do patrimônio líquido e/ou do ativo total. Destaque-se que tanto o lucro operacional, o lucro líquido e a rentabilidade não se constituíram em variáveis explicativas devido ao fato de que os respectivos dados não estavam disponíveis, por razões de sigilo financeiro.

**Tabela 4.3.2.1 – Equação para remessas de lucros e dividendos (LD), em relação a contas do balanço patrimonial e índices econômico financeiros (1995 e 2000)**

Variáveis	(1)		(2)	(3)	(4)
	Coefficientes	VIF	coeficientes	coeficientes	Coefficientes
Lnap	0.77*	1.71	0.77*	<b>0.83*</b>	0.81*
Imobat	-0.92*	1.74	-0.92	<b>-1.02*</b>	-1.00*
Capit	0.04	1.08	0.04	<b>0.06***</b>	0.05
Alav	-0.14*	1.37	-0.14*	<b>-0.08**</b>	-0.10*
Parttercs	1.19*	1.07	-1.19*	<b>1.19*</b>	1.18*
Giroat	0.04	1.16	0.04*	<b>0.05***</b>	0.06**
Constante	-0.72*		-0.72*	<b>-1.27*</b>	-1.13*
no. de observ.	884		884	<b>884</b>	884
R2 (ajustado)	0.62		-	-	-
R2 (geral)	-		-	<b>0.62</b>	0.62
White	80.95		-	-	-
Prob. > $\chi^2$	0.00		-	-	-
F (conjunto)	-		-	<b>236.47</b>	-
Prob. > F	-		-	<b>0.00</b>	-
Breusch-Pagan	-		-	-	136.66
Prob. > $\chi^2$	-		-	-	0.00
Hausman	-		-	<b>14.91</b>	-
Prob. > $\chi^2$	-		-	<b>0.02</b>	-

Fonte: elaboração do autor

(1) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

(2) Modelo clássico de regressão – estimado pelo método MQG - Mínimos Quadrados Generalizados

(3) Modelo de efeito fixo – estimado pelo método MQVD – Mínimos Quadrados Ordinários com *dummies*

(4) Modelo de efeito variável – estimado pelo método MQG – Mínimos Quadrados Generalizados

\* significativa a 1%

\*\* significativa a 5%

\*\*\* significativa a 10%

A associação das remessas de lucros e dividendos com o tamanho do ativo permanente (representado pelo seu logaritmo, *lnap*) é positiva e pode-se interpretar este resultado em termos da importância do ativo permanente enquanto “proxy” para o tamanho da empresa, o que repercute no tamanho do resultado geral e, conseqüentemente, na remessa de lucros e dividendos ao exterior. O coeficiente indica que, para cada 1% de crescimento no ativo permanente, as remessas de lucros e dividendos aumentam 0,77%.

O modelo sugere, além disso, a importância da geração presente de fluxos, através de ativos em uso, o que fica evidente quando se observa o coeficiente da variável *Imobat*, que representa o grau de imobilização do ativo total, na forma da relação entre o ativo permanente e o ativo total. Conforme a variável *lnap*, entende-se que as remessas crescem com aumento do tamanho da empresa, expresso pelo tamanho do ativo permanente e desde que o ativo total também esteja em crescimento. Por outro lado, o aumento do grau de imobilização do ativo total contribui para a queda das remessas de lucros e dividendos, à medida que diminui a participação relativa do ativo circulante e do ativo realizável em longo prazo, que simbolizam os ativos em uso, fundamentais na geração presente de fluxos. Assim, um aumento contínuo da imobilização da empresa pode até estar associado a ativos de crescimento futuro, que contribuirão para o valor total esperado da empresa mas há que se considerar que resulta em diminuição da parcela relativa do ativo circulante e do realizável em longo prazo, afetando a geração de caixa e, indiretamente, as remessas de lucros e dividendos, que, segundo a equação, decrescem 0,92% para cada 1% adicional no grau de imobilização do ativo total.

A intensidade na utilização do ativo total, expressa pela relação entre a receita operacional e o ativo total (variável *Giroat*) mostrou associação positiva com as remessas de lucros e dividendos, as quais crescem 0,04% para cada 1% de incremento na eficiência das empresas na utilização dos ativos. Na seção anterior, que trata das remessas de lucros e dividendos por setores, constatou-se o predomínio do setor terciário nos montantes de remessas e isso corrobora, também, a idéia de que um aumento no giro do ativo total está associado ao aumento das remessas, o que é facilmente observável no setor terciário (comércio, serviços financeiros e outros serviços), enquanto que, tradicionalmente, os setores secundário (indústria) e primário (agropecuária e mineração) apresentam índices comparativamente inferiores de giro do ativo.

Um maior grau de capitalização (variável *capit*) implica maior proporção de capital próprio em relação a capital de terceiros e, embora não se possa afirmar que o aumento da capitalização se faz unicamente com ingresso de recursos do sócio estrangeiro via IED, já

que nem todas as empresas analisadas são de propriedade 100% de investidores estrangeiros, o sinal obtido é coerente com a idéia de que um aumento do índice de capitalização implica maiores obrigações da empresa para com seus sócios e, assim, haja um correspondente aumento do pagamento de lucros e dividendos aos sócios. A relação, todavia, mostra-se tímida, com as remessas aumentando 0,04% para cada 1% adicional no grau de capitalização.

A análise do grau de capitalização não é suficiente, sozinha, para se explicar as remessas, pois não aborda como é que o capital social integralizado está distribuído entre sócios residentes e não-residentes. Pelo próprio conceito de IED, este é caracterizado quando um não-residente adquire 10% ou mais do capital votante de uma empresa no Brasil. Assim, nem sempre as remessas são efetuadas para uma matriz no exterior, detentora de 100% da empresa brasileira e, nem sempre, o sócio estrangeiro é majoritário. Logo, é extremamente relevante verificar que é significativo, no modelo, o grau de participação de não-residentes no total do capital social integralizado, expresso pela variável *Parttercs*. A um aumento de 1% na participação do sócio não-residente, o modelo indica um acréscimo de 1,19% no montante remetido a título de lucros e dividendos.

De forma coerente com as observações acerca do grau de capitalização, o grau de alavancagem, expresso pela variável *Alav*, mostra-se significativo e com sinal negativo, ou seja, uma maior proporção de recursos de terceiros na estrutura de financiamento da empresa está associada a menores remessas de lucros e dividendos, já que aumentam as obrigações para com terceiros e diminui a disponibilidade de recursos para distribuir entre os sócios, incluída aí a matriz no exterior. Neste caso, um aumento de 1% no grau de alavancagem está associado a uma queda de 0,14% nas remessas.

O modelo apresentado mostra-se, portanto, robusto e com considerável poder de explicação, sendo coerente com os conceitos discutidos no capítulo 2, acerca da composição da estrutura de financiamento das empresas. A seguir, são apresentados comentários adicionais sobre as demais variáveis analisadas.

