

Fusões e Aquisições Internacionais e
Investimentos de Raiz:
Determinantes Macroeconómicos e
Efeitos sobre o Crescimento

Paula Cristina da Silva Ferreira
Neto Rodrigues

Orientação: António Abílio Brandão
António de Melo Cerqueira

Março, 2009

Tese de Doutoramento em Ciências Empresariais

Fusões e Aquisições Internacionais e Investimentos de Raiz: Determinantes Macroeconómicos e Efeitos sobre o Crescimento

Paula Cristina da Silva Ferreira Neto Rodrigues

Orientação: António Abílio Brandão
António de Melo Cerqueira

Março, 2009

Tese de Doutoramento em Ciências Empresariais

*Aos meus Pais,
Pelas muitas razões que me fazem ter tanto
orgulho de ser vossa filha.*

*À Catarina e ao Hélder,
Pelo vosso carinho.*

NOTA BIOGRÁFICA

Paula Cristina da Silva Ferreira Neto Rodrigues obteve o grau de licenciado em Economia na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, em Julho de 1997.

Foi assistente na Faculdade de Filosofia da Universidade Católica Portuguesa (pólo de Braga), onde leccionou as disciplinas de Gestão e Análise Financeira e Análise de Projectos. Desde 1999, desempenha funções docentes no Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro (ISCA-UA), tendo, desde então, leccionado várias disciplinas no domínio da Contabilidade e Auditoria. No âmbito da colaboração institucional que o ISCA-UA mantém com o Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial (DEGEI) da mesma Universidade, é também docente dos cursos de Licenciatura em Economia e Gestão do DEGEI.

Em 2000, conclui o Mestrado em Ciências Empresarias (área de especialização Finanças da Empresa), na Faculdade de Economia da Universidade do Porto, com a discussão duma tese intitulada “O Comportamento dos Países da União Europeia face às Fusões e Aquisições: Países Alvo e Países Adquirentes”, orientada pelo Prof. Doutor António Abílio Brandão.

Em Fevereiro de 2006, ingressa no Curso de Doutoramento em Ciências Empresarias da Faculdade de Economia da Universidade do Porto, sob orientação do Prof. Doutor António Abílio Brandão e co-orientação do Prof. Doutor António de Melo Cerqueira.

Durante a preparação da tese, apresentou dois artigos em conferências, um dos quais obteve a distinção de *Best Paper Award* no 6th *EIASM Workshop on International Strategy and Cross-Cultural Management*, realizado em Barcelona.

AGRADECIMENTOS

Embora uma dissertação de doutoramento seja um trabalho muito solitário, o seu relatório final resulta da colaboração e apoio de muitas pessoas que, embora não tendo qualquer responsabilidade nos erros, são solidariamente proprietárias dos resultados obtidos. O enriquecimento pessoal resultante dessa colaboração excede em muito o trabalho científico aqui apresentado e os meus agradecimentos serão sempre insuficientes. Entretanto, alguns, pela sua importância científica ou pelo seu significado, devem ser assinalados.

Devo começar por agradecer aos meus orientadores, Prof. Doutor António Abílio Brandão e Prof. Doutor António de Melo Cerqueira, por terem aceite este trabalho e pela permanente exigência e disponibilidade demonstradas ao longo destes anos.

Quero expressar também um especial agradecimento aos Professores Óscar Afonso, Anabela Carneiro e Manuel Mota Freitas pelos contributos científicos que em muito ajudaram a realizar este trabalho. Alguns Professores devem também ser lembrados pela importância que tiveram na minha formação e pelo exemplo de dedicação académica e de seriedade, nomeadamente o Prof. José Luís Costa, o Prof. Rui Alves e o Prof. Oliveira Marques.

Devo também o meu agradecimento ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro (ISCA-UA) que me proporcionou, na medida do possível, as condições necessárias para a realização desta tese, particularmente tendo-me atribuído dispensa de serviço docente no último ano. Neste sentido, gostaria de agradecer à actual Presidente do Conselho Directivo, Prof. Doutora Fátima Pinho todo o apoio que me foi dado.

Um agradecimento especial aos meus amigos e colegas do ISCA-UA, em particular ao Alberto, à Flora e ao São Marcos pelo apoio emocional.

Finalmente, um agradecimento muito especial à minha família, sem a qual teria sido tudo mais difícil. Ao meu Pai, pela reconfortante certeza de que posso contar sempre com ele e à minha Mãe por ter sido o porto de abrigo da minha filha em muitas ocasiões. Por último, e muito especialmente, ao Hélder e à minha filha Catarina, pelo apoio, pelos sorrisos e muitos mimos que em muito alegraram estes anos de trabalho.

RESUMO

Nos últimos anos, talvez nenhum assunto na área da Gestão Internacional tenha recebido o mesmo nível de atenção como a escolha do modo de entrada de IDE, em particular, a decisão entre adquirir uma empresa estrangeira já existente ou estabelecer uma nova filial no exterior. Todavia, os resultados, longe de serem consensuais, têm sido fornecidos por estudos ao nível da empresa. Uma questão interessante, e ainda não explorada, é a evidência empírica acerca da existência de factores macroeconómicos específicos a cada modo de entrada. Uma outra problemática que carece igualmente de investigação diz respeito aos efeitos potenciais que as F&A internacionais e os investimentos de raiz (IR) exercem no crescimento económico dos países recipientes. Estas constituem as duas questões centrais deste trabalho.