Dado o grande volume de informações que pode ser obtido a partir das declarações das empresas nos Censos de Capital Estrangeiro de 1996 e 2001, optou-se por trabalhar com poucas, mas representativas contas do ativo e do passivo das empresas, destacando-se aquelas mais relacionadas com a participação de capital estrangeiro, além do cálculo de índices econômico-financeiros tradicionais. Originalmente, os questionários dos Censos solicitam informações sobre 30 contas e sub-contas do Ativo e 20 contas e sub-contas do Passivo. Na Demonstração de Resultados, são 33 rubricas, além de 9 informações



contábeis adicionais, acerca de dividendos e royalties pagos a residentes e não residentes, controladas e coligadas, avaliados pelo método de equivalência patrimonial ou pelo método de custo corrigido. Os Censos ainda incluem informações sobre importações e exportações realizadas de e para controladas e coligadas e outras empresas.

No **Ativo**, destacaram-se somente as contas relativas ao ativo total e ao ativo permanente. A associação com as remessas de lucros e dividendos mostrou-se significativa e com considerável grau de explicação para ambas as contas. Individualmente, o tamanho do ativo total responde pela explicação de cerca de um terço das remessas de lucros e dividendos, enquanto que o ativo permanente responde por um quarto da explicação total.

Pelo lado do **Passivo**, destacam-se as associações positivas e significativas entre o montante das remessas de lucros e dividendos e os valores do patrimônio líquido e do capital social integralizado, principalmente a parcela integralizada por investidores não-residentes.

Uma associação positiva e significativa também ocorre entre a **Receita operacional bruta** e as remessas de lucros e dividendos. Para as empresas que realizam exportações e/ou importações, principalmente de e/ou para controladas e coligadas no exterior, evidencia-se um aumento das remessas associado ao crescimento do intercâmbio comercial.

#### **4.4 – Conclusão**

Os resultados dos modelos apresentados para a análise das remessas mensais ou acumuladas em 12 meses, por setores de atividade econômica, embora inferiores, em termos de grau de determinação, àqueles apresentados pelos modelos para países de origem do IED, não implicam descarte da análise por setores. Há muito que se evoluir na identificação de variáveis relevantes, principalmente aquelas associadas especificamente a cada setor, permitindo construir e utilizar painéis de dados específicos por setor, e não somente aqueles relativos a operações financeiras estratégicas com as matrizes.

Deve-se investigar, por exemplo, as diferenças de produtividade para a mesma empresa, no Brasil e na matriz (ou filiais em outros países) e, também, os diferentes níveis de crescimento do produto agregado por cada setor, no país. Vale observar, também, o ritmo de crescimento do setor no país da matriz e aqui no Brasil, no caso de IED horizontal, à medida que pode estar ocorrendo transferência de produção e busca de mercado com maior potencial. Tal análise torna-se mais complexa no caso de IED vertical,

quando tende a ser mais importante o comportamento do preço de insumos, geralmente “commodities”, no mercado internacional.

O alto grau de determinação e o nível de significância do modelo ajustado para as variáveis contábeis e financeiras, junto com os indicadores calculados, reforça a importância de se trabalhar com variáveis microeconômicas baseadas em micro-dados individualizados por empresas. Enquanto os Estados Unidos já têm uma tradição de pesquisas sobre os dados de suas empresas no exterior e de firmas estrangeiras operando no país, respeitados os aspectos ligados ao sigilo financeiro, o Brasil avança na coleta, tratamento e disponibilização de tais dados, superando, neste sentido, a maioria dos países emergentes e mesmo alguns países desenvolvidos.

A possibilidade de se obter, com frequência adequada, um grande número de observações individuais, agrupáveis por setores de atividade econômica, abre importante linha de pesquisa e sugere que ainda há muito a descobrir em termos da análise dos aspectos microeconômicos dos determinantes das remessas de lucros e dividendos e, principalmente, na sua ligação com a interpretação macroeconômica de tais remessas.

## **Conclusão**

O presente estudo comprova a natureza distinta dos determinantes das remessas de lucros e dividendos em relação aos determinantes do ingresso de investimento estrangeiro direto. Não há, obviamente, uma total incompatibilidade entre os mesmos, à medida que se considera que, dentre os fatores de atratividade do IED está, certamente, a possibilidade de contar com um fluxo de repatriamento de parte dos resultados obtidos no exterior, e, assim, é razoável supor que alguns determinantes do ingresso tenham impacto direto e significativo sobre as remessas, como é o caso da abertura comercial, por exemplo.

Ao propor e comprovar a viabilidade e significância de um modelo explicativo que combina as contribuições teóricas da teoria sobre o IED e da teoria sobre a administração financeira multinacional, sob a perspectiva de indicadores macro e microeconômicos, espera-se estar contribuindo para estudos futuros sobre a natureza dos fluxos financeiros intercompanhias. Argumentou-se e mostrou-se que a abordagem adequada para analisar o repatriamento de resultados no exterior deve considerar aspectos de médio e longo, evidentes sob a ótica da organização e distribuição internacional da produção, e questões afetas ao curto prazo, relacionadas à influência de variáveis monetárias tais como juros, câmbio e inflação sobre o tempo ideal para os fluxos financeiros. Além disso, fica clara a importância das alternativas estratégicas à disposição das empresas multinacionais, no sentido de que podem valer-se de operações complementares para efetuar transferências de recursos entre matriz e subsidiárias, otimizando seus resultados no longo prazo.

A utilização da técnica de análise de dados em painel provou sua validade, ao possibilitar tratar separadamente a influência dos países de origem do IED e dos setores para onde este se destina, permitindo ganho na capacidade de explicação diante de uma análise que não considere tais especificidades e até trate as remessas indistintamente, na forma de uma análise de séries temporais que considere somente os agregados mensais ou acumulados em 12 meses, sem distinguir por países ou setores.

Uma outra importante contribuição deste estudo está no acesso a dados até então não disponibilizados pelo Banco Central do Brasil, o que pode abrir caminho para que a instituição, respeitando o sigilo das operações, estabeleça uma relação de confiança com órgãos e pesquisadores voltados para a análise das operações das empresas multinacionais e sua relação com as contas externas do país, a exemplo do que já ocorre, por exemplo, nos Estados Unidos, onde tais parcerias, sob a coordenação do Bureau de Análise Econômica do Departamento de Comércio, vêm se tornando cada vez mais comuns e com resultados cada vez mais significativos para as organizações envolvidas e para a sociedade.

Espera-se que, com a colaboração do Banco Central do Brasil, a base de dados que foi construída para este estudo possa, deva e seja expandida, sob a perspectiva de horizonte temporal maior, para subsidiar novos e relevantes estudos sobre as remessas de lucros e dividendos e os demais fluxos financeiros intercompanhia. Uma importante expansão dos dados deve considerar, sobretudo, a ênfase na determinação dos valores reinvestidos pelas EMNs, o que requererá importantes considerações de natureza metodológica e de coleta de dados.