Ao nível da primeira questão, estendemos o trabalho de Globerman e Shapiro (2005) com vista a investigar, não só os determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais, mas também os dos IR, adoptando um painel de 53 países, ao longo do período 1996-2006. Encontramos evidência que nos permite concluir que, apesar da existência de um conjunto de variáveis que são comuns a todos os modos de IDE (como a dimensão da economia, o grau de abertura ao exterior, o índice de governação e o índice de desenvolvimento humano), existem outras variáveis que parecem ser específicas do modo de entrada. Entre estas, o grau de protecção ao investidor e as variáveis associadas ao contexto cultural parecem desempenhar um papel importante na explicação das F&A internacionais e dos IR, respectivamente. Além disso, não encontramos diferenças significativas entre os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento, no que respeita aos determinantes específicos do modo de entrada.

Na segunda questão foi conduzida uma análise inovadora para estudar a relação entre o IDE e o crescimento económico, distinguindo entre os efeitos das F&A internacionais e os dos IR. A evidência sugere a existência de uma relação causal bidireccional entre o IDE / as F&A e o crescimento económico. Constatamos ainda que o crescimento económico “causa” os IR, mas o inverso não é verdadeiro. Adicionalmente, com base na estimação de um modelo estrutural de crescimento, os resultados indicam uma relação positiva entre o IDE de raiz e o crescimento económico, em ambos os grupos de países. Ao invés, as F&A internacionais tendem a exercer um impacto negativo no crescimento económico dos países em desenvolvimento e não significativo, no caso dos países desenvolvidos.

Palavras-Chave: Investimento Directo Estrangeiro; Fusões e Aquisições Internacionais; Investimentos de Raiz; Determinantes; Crescimento Económico.

Classificação JEL: F23; F40; G34; O4

ABSTRACT

In the last years there were few subjects in International Management that have received so much level of attention as the FDI entry mode choice, in particular, the decision between acquiring an already existing foreign firm or establishing a new firm in a foreign country. However, the results, far from being consensual, have been supplied by firm-level studies. An interesting question, not yet explored, is the empirical evidence related to the existence of macroeconomic mode-specific determinants. Another issue which requires investigation is related to the potential effects that cross border mergers and acquisitions (M&A) and greenfield investments cause on host countries economic growth. These are the two central questions of the present study.

In what concerns the first question, we extended the work by Globerman and Shapiro (2005) in order to investigate, not only the macroeconomic specific determinants of cross border M&A, but also those of greenfield investments. We adopted a panel data set of 53 countries, over the period 1996-2006. We have found evidence that allow us to conclude that, despite the existence of a group of mode-encompassing variables (such as economy's size, openness, governance and human development index) there are others that seem to be mode-specific variables. Among these, the degree of investor protection and cultural context variables seem to play an important role in the explanation of cross border M&A and greenfield investments, respectively. In addition, we did not found significant differences between developed and developing countries, with respect to entry mode-specific determinants.

In the second question a new approach was introduced to study the relationship between FDI and economic growth, while distinguishing the effects of cross border M&A and the ones of greenfield investments. The evidence suggests that there is bidirectional causality between FDI / M&A and economic growth. We have also concluded that economic growth "causes" greenfields, but the reverse is not true. Moreover, based on the estimation of a structural growth model, the results indicate a positive relationship between greenfield investments and economic growth, in both groups of countries. Instead, cross border M&A seem to exert a negative effect on the economic growth of developing countries and insignificant on developed countries.

Keywords: Foreign Direct Investment; Cross border Mergers and Acquisitions; Greenfield Investments; Determinants; Economic Growth.

JEL Classification: *F23; F40; G34; O4*

ÍNDICE

NOTA BIOGRÁFICA.....	iii
AGRADECIMENTOS.....	iv
RESUMO.....	v
ABSTRACT.....	vi
ÍNDICE.....	vii
ÍNDICE DE TABELAS.....	xii
ÍNDICE DE FIGURAS.....	xv
LISTA DE ABREVIATURAS.....	xvi
CAPÍTULO 1 – INTRODUÇÃO.....	1
1.1 Introdução.....	1
1.2 Objectivos do Estudo.....	6
1.3 Estrutura do Estudo.....	9
CAPÍTULO 2 – CARACTERIZAÇÃO SUMÁRIA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO, DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ.....	12
2.1 Introdução.....	12
2.2 Terminologia e Conceitos.....	13
2.3 Tendências do Investimento Directo Estrangeiro, das F&A Internacionais e dos Investimentos de Raiz.....	19
2.3.1 Tendências Globais.....	19
2.3.2 Tendências Regionais.....	26
2.3.2.1 Países Desenvolvidos.....	29
2.3.2.2 Países em Desenvolvimento e Economias em Transição.....	33
2.3.3 Distribuição Sectorial.....	39
2.4 Conclusões.....	42

CAPÍTULO 3 – DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO E DA ESCOLHA DO MODO DE ENTRADA: REVISÃO DA LITERATURA.....	44
3.1 Introdução.....	44
3.2 Determinantes do Investimento Directo Estrangeiro.....	45
3.2.1 Perspectivas Teóricas.....	45
3.2.1.1 Teorias Macroeconómicas do IDE.....	46
3.2.1.1.1 Teoria do Comércio Internacional.....	46
3.2.1.1.2 Teoria Internacional do Ciclo do Produto.....	47
3.2.1.2 Teorias Microeconómicas do IDE.....	50
3.2.1.2.1 Teoria de Hymer e Kindleberger (HK)	51
3.2.1.2.2 Teoria da Internalização.....	55
3.2.1.2.3 Teoria dos Custos de Transacção (TCT)	58
3.2.1.3 Abordagem Integrada do IDE: o Paradigma Eclético.....	61
3.2.1.4 Abordagem Institucional do IDE.....	71
3.2.2 Evidência Empírica sobre os Determinantes do IDE.....	73
3.3 Determinantes da Escolha do Modo de Entrada do IDE.....	80
3.3.1 Perspectivas Teóricas.....	83
3.3.1.1 Teoria dos Custos de Transacção (TCT) e Paradigma Eclético.....	84
3.3.1.2 Abordagem da Aprendizagem Organizacional.....	86
3.3.1.3 Teoria dos Recursos (RBV)	87
3.3.1.4 Abordagem da Organização Industrial.....	90
3.3.1.5 Abordagem Institucional.....	91
3.3.1.6 Abordagem da Economia da Informação.....	92
3.3.2 Evidência Empírica sobre a Escolha do Modo de Entrada.....	94
3.3.2.1 Estudos Microeconómicos.....	96
3.3.2.1.1 Factores Específicos da Empresa e da Indústria que influenciam a Escolha do Modo de Entrada.....	98
3.3.2.1.2 Factores Específicos do País que influenciam a Escolha do Modo de Entrada.....	105
3.3.2.2 Estudos Macroeconómicos.....	114
3.4 Conclusões.....	119

CAPÍTULO 4 – ESTUDO EMPÍRICO DOS DETERMINANTES MACROECONÓMICOS DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ.....	122
4.1 Introdução.....	122
4.2 Hipóteses.....	123
4.3 Amostra e Metodologia.....	124
4.3.1 Amostra.....	125
4.3.2 Metodologia.....	130
4.4 Especificação do Modelo.....	136
4.4.1 Especificação das Variáveis.....	137
4.4.1.1 Variáveis Comuns a todos os Modos de IDE.....	137
4.4.1.2 Variáveis Específicas do Modo de Entrada.....	143
4.5 Resultados Empíricos.....	148
4.5.1 Estimação das Regressões associadas às Entradas de Investimento Estrangeiro.....	149
4.5.2 Estimação das Regressões associadas às Saídas de Investimento para o Estrangeiro.....	152
4.6 Conclusões.....	155
TABELAS.....	160

CAPÍTULO 5 – ESTUDO EMPÍRICO DOS DETERMINANTES MACROECONÓMICOS DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ: PAÍSES DESENVOLVIDOS <i>VERSUS</i> PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO.....	173
5.1 Introdução.....	173
5.2 Hipóteses.....	174
5.3 Amostra e Metodologia.....	177
5.4 Especificação do Modelo.....	180
5.5 Resultados Empíricos.....	183
5.5.1 Estimação das Regressões associadas às Entradas de Investimento Estrangeiro.....	184

5.5.2 Estimação das Regressões associadas às Saídas de Investimento para o Estrangeiro.....	189
5.6 Conclusões.....	193
TABELAS.....	197
CAPÍTULO 6 – O IMPACTO DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO NO CRESCIMENTO ECONÓMICO: REVISÃO DA LITERATURA.....	210
6.1 Introdução.....	210
6.2 Enquadramento Teórico.....	211
6.3 Evidência Empírica.....	218
6.4 Conclusões.....	223
CAPÍTULO 7 – ESTUDO EMPÍRICO DO IMPACTO DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO, DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ NO CRESCIMENTO ECONÓMICO.....	224
7.1 Introdução.....	224
7.2 Amostra e Metodologia.....	225
7.2.1 Amostra.....	226
7.2.2 Metodologia.....	227
7.2.2.1 Modelo de Crescimento.....	227
7.2.2.2 Teste de Causalidade de Granger.....	230
7.3 Resultados Empíricos.....	234
7.3.1 Teste de Causalidade de Granger.....	235
7.3.2 Modelo de Crescimento.....	240
7.3.2.1 Amostra Conjunta.....	240
7.3.2.2 Países Desenvolvidos <i>versus</i> Países em Desenvolvimento.....	244
7.4 Conclusões.....	250
TABELAS.....	253

CAPÍTULO 8 – CONCLUSÕES.....	257
8.1 Síntese das Conclusões.....	257
8.2 Limitações da Investigação e Sugestões para Investigações Futuras.....	264
APÊNDICES.....	267
BIBLIOGRAFIA.....	274

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 2.1 –	Indicadores Seleccionados do IDE e da Produção Internacional (1982-2006).....	20
Tabela 2.2 –	Número de Projectos de Investimentos de Raiz realizados por empresas provenientes dos Países em Desenvolvimento e das Economias em Transição, por região de origem: 2002-2006...	38
Tabela 3.1 –	Teorias explicativas das vantagens específicas de localização dos países (ou regiões).....	66
Tabela 3.2 –	Efeito controverso de algumas variáveis sobre o IDE.....	76
Tabela 3.3 –	Sumário da investigação empírica sobre os determinantes da escolha do modo de entrada do IDE.....	112
Tabela 4.1 –	Lista de Países utilizados no Estudo Empírico, 1996-2006.....	125
Tabela 4.2 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes.....	128
Tabela 4.3 –	Descrição das Variáveis e respectivas Fontes.....	161
Tabela 4.4 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes.....	148
Tabela 4.5 –	Regressão da Variável Dependente FDI.....	167
Tabela 4.6 –	Regressão da Variável Dependente IN-F&A.....	168
Tabela 4.7 –	Regressão da Variável Dependente IN-IR.....	169
Tabela 4.8 –	Regressão da Variável Dependente FDO.....	170
Tabela 4.9 –	Regressão da Variável Dependente OUT-F&A.....	171
Tabela 4.10 –	Regressão da Variável Dependente OUT-IR.....	172
Tabela 5.1 –	Divisão da Amostra: Países Desenvolvidos <i>versus</i> Países em Desenvolvimento.....	177
Tabela 5.2 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes – Países Desenvolvidos (I) <i>versus</i> Países em Desenvolvimento (II).....	179