Tal como foi estruturada, a base de dados possibilita diferentes agregações, que possibilitam a concepção e o teste de novos modelos relativos à remessa de lucros e dividendos. Pode-se trabalhar com agregações trimestrais, modificar os países e setores da amostra, agregando-os de formas diferenciadas. Dentre as diversas linhas de estudo futuro, pode-se citar o estudo dos determinantes das remessas para investidores em paraísos fiscais, não considerados no presente estudo devido às suas características próprias, que se revelaram, em avaliações iniciais, complicadoras na análise conjunta com países desenvolvidos. Pode-se, também no caso dos setores de atividade econômica, diferenciar as remessas para EMNs nos setores de características comercializáveis (“tradables”) e não-comercializáveis (“non-tradables”), como sugere a observada concentração das remessas nestes últimos, com destaque para o setor financeiro e de prestação de serviços.

A análise por setores, que apresentou resultados inferiores àquela por países de origem do IED, pode ser significativamente melhorada caso haja a separação entre controle majoritário e minoritário, o que é possível com os dados dos Censos de Capital Estrangeiro. O incremento pode ser ainda maior caso se incorpore informações relativas à produtividade e rentabilidade dos setores, de forma comparativa entre o Brasil e o resto do mundo. Ainda com relação aos Censos de Capital Estrangeiro, deve-se considerar que, não obstante a significativa amostra em termos do número de empresas, somente dois anos-base (1995 e 2000) foram adotados, o que cria a expectativa com a possibilidade de incorporar à base de dados informações acerca não somente da lucratividade mas, principalmente, dos números relativos ao ano-base de 2005, já encerrado e em processo de coleta de dados pelo Banco Central do Brasil, junto às empresas declarantes. A relevância de tais informações é fundamental para a análise da estratégia financeira do investidor estrangeiro direto no país, permitindo acompanhar, sob o ponto de vista dinâmico, a gestão das empresas e a evolução histórica e qualitativa dos passivos na posição internacional de investimentos brasileira. Adicionalmente pode-se, também, inferir importantes conclusões

a partir do ciclo de vida das EMNs no país, resgatando a proposição inicial de Vernon a esse respeito.

Sobre a questão dinâmica deve ser comentado que a utilização de técnicas de análise dinâmica de dados em painel, conforme desenvolvidas por Arellano e Bond, podem trazer ganhos significativos na análise das remessas de lucros e dividendos. Simulações efetuadas com variáveis defasadas mostraram a relevância da persistência, no tempo, da estabilidade da política de remessa de lucros e dividendos, tendo sido observada a capacidade explicativa das remessas defasadas em um período de tempo. O mesmo ocorreu nas simulações com as variáveis monetárias, como juros, câmbio e inflação, cuja defasagem em um mês as coloca em um grau superior de determinação e significância. O enfoque via dados dinâmicos em painel constitui a seqüência natural do presente trabalho, combinando poderosas ferramentas de análise “cross-section” com modelos ARIMA e outros mais sofisticados.

Uma variável que não foi considerada na análise por países de origem do IED é a questão da tributação. Com base em indicações da literatura apresentada nos capítulos 1 e 2, acredita-se que a possibilidade de contornar ou incorrer em encargos fiscais, no Brasil e/ou no país da matriz, afeta decisivamente a estratégia das EMNs com relação às remessas, evidenciando a importância da tributação como variável a ser analisada, país a país, inclusive em termos de sua evolução no tempo, com diferentes alíquotas.

Ainda no contexto da base de dados atual e utilizando a técnica tradicional de análise de dados em painel, pode-se supor que a atribuição de pesos às diferentes variáveis explicativas, a partir de cálculos e ponderações efetuados sobre os volumes de remessas de lucros e dividendos ou de estoque de IED, por países ou setores, aumente o grau de coerência das variáveis, podendo vir a alterar os níveis de significância e os graus de determinação nos mesmos modelos utilizados.

Pode ter causado surpresa o fato de não se haver encontrado relação significativa, nos modelos propostos e avaliados, entre a taxa de câmbio do real brasileiro e as remessas de lucros e dividendos. Uma intuição preliminar, suportada pela teoria econômica, indica que tal relação deva ser forte e ter sinal contrário, ou seja, uma valorização do câmbio doméstico inibe as remessas e vice-versa. Todavia, como já comentado no capítulo 3, o período em questão caracterizou-se por um processo de ajuste da economia brasileira ao regime de câmbio flexível, tendo havido considerável desvalorização do real até as vésperas da eleição presidencial de 2002 e forte valorização a partir de então. O simples fato de o câmbio ser volátil e variar significativamente ao longo do mês, torna mais

complexo estabelecer uma relação com as remessas, caso se considere o câmbio médio ou o de fechamento. Acredita-se que a extensão da base de dados, incorporando informações para todo o ano de 2005, colocará a variável “taxa de câmbio”, seja nominal ou real, no seu devido lugar em termos de significância na relação com as remessas de lucros e dividendos, a ser verificado. Uma outra possibilidade consiste em trabalhar com dois períodos distintos de dados: de janeiro de 1999 a outubro de 2002, considerado como uma primeira fase da experiência com câmbio flutuante, e de novembro de 2002 em diante, quando a dinâmica de valorização passa a imperar.

Há que se considerar que os resultados observados neste estudo sugerem a importância de uma comparação com estudos em outros países. Até onde se estendeu a pesquisa bibliográfica, não foi possível encontrar estudos análogos em outros países, à exceção dos Estados Unidos, onde a pesquisa sobre o tema está mais avançada. Pretende-se, então, formular consultas não somente ao Bureau de Análise Econômica norte-americano, mas a centros de pesquisa sobre investimento estrangeiro direto e empresas multinacionais, tais como o Centre for International Business History, na Universidade de Reading, Inglaterra, capitaneado por John Dunning, e o Center for Economic Policy Research, também na Europa. O Centro das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD – “United Nations Centre for Trade and Development”) e diversos bancos centrais também têm se dedicado ao tema e se constituem em referências para intercâmbio de pesquisas sobre o tema.

Por fim, a evolução da análise dos determinantes das remessas de lucros e dividendos deve caminhar no sentido de se identificar um modelo consistente de previsão para o Brasil, dada a relevância das remessas para o equilíbrio das contas externas do país, para o que este estudo propõe-se a dar contribuição inicial.

## Bibliografia

ADDISON, Tony, HESHMATI, Almas. *The new global determinants of FDI flows to developing countries*. Helsinki: World Institute for Development Economics Research – United Nations University, 2003. (WIDER Discussion Paper; n.2003/45)

ALIBER, Robert Z. A theory of direct foreign investment. In: KINDLEBERGER, Charles P. (Ed.) *The international corporation: a symposium*. Cambridge: MIT, 1970. p.17-34.

\_\_\_\_\_. Money, multinationals, and sovereigns. In: KINDLEBERGER, Charles P., AUDRESCH, David B. (Eds.) *The multinational corporation in the 1980s*. Cambridge, Mass.: MIT, 1983. p.245-259.

ALTSHULER, Rosanne, GRUBERT, Harry. *Balance sheets, multinational financial policy, and the cost of capital at home and abroad*. Cambridge, Mass.: NBER, 1996. (Working paper; n.5810)

\_\_\_\_\_. *Repatriation taxes, repatriation strategies and multinational financial policy*. Cambridge, Mass.: NBER, 2001. (Working paper; n.8144)

ARELLANO, Manuel. *Modelling optimal instrumental variables for dynamic panel data models*. Madrid: CEMFI, 2003. (CEMFI Working paper; n.0310) Disponível em: <<ftp://ftp.cemfi.es/wp/03/0310.pdf>>.

\_\_\_\_\_. BOND, Stephen. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and application to employment equations. *Review of Economic Studies*, v.58 n.2, p.277-297, Apr. 1991.

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003. 609p.

BAKER, James Calvin. Capital budgeting in West European companies. *Managerial Finance*, v.19, n.1, p.3-10, 1981.

\_\_\_\_\_. *International finance: management, markets and institutions*. Upper Saddle River: Prentice-Hall, 1998. 538p.

BALTAGI, Badi H. *Econometric analysis of panel data*. New York: John Wiley, 1995.

BARTOV, Eli, BODNAR, Gordon M. Firm valuation, earnings expectation, and the exchange-rate exposure effect. *The Journal of Finance*, v.49, n.5, p.1755-1785, Dec. 1994.

BATRA, Raavendra N. A general equilibrium model of multinational corporations in developing economies. *Oxford Economic Papers*, v.38, n.2, p.342-353, July 1986.

BLACK, Fischer. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, v.2, n.2, p.5-8, 1976.

BLOMSTROM, Magnus, KOKKO, Ari. *The impact of foreign investment on host countries: a review of the empirical evidence*. Washington, D.C.: World Bank, 1996. (World Bank Policy Research Working paper; n.1745)

BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 4ed. New York: McGraw-Hill, 1991.

\_\_\_\_\_. *Finanças corporativas: financiamento e gestão de risco*. São Paulo: Bookman, 2005.

BUCKLEY, Peter J. The limits of explanation: testing the internalization theory of the multinational enterprise. *Journal of International Business Studies*, v.19, n.2, p.181-193, 1988.

\_\_\_\_\_, CASSON, Mark. *The future of the multinational enterprise*. New York: Holmes and Meiers, 1976.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. The optimal timing of a foreign direct investment. *Economic Journal*, v.91, n.361, p.75-87, Mar. 1981.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_. *The economic theory of the multinational enterprise*. New York: St. Martin's, 1985.

\_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ (Eds.) *Multinational enterprises in the world economy: essays in the honor of John H. Dunning*. Aldershot and Brookfield, VT: Edward Elgar, 1992.

BUGNION, J. R. Capital budgeting and international corporations. *Quarterly Journal of AIESEC International*, v.1, p.30-54, Nov. 1965.

BUSSE, Matthias, HEFEKER, Carsten. *Political risk, institutions and foreign direct investment*. Hamburg, Germany: Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv, Hamburg Institute of International Economics, 2005. (HWWA Discussion Paper; 315)

CALVET, Louis A. A synthesis of foreign direct investment theories and theories of the multinational firm. *Journal of International Business Studies*, v.12, n.1, p.43-59, 1981.

CAMPOS, Nauro F., KINOSHITA, Yuko. *Why does FDI go where it goes? new evidence from the transition economies*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2003. (IMF Working paper; n.03/228)

CANTWELL, J. A. A survey of theories of international production. In: PITELIS, Christos N., SUDGEN, Roger, (Eds.) *The nature of the transnational firm*. 2.ed. London: Routledge, 2000. p.10-56.

CAVES, Richard E. International corporations: the industrial economics of foreign investment. *Economica*, v.38, n.148, p.1-27, 1971.

\_\_\_\_\_. *Multinational enterprise and economic analysis*. 2.ed. Cambridge: Cambridge University, 1996. 322 p.

CMCG. *Foreign direct investment in emerging market countries: report of the working group of the capital markets consultative group*. 2003. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/cm/cg/2003/eng/091803.pdf>>.



- COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v.4, n.16, p.386-405, Nov. 1937.
- CUMMINS, Jason G., HUBBARD, R. Glenn. *The tax sensitivity of foreign direct investment: evidence from firm-level panel data*. Washington, DC: NBER, 1994. (Working paper; n. 4703)
- DEAN, Joel. *Capital budgeting*. New York: Columbia University, 1951.
- DE NEGRY, J. A., ACIOLY, L. *Novas evidências sobre os determinantes do investimento externo na indústria de transformação brasileira*. Brasília: IPEA, 2004. (Texto para discussão; n.1019)
- DESAI, Mihir, FOLEY, C. Fritz, HINES Jr., James R. *Repatriation taxes and dividend distortions*. Cambridge, MA: NBER, 2001. (Working paper; n.8507)
- \_\_\_\_\_. *Dividend policy inside the firm*. Cambridge, MA: NBER, 2002. (Working paper; n.8698)
- \_\_\_\_\_. *Capital controls, liberalizations, and foreign direct investment*. Cambridge, MA: NBER, 2004. (Working paper; n.10337)
- DOUKAS, John, TRAVLOS, Nickolaos. The effect of corporate multinationalism on shareholders' wealth: evidence from international acquisitions. *Journal of Finance*, v.43, n.5, p.1161-1175, Dec. 1988.
- DUNNING, John H. Trade, location of economic activity and the MNE: a search for an eclectic approach. In: OHLIN, B, HESSELBORN, P. O., WIJKMAN, P.M.K. (Eds.) *The international allocation of economic activity: proceedings of a Nobel Symposium held at Stockholm*. London: MacMillan, 1977. p.395-418.
- \_\_\_\_\_. The determinants of international production. *Oxford Economic Papers*, v.25, n.3, p.289-336, Nov. 1973.
- \_\_\_\_\_. Explaining changing patterns of international production: in defence of the eclectic theory. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, v.41, n.4, p.269-95, Nov. 1979
- \_\_\_\_\_. Toward an eclectic theory of international production: some empirical tests. *Journal of International Business Studies*, v.11, n.1, p.9-31, 1980.
- \_\_\_\_\_. *International production and the multinational enterprise*. London: George Allen and Unwin, 1981. 439p.
- \_\_\_\_\_. *Multinational enterprises, economic structure and international competitiveness*. Chichester: New York: John Wiley, 1985. 443p.
- \_\_\_\_\_. The eclectic paradigm of international production: a restatement and some possible extensions. *Journal of International Business Studies*, v.19, n.1, p.1-31, 1988a.