Tabela 5.3 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Países Desenvolvidos.....	181
Tabela 5.4 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Países em Desenvolvimento.....	182
Tabela 5.5 –	Regressão da Variável Dependente FDI – Países Desenvolvidos.....	198
Tabela 5.6 –	Regressão da Variável Dependente IN-F&A – Países Desenvolvidos.....	199
Tabela 5.7 –	Regressão da Variável Dependente IN-IR – Países Desenvolvidos.....	200
Tabela 5.8 –	Regressão da Variável Dependente FDO – Países Desenvolvidos.....	201
Tabela 5.9 –	Regressão da Variável Dependente OUT-F&A – Países Desenvolvidos.....	202
Tabela 5.10 –	Regressão da Variável Dependente OUT-IR – Países Desenvolvidos.....	203
Tabela 5.11 –	Regressão da Variável Dependente FDI – Países em Desenvolvimento.....	204
Tabela 5.12 –	Regressão da Variável Dependente IN-F&A – Países em Desenvolvimento.....	205
Tabela 5.13 –	Regressão da Variável Dependente IN-IR – Países em Desenvolvimento.....	206
Tabela 5.14 –	Regressão da Variável Dependente FDO – Países em Desenvolvimento.....	207
Tabela 5.15 –	Regressão da Variável Dependente OUT-F&A – Países em Desenvolvimento.....	208
Tabela 5.16 –	Regressão da Variável Dependente OUT-IR – Países em Desenvolvimento.....	209
Tabela 7.1 –	Descrição das Variáveis e respectivas Fontes.....	254
Tabela 7.2 –	Testes de Raízes Unitárias para Dados em Painel.....	236
Tabela 7.3 –	Causalidade de Granger para Dados em Painel.....	237

Tabela 7.4 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Amostra Conjunta.....	241
Tabela 7.5 –	Estimação da Equação Crescimento: Amostra Conjunta.....	242
Tabela 7.6 –	Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes - Países Desenvolvidos (I) <i>versus</i> Países em Desenvolvimento (II).....	246
Tabela 7.7 –	Estimação da Equação Crescimento: Países Desenvolvidos (I) <i>versus</i> Países em Desenvolvimento (II).....	248

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1 –	Tipologia do Investimento Directo Estrangeiro.....	18
Figura 2.2 –	Fluxos de Entrada de IDE, Globais e por Grupo de Países, 1980-2006 (Milhares de Milhões de Dólares).....	23
Figura 2.3 –	F&A Internacionais Globais, 1987-2006.....	25
Figura 2.4 –	Valor dos Fluxos de Entrada de F&A Internacionais em relação ao Valor dos Fluxos de Entrada de IDE (em %)......	27
Figura 2.5 –	Valor dos Fluxos de Saída de F&A Internacionais em relação ao Valor dos Fluxos de Saída de IDE (em %)......	28
Figura 2.6 –	Peso dos Países Desenvolvidos nos Fluxos Globais de IDE, 1980-2006.....	30
Figura 2.7 –	Fluxos de Entrada de F&A Internacionais (<i>Vendas</i>) por Grupo de Países, 1987-2006.....	31
Figura 2.8 –	Fluxos de Saída de F&A Internacionais (<i>Compras</i>) por Grupo de Países, 1987-2006.....	31
Figura 2.9 –	Países Desenvolvidos: Fluxos de Entrada (<i>Vendas</i>) de F&A Internacionais, Top dos 10 países, 1987-2006.....	32
Figura 2.10 –	Países Desenvolvidos: Fluxos de Saída (<i>Compras</i>) de F&A Internacionais, Top dos 10 países, 1987-2006.....	33
Figura 2.11 –	Peso dos Países em Desenvolvimento e das Economias em Transição nos Fluxos Globais de IDE, 1980-2006.....	35
Figura 2.12 –	Distribuição Sectorial dos Fluxos de Entrada de F&A Internacionais (<i>Vendas</i>), 1990-2006.....	40
Figura 3.1 –	Determinantes do IDE.....	70

LISTA DE ABREVIATURAS

CEI	– Comunidade dos Estados Independentes
CIS	– <i>Commonwealth of Independent States</i>
EMN	– Empresa Multinacional
EMNs	– Empresas Multinacionais
EQ	– Equação
ET	– Economias em Transição
EUA	– Estados Unidos da América
F&A	– Fusões e Aquisições
FDI	– <i>Foreign Direct Investment</i>
FMI	– Fundo Monetário Internacional
GMM	– <i>Generalized Method of Moments</i>
HK	– Hymer e Kindleberger
I&D	– Investigação e Desenvolvimento
IDE	– Investimento Directo Estrangeiro
IMF	– <i>International Monetary Fund</i>
IR	– Investimentos de Raiz
IRC	– Imposto sobre Rendimento de Pessoas Colectivas
IV	– <i>Instrumental Variables</i>
KKM	– Kaufmann, Kraay e Mastruzzi
MEA	– Método dos Efeitos Aleatórios
MEF	– Método dos Efeitos Fixos
MQO	– Mínimos Quadrados Ordinários
OCDE	– Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
OECD	– <i>Organization for Economic Co-operation and Development</i>
OLI	– <i>Ownership, Location, Internalization</i>
OLS	– <i>Ordinary Least Squares</i>
PAE	– Procura de Activos Estratégicos
PE	– Procura de Eficiência
PED	– Países em Desenvolvimento