\_\_\_\_\_. *Explaining international production*. London; Boston: Unwin Hyman, 1988b. 378p.

\_\_\_\_\_. *Multinational enterprises and the global economy*. Workingham: Addison-Wesley, 1993a. 687p.

\_\_\_\_\_. *The globalization of business: the challenges of the 1990s*. London: Routledge, 1993b. 467p.

\_\_\_\_\_. *Alliance capitalism and global business*. London: Routledge, 1997. 383p.

\_\_\_\_\_. Location and the multinational enterprise: a neglected factor? *Journal of International Business Studies*, v.29, n.1, p.45-66, 1998.

\_\_\_\_\_. Globalization and the theory of the MNE activity. Berkshire: University of Reading, Department of Economics, 1999. (Discussion Papers in International Investment and Management; n.264)

\_\_\_\_\_. *Global capitalism at bay?* London: Routledge, 2001.

\_\_\_\_\_. *Theories and paradigms of international business activity: the selected essays of John Dunning*. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar, 2002a. 521p.

\_\_\_\_\_. *Global capitalism, FDI and competitiveness: the selected essays of John H. Dunning*. Cheltenham; Northampton, MA: Edward Elgar, 2002b. 480p.

DUNNING, J. H., CANTWELL, J. A. The changing role of multinational technology. (University of Reading Discussion Papers in International Investment and Business Studies, No. 101, December 1986)

\_\_\_\_\_, RUGMAN, Alan M. The influence of Hymer's dissertation on the theory of foreign direct investment. *The American Economic Review*, v.75, n.2, p.228-232, May 1985.

EITEMAN, David K., MOFFETT, Michael H., STONEHILL, Arthur I. *Administração financeira internacional*. 9ªed. Porto Alegre: Bookman, 2002. 524p.

ENG, Maximo V., LEES, Francis A., MAUER, Laurence J. *Global finance*. New York, NY: HarperCollins, 1995. 640p.

ERRUNZA, Vihang R., SENBET, Lemma W. The effects of international operations on the market value of the firm: theory and evidence. *The Journal of Finance*, v.36, n.2, p. 401-41, May, 1981. )Papers and Proceedings of the Thirty Ninth Annual Meeting American Finance Association, Denver, September 5-7, 1980)

FELDSTEIN, Martin, GREEN, Jerry. *Why do companies pay dividends?* Cambridge, MA: NBER, 1979. (Working paper; no.413)

FOWLER, D. J. Transfer prices and profit maximization in multinational enterprise operations. *Journal of International Business Studies*, v.9, n.3, p.9-26. 1978.

FROOT, Kenneth A., SCHARFSTEIN, David S., STEIN, Jeremy C. Risk management: coordinating corporate investment and financing policies. *The Journal of Finance*, v.48, n.5, p.1629-1658, Dec. 1993.

GASTANAGA, Victor M., NUGENT, Jeffrey B., PASHAMOVA, Bistra. Host country reforms and FDI inflows: how much difference do they make? *World Development*, v.26, n.7, p.1299-1314, 1998

GOLDSTEIN, Itay, RAZIN, Assaf. *An information-based trade off between foreign direct investment and foreign portfolio investment: volatility, transparency and welfare*. Cambridge, MA: NBER, 2002. (Working paper, n.9426)

GRAY, H. Peter. *Global economic involvement: a synthesis of modern international economics*. Copenhagen: Copenhagen Business School, 1999. 225p.

GREENE, W. H. *Econometric analysis*. 4. ed. New York: Prentice Hall, 2000. 1004p.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2000. 846p.

HASAN, Iftekhar, SHAO, Alan, SHAO, Lawrence P. Determinants of capital structure for US foreign subsidiaries. *Multinational Business Review*, v.3, n.2, p.67-77, 1995.

HENNINGS, Katherine. *Os fluxos de capitais externos para o Brasil e seus determinantes: uma análise do período 1970-95*. 1996. 355f. Tese (Doutorado em Economia) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

HINES Jr., James R. Dividends and profits: some unobvious foreign influences. *The Journal of Finance*, v.51, n.2, p.661-689, June 1996

HINES Jr., James R., HUBBARD, R. Glenn. *Coming home to America: dividend repatriations by U.S. multinationals*. Cambridge, MA: NBER, 1989. (Working paper; n.2931)

HODDER, James E., SENBET, Lemma W. (1990). International capital structure equilibrium. *The Journal of Finance*, v.45, n.5, p.1495-1516, Dec. 1990.

HSIAO, Cheng. *Analysis of panel data*. Cambridge, MA: Cambridge University, 1986. 246p.

HYMER, Stephen H. The efficiency (contradictions) of multinational corporations. *The American Economic Review*, v.60, n.2, p.441-448, May 1970. (Papers and Proceedings of the Eighty-second Annual Meeting of the American Economic Association)

HYMER, Stephen H. *The international operations of national firms: a study of foreign direct investment*. Cambridge, Mass.: MIT, 1976. 253p.

IFC – International Finance Corporation. *Foreign direct investment*. Washington, DC: IFC/Foreign Investment Advisory Service, 1997.

ITAGAKI, Takao. The theory of the multinational firm under exchange rate uncertainty. *The Canadian Journal of Economics*, v.14, n.2, p.276-297, May 1981.

ITAKI, Masahiko. A critical assessment of the eclectic theory of the multinational enterprise. *Journal of International Business Studies*, v.22, n.3, p.445-460, 1991.

JENSEN, M. C., MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, p.305-360, July 1976.

JOHANSEN, John, WEIDERSHEIM, F. The internationalization of the firm: four Swedish case studies. *Journal of Management Studies*, v.12, n.3, p.305-322, Oct. 1975.

JUDGE, George G. *Introduction to the theory and practice of econometrics*. 2.ed. New York: J. Wiley, 1988. 1024p.

JUDSON, R., OWEN, A. *Estimating dynamic panel data models: a practical guide for macroeconomists*. Washington, DC: Federal Reserve Board of Governors, 1996. 21p.

KARI, Seppo, YLA-LIEDENPOHJA, Jouko. *Cost of capital for cross-border investment: the role of marginal and intra-marginal profits*. Tampere, Finland: University of Tampere, Department of Economics and Accounting, 2004. (Working paper; 34)

KELLER, Wolfgang, YEAPLE, Stephen R. *Multinational enterprises, international trade, and productivity growth: firm-level evidence from the United States*. Washington: International Monetary Fund, 2003. (Working paper, no. 03/248)

KINDLEBERGER, Charles P. *American business abroad: six lectures on direct investment*. New Haven, CT: Yale University, 1969. 225p.

KNICKERBOCKER, Frederick T. *Oligopolistic reaction and multinational enterprise*. Boston, MA: Harvard University, 1973. 236p.

KOBRIN, Stephen J. The determinants of liberalization FDI policy in developing countries: a cross-sectional analysis, 1992-2001. *Transnational Corporations*, v.14, n.1. p.67-104, Apr. 2005

KOJIMA, Kiyoshi, OZAWA, Terumoto. Micro- and macro-economic models of foreign direct investment: toward a synthesis. *Hitotsubashi Journal of Economics* 25, p.1-20, June 1984

KOPITS, George F. Dividend remittance behavior within the international firm: a cross-country analysis. *The Review of Economics and Statistics*, v.54, n.3, p.339-342, Aug. 1972a.

\_\_\_\_\_. *Dividend remittance behavior within the international firm: a theoretical and empirical analysis*. *The Journal of Finance*, v.27, n.4, p.949-950, Sept. 1972b.

\_\_\_\_\_. Intra-firm royalties crossing frontiers and transfer-pricing behaviour. *The Economic Journal*, v.86, n.344, p.791-805, Dec. 1976.

LANDEFELD, J. Steven, KOZLOW, Ralph. *Globalization and multinational companies: what are the questions and how well are we doing in answering them?* (Presented at the Conference of European Statisticians, Globalization Seminar, Geneva, Switzerland, June 10-12, 2003)

LANE, Philip R., MILESI-FERRETTI, Gian-Maria. *External capital structure: theory and evidence*. London: Centre for Economic and Policy Research, 2000. (Discussion paper, n.2583)

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W. *Agency problems and dividend policies around the world*. Washington, DC: NBER, 1998. (Working paper, n.6594)

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, n.2, p.195-217, 1988.

LEHMANN, Alexander. *Foreign direct investment in emerging markets: income, repatriations and financial vulnerabilities*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2002. (Working paper, n.02/47)

\_\_\_\_\_. . MODY, Ashoka. *International dividend repatriations*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2004. (Working paper, n.04/5)

LEITE, Hélio de Paula. *Contabilidade para administradores*. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1989. 2v.

LEVY-YEYATI, Eduardo, PANIZZA, Ugo, STEIN, Ernesto. *The cyclical nature of north-south FDI flows*. Washington: Interamerican Development Bank, Research Department, 2003. (Working paper, n.479)

LIM, Ewe-Ghee. *Determinants of, and the relation between, foreign direct investment and growth: a summary of the recent literature*. Washington, DC: International Monetary Fund, 2001. (Working paper, n.01/175)

LIMA Jr., Antônio José Medina. *Determinantes do investimento estrangeiro no Brasil*. 2005. 81f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional, Universidade Federal de Minas Gerais, 2005.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, v.46, n.2, p.97-113, 1956.

LIPSEY, Robert E. *The role of foreign direct investment in international capital flows*. Cambridge, MA: NBER, 1999. (Working paper, n.7094)

\_\_\_\_\_. . *Interpreting developed countries' foreign direct investment*. Cambridge, MA: NBER, 2000. (Working paper, n.7810)

\_\_\_\_\_. . *Foreign direct investment and the operations of multinational firms: concepts, history, and data*. Cambridge, MA: NBER, 2001. (Working paper, n.8665)

\_\_\_\_\_. *Home and host country effects of FDI*. Cambridge, MA : NBER, 2002. (Working paper, n.9293)

LOREE, D.W., GUISENGER, S. E. Policy and non-policy determinants of U.S. equity foreign direct investment. *Journal of International Business*, v.26, n.2, p.281-299, 1995.

LUTZ, Friedrich, LUTZ, Vera. *The theory of investment of the firm*. Princeton, NJ: Princeton University, 1951. 253p.

MARKUSEN, James R., MASKUS, Keith E. *Discriminating among alternative theories of the multinational enterprise*. Cambridge, MA.: NBER, 1999. 19p. (Working paper, n.7164)

MARQUES, Luis David. *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura*. Portugal: CEMPRE–Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão. Faculdade de Economia do Porto, 2000. 82p.

MARKOWITZ, Harry. *Portfolio selection*. New York: Blackwell, 1959. 351p.

MATHUR, Ike, HANAGAN, Kyran. Are multinational corporations superior investment vehicles for achieving international diversification? *Journal of International Business Studies*, v.14, n.3, p.135-146, 1983.

MCCAULEY, Robert N., ZIMMER, Steven A. Explaining international differences in the cost of capital. *FRBNY Quarterly Review*, v.14, n.2, p.7-28, 1989.

MENEZES FILHO, Naércio Aquino de. Microeconometria. In: LISBOA, Marcos de Barros, MENEZES FILHO, Naércio Aquino (Orgs.) *Microeconomia e sociedade no Brasil*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2001. p.431-465.

MICHEL, Allen, SHAKED, Israel. Multinational corporations vs. domestic corporations: financial performance and characteristics. *Journal of International Business Studies*, v.17, n.3, p.89-100, 1986.

MODIGLIANI, Frank, MILLER, Merton. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v.48, n.3, p.261-297, June 1958.

\_\_\_\_\_. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, v.53, n.3, p.433-443, June 1963.

MORAN, Theodore. *Foreign direct investment and development: the new policy agenda for developing countries and economies in transition*. Washington, DC: Institute for International Economics, 1998. 191p.

NATHANSON, Leonard, STONEHILL, Arthur. Capital budgeting in the multinational company. *California Management Review*, 11, p.39-54, 1968.

NAUMANN-ETIENNE, Ruediger. A framework for financial decisions in multinational corporations: summary of recent research. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.9, n.5, p.859-874, Nov. 1974.

NONNEMBERG, Marcelo Braga, MENDONÇA, Mario Jorge Cardoso. The determinants of foreign direct investment in developing countries. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 32, 2004, João Pessoa, PB. *Anais*. Belo Horizonte: ANPEC, 2004. 1 CD-ROM. Disponível em: <<http://www.anpec.org.br/encontro2004/artigos/A04A061.pdf>>

NUNNEMKAMP, Peter. *Determinants of FDI in developing countries: has globalization changed the rules of the game?* Kiel, Alemanha: Kiel Institute for World Economics, 2002. (Working paper, n.1122) Disponível em: <<http://www.uni-kiel.de/ifw/pub/kap/2002/kap1122.pdf>>.

OCDE – Organização para a Cooperação e para o Desenvolvimento Econômico. *Survey of OECD work on international Investment*. Paris: OCDE-OECD, Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, 1998. (Working papers on International Investment, n.1)

\_\_\_\_\_. BALASUBRAMANYAM, V. N. *Foreign direct investment in developing countries: determinants and impacts*. 2001. p.13. (paper prepared for OECD Global Forum on International Investment - New Horizons and Policy Challenges for Foreign Direct Investment in the 21. Century, Mexico City, Nov. 26–27, 2001)

PENROSE, Edith Tilton. Foreign investment and the growth of the firm. *The Economic Journal*, v.66, n.262, p.220-235, June 1956.