PIB – Produto Interno Bruto
PM – Procura de Mercados
PR – Procura de Recursos Naturais
RBV – *Resource-Based-View*
SIM – Selecção Internacional de Mercados
SUR – *Seemingly Unrelated Regression*
TCT – Teoria dos Custos de Transacção
UA – *Uncertainty Avoidance*
UE – União Europeia
UNCTAD – *United Nations Conference on Trade and Development*
UNSTATS – *United Nations Statistics Division*
USD – Dólares Americanos
WIR – *World Investment Report*

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1.1 Introdução

Assistimos, desde a década de 80, a um aumento massivo do volume de investimento directo estrangeiro (IDE), o qual passou a assumir um papel fundamental no processo de crescimento económico a nível mundial. A produção internacional atravessou, em diferentes graus, virtualmente, todos os países, sectores, indústrias e actividades económicas. A liberalização dos regimes de IDE e o reconhecimento de que esta forma de investimento pode contribuir para a competitividade das empresas permanecem como os principais factores por detrás da expansão da produção internacional [UNCTAD (2000)]. A internacionalização da produção possibilitou às empresas a exploração das suas vantagens competitivas, a intensificação da concorrência, a aceleração do progresso tecnológico e a promoção da transferência de tecnologia.

Uma das particularidades do fenómeno de globalização industrial é, sem dúvida, o crescimento exponencial das operações de Fusões e Aquisições (F&A¹) internacionais, as quais constituem, desde os finais dos anos 80, o modo chave do IDE global [UNCTAD (2006)]. Actualmente, as F&A internacionais representam cerca de 70% dos fluxos globais de IDE [UNCTAD (2007)].

Na verdade, quando uma empresa decide estabelecer uma produção no exterior, ela pode fazê-lo de duas formas distintas: i) estabelecendo uma nova filial, ou ii) investindo através da aquisição de (ou da fusão com) uma empresa estrangeira já existente. Desta forma, os Investimentos de Raiz (IR) (vulgarmente, conhecidos na

¹ Iremos utilizar o termo “F&A” sem distinguir entre “fusões” e “aquisições”. Na verdade, as aquisições dominam, de tal forma, as transacções de F&A internacionais, que em termos práticos o termo “F&A” significa, basicamente, “aquisições”.

literatura por “*greenfield investments*”) e as F&A internacionais constituem os dois principais modos de entrada de IDE.

A tendência observada, nas últimas duas décadas, é a de que as empresas estão a comprar e a vender activos, em vez de investirem no exterior através da implantação de novas instalações (“*greenfield plants*”), isto é, o aumento das F&A internacionais tem vindo a ser feito em detrimento dos investimentos de raiz.

Nos países em desenvolvimento e nas economias em transição, observamos, no entanto, a partir de 2004, um aumento de ambas as formas de IDE com origem nestes países [UNCTAD (2006)]. Embora os países desenvolvidos continuem a ser os principais impulsionadores do IDE global, uma análise das diferentes fontes de dados sobre IDE² evidencia uma crescente e significativa presença internacional das empresas dos países em desenvolvimento e das economias em transição. Tanto ao nível do IDE de raiz, como ao nível da actividade de F&A internacionais, este grupo de economias tem vindo a ganhar relevo no contexto mundial do IDE.

A problemática associada à escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros, em particular, a relacionada com a decisão das empresas entre adquirir ou estabelecer de raiz uma empresa no exterior, tem merecido por parte da Gestão Internacional uma atenção especial. Além disso, trata-se de um assunto importante em termos de política económica. A partir da identificação das características específicas dos países (quer de origem, quer recipientes) que condicionam a escolha do modo de IDE, os governos poderão, para além de políticas destinadas a promover o IDE em geral, adoptar medidas mais direccionadas para a promoção das F&A ou dos investimentos de raiz, de acordo com a maior propensão do país em realizar ou em atrair cada uma daquelas formas de investimento.

Uma outra questão também importante do ponto de vista da política económica é a de saber se o IDE tem um impacto positivo sobre o crescimento. Para além deste aspecto, pode ocorrer que esse impacto seja distinto conforme a entrada de investimento se verifique através das F&A ou dos investimentos de raiz.

Partindo da constatação de que o IDE através das F&A envolve a aquisição (ou fusão) de uma empresa estrangeira já existente, não adicionando, pelo menos no curto prazo, capacidade produtiva nos países recipientes, enquanto o IDE de raiz envolve o

² UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line* e World Bank, *World Development Indicators On-line*.

estabelecimento de uma nova entidade num país estrangeiro, é expectável que encontremos algumas diferenças quanto ao impacto que cada uma destas formas de entrada poderá exercer nas economias recipientes. Deste modo, importantes implicações políticas poderão daqui ser retiradas, em particular, aquelas que respeitam às políticas de incentivo ao IDE. Admitindo a hipótese que as F&A internacionais e os investimentos de raiz exercem impactos distintos no crescimento económico, os governos deverão incorporar essa informação aquando da definição da sua política externa, no sentido de promover, não apenas o IDE de uma forma geral, mas, e principalmente, o modo de entrada que mais benefícios pode gerar, em termos de desenvolvimento e crescimento económico. Esta questão reveste-se de crucial importância, tanto ao nível dos países em desenvolvimento, como dos países desenvolvidos.

A escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros tem sido alvo de uma intensa investigação no domínio da Gestão Internacional. Ao longo dos anos, várias teorias têm sido propostas com vista a explicar a decisão das empresas multinacionais, consideradas o principal agente de IDE, quanto à forma de entrada nos mercados estrangeiros. Começando com o trabalho pioneiro de Hymer [(1976), (versão inicial 1960)], as perspectivas económicas associadas à teoria dos custos de transacção [Williamson (1975); Buckley e Casson (1976); Hennart (1977, 1982)] e ao paradigma ecléctico de Dunning [Dunning (1977, 1988)] são as que têm providenciado as fundamentações teóricas dominantes na escolha do modo de IDE. Recentemente, vários trabalhos têm vindo a incorporar, para além dos custos de transacção, variáveis culturais e institucionais [Kogut e Singh (1988); Brouthers e Brouthers (2000)], ao mesmo tempo que a perspectiva dos recursos [Andersson e Svensson (1994); Anand e Delios (2002)] e da aprendizagem organizacional [Cho e Padmanabham (1995); Barkema e Vermeulen (1998) e Vermeulen e Barkema (2001)] têm ganho relevância.

A literatura existente nesta área assenta, contudo, numa perspectiva essencialmente microeconómica (recorrendo a amostras de empresas individuais), na tentativa de compreender a decisão estratégica que as empresas multinacionais enfrentam quando optam pelo investimento no exterior [e.g. Kogut e Singh (1988); Andersson e Svensson (1994); Hennart e Reddy (1997); Barkema e Vermeulen (1998); Brouthers e Brouthers (2000); Harzing (2002); Brouthers (2002); Larimo (2003);

Slangen e Hennart (2008)]. Em contrapartida, esta problemática tem sido pouco estudada do ponto de vista macroeconómico.

De facto, apenas ao nível conceptual, encontramos um número relativamente elevado de trabalhos que identificam um conjunto de factores macroeconómicos de localização específicos do modo de entrada [e.g. Pugel (1985); Dunning (2001); Mody e Negishi (2001); Bridgeman (2002)]³.

Recentemente, alguns estudos têm sido conduzidos na tentativa de investigar os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais [Rossi e Volpin (2004); Globerman e Shapiro (2005); Di Giovanni (2005); Aminian *et al.* (2005); Kamaly (2007); Hyun e Kim (2007)]. Esta investigação, em fase de desenvolvimento, não vai, entretanto, ao ponto de estudar os determinantes macroeconómicos específicos de cada um dos modos de entrada.

Neste contexto, a evidência empírica sobre a relevância dos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz será indirectamente fornecida pela literatura actualmente existente, no domínio da escolha do modo de entrada de IDE, que se centra fundamentalmente na análise de empresas individuais. A investigação daí resultante fornece a indicação de um conjunto de características específicas das empresas investidoras que condicionam a sua escolha quanto ao modo de IDE, tais como a experiência multinacional e local, o grau de diversificação de produtos e a estratégia internacional que elas adoptam. De igual modo, factores específicos da indústria (e.g. intensidade tecnológica e em publicidade) e do país (e.g. dimensão e crescimento do mercado alvo, diferenças culturais entre o país de origem e o país alvo) foram também identificados como relevantes na escolha do modo de entrada.

Contudo, apesar da literatura existente ser unânime em admitir a importância dos factores específicos à empresa, à indústria e ao país na determinação do modo de IDE, a utilização de diferentes perspectivas teóricas parece ter estado na origem de resultados nem sempre consistentes. Por exemplo, enquanto a diversificação do produto [Barkema e Vermeulen (1998)] e a experiência multinacional [Wilson (1980); Barkema e

³ Adicionalmente, mesmo no que se refere ao IDE agregado, apesar da intensa modelização teórica e da vasta investigação empírica a que este tem sido sujeito na área da Gestão Internacional, a maioria da literatura tem-se centrado na identificação e avaliação dos determinantes dos fluxos agregados de IDE, mas sem distinguir entre os diferentes modos de entrada [e.g. os trabalhos de Dunning (1980); Culem (1988); Lehmann (2002); Biswas (2002); Amal (2005)].

Vermeulen (1998) e Brouthers e Brouthers (2000)] têm sido apontadas como estando positivamente correlacionadas com a propensão das empresas em investir no exterior via IDE de raiz, Kogut e Singh (1988) constataram que estes mesmos factores não tinham qualquer influência na escolha do modo de entrada.

Nestas circunstâncias, e apesar da intensa investigação que se tem dedicado a este tema, parece estar longe de ser consensual o efeito que algumas das variáveis apontadas como relevantes neste contexto exercem na propensão das empresas para adquirir ou estabelecer uma nova filial no exterior. Além disso, convém não esquecer que estes estudos têm sido conduzidos numa óptica de empresa, embora, do ponto vista macroeconómico, pouca relevância tenha sido prestada à escolha do modo de IDE.

O estudo do impacto do IDE no crescimento económico dos países de acolhimento, distinguindo entre os efeitos das F&A internacionais e os dos investimentos de raiz, carece também de uma maior atenção por parte dos investigadores. Embora exista uma vasta literatura no que se refere ao impacto do IDE no crescimento económico, quer utilizando amostras *cross-section* [e.g. Balasubramanyam *et al.* (1996,1999), Borensztein *et al.* (1998); Alfaro (2003)], quer, mais recentemente, dados em painel [e.g. De Mello (1999); Nair-Reichert e Weinhold (2001); Buckley *et al.* (2002); Choe (2003); Li e Liu (2005); Yang (2007)], não conhecemos, até ao momento, estudos que se tenham dedicado à análise comparativa dos efeitos, talvez distintos, que cada um dos modos de entrada do IDE exerce no crescimento das economias recipientes. Na verdade, grande parte da discussão sobre o impacto das F&A internacionais e dos investimentos de raiz em áreas chave do desenvolvimento económico tem sido apenas conceptual.