RAGAZZI, Giorgio. *Theories of the determinants of foreign direct investment*. 1973. p.471-498. (IMF Staff Papers, n.20)

RAZIN, Assaf. *FDI contribution to capital flows and investment in capacity*. Cambridge, MA: NBER, 2002. (Working paper, n.9204)

\_\_\_\_\_, SADKA, Efraim. *Gains from FDI inflows with incomplete information*. Cambridge, MA: NBER, 2002. (Working paper, n.9008)

ROLFE, Robert J., RICKS, David A., POINTER, Martha M., MACCARTHY, Mark. Determinants of FDI incentive preferences of MNEs. *Journal of International Business Studies*, v.24, n.2, p.335-355, 1993.

RUGMAN, Alan M. *International diversification and the multinational enterprise*. Farnborough: Lexington, 1979.

SCHNEIDER, F., FREY, B. S. Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, v.13, n.2, p.161-175, 1985.

SENBET, Lemma W. International capital market equilibrium and the multinational firm financing and investment policies. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v.14, n.3, p.455-480, Sept. 1979.

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

\_\_\_\_\_. Capital budgeting for the multinational corporation. *Financial Management*, 7, p.7-16, 1978b.

SHATZ, H., VENABLES, A. J. *The geography of international investment*. Washington, DC: Bank for International Reconstruction and Development, 2000. (World Bank Policy Research Working paper; n.2338)

STANLEY, Marjorie Thines. Capital structure and cost of capital for the multinational firm. *Journal of International Business Studies*, v.12, n.1, p.103-120, 1981.

THOMSEN, Stephen. *Investment patterns in a longer-term perspective*. Paris: OCDE-OECD Directorate for Financial, Fiscal and Enterprise Affairs, April 2000. (Working papers on International Investment; n.2)

VENABLES, Anthony, HAALAND, Jan, NAVARETTI, Giorgio Barba. *Multinational corporations and global production networks: the implications for trade policy*. 2002. London: CEPR-Centre for Economic Policy Research, 2002. (Prepared for the European Commission Directorate for General Trade by the Centre for Economic Policy Research, London, 8 March 2002)

VERNON, Raymond. *International investment and international trade in the product cycle*. *Quarterly Journal of Economics*, 30, p.190-207, May 1966.

\_\_\_\_\_. *Sovereignty at bay: the multinational spread of U.S. enterprises*. London: Longman, 1971. 326p.

\_\_\_\_\_. The location of economic activity. In: DUNNING, John H. *Economic analysis and the multinational enterprise*. London: Allen and Unwin, 1974.

\_\_\_\_\_. *In the hurricane's eye: the troubled prospects of multinational enterprises*. Cambridge, MA: Harvard University, 2001. 288p.

WELLS, Louis T., Jr. Multinationals and the developing countries. *Journal of International Business Studies*, v.29, n.1, p.101-114, 1998.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge, MA: The MIT, 2002. 752p.

YAFFEE, Robert. *A primer for panel data analysis*. 2003. Disponível em: <[http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee\\_primer.html](http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yaffee_primer.html)>.

YEAPLE, Stephen Ross. The complex integration strategies of multinationals and cross-country dependencies in the structure of foreign direct investment. *Journal of International Economics*, v.60, p.293-314, 2003.



**Anexo 1 - Remessas mensais de lucros e dividendos ao exterior, relativos a investimento estrangeiro direto, por países-sede da “holding” selecionados (2001-2004), em US\$ milhões**

País	Jan-01	Fev-01	Mar-01	Abr-01	Mai-01	Jun-01	Jul-01	Ago-01
Estados Unidos	181	69	93	58	36	135	77	15
Espanha	0	1	2	3	32	10	0	0
Países Baixos	78	32	52	138	24	9	20	73
França	3	2	58	12	59	18	0	3
Alemanha	0	8	24	43	12	5	6	10
Portugal	0	0	5	0	1	0	1	4
Itália	0	0	3	3	0	0	0	0
Japão	1	1	22	10	2	22	2	2
Suíça	0	39	13	29	15	9	14	6
Canadá	7	0	0	0	0	0	0	0
Reino Unido	0	1	5	0	4	10	0	0
Total	270	153	277	296	185	218	120	113

País	Set-01	Out-01	Nov-01	Dez-01	Jan-02	Fev-02	Mar-02	Abr-02
Estados Unidos	73	56	136	146	28	47	189	81
Espanha	0	0	26	48	15	1	15	73
Países Baixos	47	27	155	13	12	10	70	40
França	26	20	12	35	40	18	0	31
Alemanha	15	8	40	148	9	17	10	8
Portugal	0	0	1	0	0	8	1	0
Itália	0	0	3	0	0	0	11	1
Japão	5	0	1	2	0	7	95	15
Suíça	53	27	21	70	17	13	16	22
Canadá	0	0	9	5	6	0	0	0
Reino Unido	8	44	2	5	0	22	0	3
Total da amostra	227	183	406	472	127	144	407	274

País	Mai-02	Jun-02	Jul-02	Ago-02	Set-02	Out-02	Nov-02	Dez-02
Estados Unidos	250	286	240	208	31	45	44	167
Espanha	58	7	18	5	94	347	0	11
Países Baixos	69	19	10	71	43	20	299	56
França	33	82	23	6	7	52	12	43
Alemanha	44	22	64	3	17	12	2	18
Portugal	5	0	0	5	0	0	0	0
Itália	0	60	0	0	0	2	12	3
Japão	0	3	3	2	0	0	0	12
Suíça	19	2	0	3	1	0	24	39
Canadá	0	0	0	0	0	0	0	9
Reino Unido	0	0	0	10	0	0	14	33
Total da amostra	478	481	358	313	193	478	407	391

País	Jan-03	Fev-03	Mar-03	Abr-03	Mai-03	Jun-03	Jul-03	Ago-03
Estados Unidos	31	82	91	156	24	170	63	126
Espanha	2	1	6	99	19	0	158	1
Países Baixos	4	13	131	58	9	6	13	63
França	5	23	40	8	35	37	9	9
Alemanha	8	25	4	29	14	0	10	20
Portugal	0	2	0	0	0	0	0	7
Itália	0	6	2	3	1	7	0	27
Japão	3	14	84	2	0	2	0	4
Suíça	32	5	10	49	42	16	12	19
Canadá	5	0	0	0	0	0	0	13
Reino Unido	0	13	1	10	2	2	0	1
Total da amostra	90	184	369	414	146	240	265	290

País	Set-03	Out-03	Nov-03	Dez-03	Jan-04	Fev-04	Mar-04	Abr-04
Estados Unidos	136	79	242	271	16	62	190	166
Espanha	13	282	18	169	2	35	12	140
Países Baixos	8	11	78	47	67	7	106	61
França	5	8	26	52	4	0	36	37
Alemanha	2	4	19	88	7	17	17	20
Portugal	0	3	5	0	0	8	0	0
Itália	0	0	0	22	0	0	19	3
Japão	5	0	9	7	8	2	138	2
Suíça	15	18	22	36	27	11	29	14
Canadá	43	11	26	13	0	0	8	0
Reino Unido	2	1	0	2	1	0	7	13
Total da amostra	229	417	445	707	132	142	562	456