Além disso, mesmo no que diz respeito aos estudos sobre a relação entre o IDE e o crescimento, constata-se que, se do ponto de vista teórico, parece existir algum consenso acerca da influência positiva que o IDE exerce no crescimento, por via, quer da transferência/difusão de tecnologia, quer dos efeitos de externalidades indirectas (*spillovers*), o mesmo não se verifica na literatura empírica, na qual se observa uma relação ambígua entre as duas variáveis.

Em síntese, após vários anos de investigação, quer sobre os determinantes dos fluxos agregados de IDE, quer sobre a escolha do modo de entrada, continua a existir uma grande escassez na literatura, no que respeita aos determinantes macroeconómicos

específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz. Adicionalmente, a análise das potenciais diferenças entre o impacto do IDE de raiz e o do IDE através das F&A no crescimento económico dos países de acolhimento, necessita igualmente de uma maior investigação.

Neste contexto, o nosso estudo visa colmatar estas lacunas existentes na literatura, centrando-se na investigação de duas questões empíricas que passamos a desenvolver de seguida.

1.2 Objectivos do Estudo

A relevância que a escolha do modo de entrada assume no domínio da Gestão Internacional, a constatação de que as F&A internacionais representam o modo preferencial de IDE, os resultados nem sempre consistentes observados nos estudos microeconómicos e a escassez de literatura, no que respeita aos determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, constituem as principais razões para esta investigação. Além disso, a preocupação normalmente gerada quanto aos possíveis efeitos adversos que as F&A internacionais podem causar nas economias de acolhimento, constitui também uma motivação associada a este trabalho. Nestas circunstâncias, duas questões podem ser colocadas:

- (i) será que existem factores específicos dos países, capazes de influenciar a preferência das empresas por um modo de IDE em detrimento de outro?
- (ii) será o impacto do IDE através das F&A internacionais, distinto do observado em relação aos investimentos de raiz, no crescimento económico das economias de acolhimento?

Estas constituem as questões centrais que procuramos explorar nesta tese. Em particular, a presente investigação tem como objectivo estudar (e testar) empiricamente a existência de determinantes macroeconómicos associados a cada modo de entrada de IDE, bem como o estudo do impacto do investimento directo estrangeiro, seja por via

das F&A internacionais, seja dos investimentos de raiz, no crescimento dos países recipientes.

Em relação à primeira questão, normalmente estudada no domínio da escolha do modo de entrada, o nosso estudo pretende oferecer uma abordagem que pensamos inovadora ao contemplar uma perspectiva teórica macroeconómica que enfatiza as vantagens de localização, tanto as associadas às condições económicas, como as ligadas ao contexto cultural e institucional de um país, na explicação dos determinantes de localização de cada modo de IDE. Se, por um lado, tal como enfatizou Dunning (1977, 1988) no seu paradigma eclético, as vantagens de localização assumem um papel fulcral na decisão de localização do IDE agregado, por outro, na nossa perspectiva, essas vantagens (ou algumas delas) poderão igualmente determinar a localização das F&A internacionais ou dos investimentos de raiz.

Assim, a proposta apresentada neste trabalho vai no sentido de considerar que existem determinadas características intrínsecas aos países, em particular, as associadas ao desenvolvimento dos mercados financeiros e ao contexto cultural, capazes de influenciar a escolha das empresas quanto à forma de entrada nos mercados estrangeiros. Neste contexto, estendendo o trabalho anterior de Globerman e Shapiro (2005) à análise dos investimentos de raiz, será conduzida uma investigação empírica através de um modelo multidimensional que incorpora, não só as vantagens de localização tradicionais, tais como a dimensão e crescimento do mercado, o grau de abertura ao exterior, entre outras variáveis ligadas ao mercado, mas também variáveis institucionais e culturais com vista a determinar os factores específicos de localização das F&A internacionais e dos investimentos de raiz. Procuramos, desta forma, providenciar uma melhor compreensão dos determinantes associados à escolha do modo de entrada, os quais podem constituir um tópico interessante para os académicos, em particular, na área das Ciências Empresariais.

Do nosso ponto de vista, a identificação das semelhanças e diferenças nos factores explicativos a considerar na análise permitirá, de certa forma, classificar os países de acordo com a sua maior propensão para o IDE de raiz ou o IDE através de F&A, constituindo este aspecto um dos principais contributos deste trabalho. Como referimos atrás, para além das implicações, em termos de política económica, que daqui se poderá retirar, este aspecto pode ser igualmente interessante para os gestores, na

medida em que essa informação poderá ser incorporada na tomada de decisão associada à escolha do modo de entrada no exterior.

No que diz respeito à segunda questão, a análise da relação entre o IDE e o crescimento económico das economias recipientes, distinguindo o impacto das F&A internacionais, do observado em relação aos investimentos de raiz, oferece, de igual modo, uma abordagem distinta dos estudos anteriores. De forma idêntica, tentamos aqui providenciar informação relevante para os investigadores e, também, para os governos, pensando poder contribuir para uma melhor definição da política externa em termos de IDE.