País	Mai-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	Set-04	Out-04	Nov-04	Dez-04
Estados Unidos	86	130	125	60	52	91	58	131
Espanha	25	3	105	5	29	115	325	247
Países Baixos	64	48	62	136	27	79	6	104
França	85	93	12	15	4	53	8	71
Alemanha	0	4	0	3	14	9	28	35
Portugal	0	0	0	9	0	0	0	0
Itália	0	3	0	0	22	23	7	23
Japão	14	15	1	4	24	25	0	8
Suíça	15	12	36	57	65	27	20	91
Canadá	3	6	0	6	17	0	0	80
Reino Unido	2	7	1	0	4	3	0	16
Total da amostra	294	321	342	295	258	425	452	806

**Anexo 2 - Remessas mensais de lucros e dividendos ao exterior, relativos a investimento estrangeiro direto, por setores de atividade econômica selecionados (2001-2004), em US\$ milhões**

Setor	Jan-01	Fev-01	Mar-01	Abr-01	Mai-01	Jun-01	Jul-01	Ago-01
Correio e telecomunicações	0	0	0	0	0	0	0	0
Serviços prestados a empresas	16	25	5	92	24	24	5	71
Intermediação financeira	48	24	30	44	1	6	56	21
Comércio	21	16	18	7	8	14	15	8
Eletricidade, gás e água quente	8	8	16	2	7	0	1	0
Fabricação e montagem de veículos	144	3	12	0	0	0	0	0
Produtos químicos	18	6	117	0	41	12	6	8
Produtos alimentícios e bebidas	2	48	42	49	9	28	3	0
Máquinas e equipamentos	1	16	4	0	0	2	6	5
Atividades de informática e conexas	7	0	7	5	8	0	0	3
Metalurgia básica	13	0	2	25	0	26	19	0
<b>Total</b>	<b>278</b>	<b>146</b>	<b>253</b>	<b>225</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>111</b>	<b>116</b>

Setor	Set-01	Out-01	Nov-01	Dez-01	Jan-02	Fev-02	Mar-02	Abr-02
Correio e telecomunicações	0	0	10	35	12	0	0	68
Serviços prestados a empresas	6	10	37	87	26	0	2	9
Intermediação financeira	35	62	34	26	9	55	44	9
Comércio	2	12	113	14	14	3	6	50
Eletricidade, gás e água quente	0	7	7	22	2	1	11	1
Fabricação e montagem de veículos	2	0	0	126	1	0	14	0
Produtos químicos	10	9	22	38	34	16	11	10
Produtos alimentícios e bebidas	72	33	54	62	26	26	27	25
Máquinas e equipamentos	23	3	15	9	0	6	15	4
Atividades de informática e conexas	7	9	6	4	0	0	6	5
Metalurgia básica	4	10	1	17	10	0	8	25
<b>Total</b>	<b>161</b>	<b>155</b>	<b>300</b>	<b>440</b>	<b>134</b>	<b>107</b>	<b>144</b>	<b>206</b>

Setor	Mai-02	Jun-02	Jul-02	Ago-02	Set-02	Out-02	Nov-02	Dez-02
Correio e telecomunicações	56	0	6	0	90	35	0	2
Serviços prestados a empresas	33	16	12	84	11	18	6	33
Intermediação financeira	22	138	234	91	5	321	22	82
Comércio	199	216	5	50	4	35	8	80
Eletricidade, gás e água quente	5	9	3	3	0	6	9	1
Fabricação e montagem de veículos	18	0	0	3	3	1	1	25
Produtos químicos	14	18	25	11	4	14	9	41
Produtos alimentícios e bebidas	76	6	44	3	1	0	18	35
Máquinas e equipamentos	3	56	18	4	6	4	0	27
Atividades de informática e conexas	1	3	3	0	3	2	3	2
Metalurgia básica	18	45	0	0	14	23	0	43
<b>Total</b>	<b>445</b>	<b>507</b>	<b>350</b>	<b>249</b>	<b>141</b>	<b>459</b>	<b>76</b>	<b>371</b>

Setor	Jan-03	Fev-03	Mar-03	Abr-03	Mai-03	Jun-03	Jul-03	Ago-03
Correio e telecomunicações	0	0	0	99	13	7	0	0
Serviços prestados a empresas	19	16	130	36	17	32	11	103
Intermediação financeira	0	96	58	98	7	29	149	47
Comércio	16	2	33	8	14	22	45	28
Eletricidade, gás e água quente	0	0	0	0	6	2	4	0
Fabricação e montagem de veículos	7	0	17	0	20	0	2	0
Produtos químicos	20	13	29	10	10	21	12	13
Produtos alimentícios e bebidas	25	0	4	89	1	3	4	5
Máquinas e equipamentos	9	14	2	17	0	0	4	3
Atividades de informática e conexas	0	4	0	8	6	1	2	4
Metalurgia básica	0	11	46	0	2	55	44	2
Total	96	156	319	365	96	172	277	205

Setor	Set-03	Out-03	Nov-03	Dez-03	Jan-04	Fev-04	Mar-04	Abr-04
Correio e telecomunicações	0	132	0	2	0	0	0	135
Serviços prestados a empresas	24	29	24	43	7	11	144	24
Intermediação financeira	19	152	201	298	13	14	14	134
Comércio	11	8	6	160	8	16	119	14
Eletricidade, gás e água quente	2	14	4	11	0	9	10	12
Fabricação e montagem de veículos	0	20	21	86	0	9	5	14
Produtos químicos	14	9	94	60	10	8	50	15
Produtos alimentícios e bebidas	6	7	7	32	20	5	7	6
Máquinas e equipamentos	8	20	10	4	0	17	43	29
Atividades de informática e conexas	5	2	3	50	0	2	0	4
Metalurgia básica	15	19	29	27	25	2	34	0
Total	104	412	399	773	83	93	426	387

Setor	Mai-04	Jun-04	Jul-04	Ago-04	Set-04	Out-04	Nov-04	Dez-04
Correio e telecomunicações	0	0	0	0	0	0	154	6
Serviços prestados a empresas	28	58	19	122	11	53	166	79
Intermediação financeira	29	12	89	11	10	118	2	254
Comércio	8	36	21	23	27	7	6	95
Eletricidade, gás e água quente	21	2	0	44	21	2	1	34
Fabricação e montagem de veículos	25	16	47	36	6	23	9	34
Produtos químicos	9	29	1	25	23	11	11	55
Produtos alimentícios e bebidas	63	42	29	48	57	46	33	42
Máquinas e equipamentos	4	1	30	0	9	7	0	23
Atividades de informática e conexas	5	2	10	0	2	0	0	0
Metalurgia básica	31	70	6	27	85	3	12	142
Total	223	268	252	336	251	270	394	764