Em síntese, a importância deste estudo e a sua distinção relativamente aos anteriores conduzidos no domínio dos modos de entrada de IDE, baseia-se nas seguintes razões:

(i) O estudo investiga a existência de factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, nomeadamente das F&A internacionais e dos investimentos de raiz. Isto é, procura identificar, ao nível do país, variáveis que tornem as suas empresas mais propensas a adquirir do que a estabelecer novas filiais no exterior, ou vice-versa. Tendo por base o nosso conhecimento, este é o primeiro trabalho que se dedica a este tema numa perspectiva macroeconómica. Adicionalmente, a análise é conduzida ao nível, quer dos fluxos de entrada, quer dos de saída de IDE, de F&A internacionais e de investimentos de raiz, permitindo explorar, não só os factores de atracção (“*pull factors*”), mas também os factores que impulsionam as empresas domésticas a investir no exterior (“*push factors*”), possibilitando, em nosso entender, uma melhor compreensão do comportamento observado entre esses fluxos. Com vista a prosseguir estes objectivos, estendemos o trabalho anterior de Globerman e Shapiro (2005), os quais centraram a sua investigação nos factores específicos de localização das F&A internacionais, a partir de uma amostra *cross-section* de 154 países, ao longo do período agregado 1995-2001. Partindo deste estudo, procuramos ir um pouco mais longe e investigar se existem, para além de determinantes específicos das F&A internacionais, factores específicos dos investimentos de raiz, ao mesmo tempo que utilizamos uma metodologia distinta. Em particular, vamos desenvolver uma análise em painel para 53 países, ao longo do horizonte temporal 1996-2006.

(ii) Examina as eventuais diferenças entre os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento (e economias em transição), no que respeita aos determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz.

(iii) Por último, investiga a relação entre o IDE e o crescimento económico das economias recipientes, distinguindo os efeitos potenciais das F&A internacionais e dos investimentos de raiz no crescimento dessas economias. Este estudo distingue-se dos restantes que analisam a relação IDE-crescimento com base em modelos de painel [e.g. os trabalhos de Nair-Reichert e Weinhold (2001); Buckley *et al.* (2002); Choe (2003); Li e Liu (2005) e Yang (2007)], nos seguintes aspectos: 1) analisa a relação entre o IDE e o crescimento económico através, quer de um teste de causalidade aplicado ao contexto de dados em painel, quer da especificação de uma equação crescimento; 2) servindo-se destas duas metodologias, examina, de igual modo, o impacto das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, no crescimento económico e, por último, 3) é comparado o papel do IDE, das F&A e dos investimentos de raiz no crescimento económico dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento.

Neste contexto, tentaremos contribuir para uma melhor compreensão das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, enquanto modos de entrada de IDE, providenciando mais evidência sobre os seus determinantes macroeconómicos específicos e sobre o impacto que estas duas formas de investimento podem exercer no crescimento económico das economias recipientes.

Justificadas as motivações e os objectivos do estudo, apresentamos de seguida a sua estrutura.

1.3 Estrutura do Estudo

A restante parte da dissertação encontra-se organizada da seguinte forma.

No Capítulo 2, após a introdução de alguns conceitos indispensáveis a desenvolvimentos posteriores, procede-se à caracterização das principais tendências (globais e por grupos de países) de evolução dos fluxos de IDE, seja por via das F&A internacionais, seja dos investimentos de raiz, nos últimos 25 anos. Terminaremos este capítulo com uma breve referência à distribuição sectorial do IDE.

No Capítulo 3 revemos a literatura teórica e empírica que tem sido desenvolvida, ao longo dos anos, no domínio dos determinantes do IDE e da escolha do modo de entrada. Neste sentido, a revisão da literatura encontra-se dividida em duas partes. A primeira relacionada com os determinantes do IDE, onde se procura sumariar os principais contributos teóricos e empíricos para a explicação da distribuição geográfica do IDE. Na segunda parte, procede-se à apresentação das perspectivas teóricas mais relevantes, assim como à sistematização da literatura empírica que tem sido conduzida a nível micro e macroeconómico⁴, sobre os determinantes do modo de entrada de IDE.

A parte empírica da tese inicia-se com o Capítulo 4, onde pretendemos testar se existem (ou não) factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, nomeadamente das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, do ponto de vista, quer dos países recipientes, quer dos de origem. Com este objectivo, o capítulo cobre o desenvolvimento das hipóteses que pretendemos testar, a descrição da amostra e da metodologia, a especificação do modelo e das variáveis utilizadas e, por último, reporta e discute os resultados empíricos.

Seguindo a mesma estrutura e metodologia do capítulo anterior, no Capítulo 5 procedemos ao desdobramento da amostra em dois grupos: um associado aos países desenvolvidos e outro aos países em desenvolvimento (onde incluiremos, também, as economias em transição). Deste modo, pretendemos providenciar mais evidência sobre os determinantes macroeconómicos específicos de cada modo de entrada e, simultaneamente, investigar as especificidades que cada grupo apresenta em termos dos determinantes dos fluxos agregados de entrada e saída de IDE.

Os Capítulos 6 e 7 dedicam-se ao estudo da relação entre o IDE e o crescimento económico.

Assim, iniciamos o Capítulo 6 com um breve enquadramento teórico sobre o impacto do investimento estrangeiro, em particular das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, no crescimento económico das economias recipientes. Em seguida, procedemos à sistematização dos principais trabalhos empíricos que se dedicam ao estudo desta relação, enfatizando aqueles que, recentemente, têm sido realizados num contexto de dados em painel.

⁴ De salientar que estes estudos macroeconómicos (recorrendo a amostras de países) centram-se apenas na investigação dos determinantes das F&A internacionais, mas não vão ao ponto de estudar os factores macroeconómicos específicos a cada um dos modos de IDE.

A investigação empírica desenvolve-se ao longo do Capítulo 7, onde se pretende estudar, não só a relação entre o IDE e o crescimento económico, mas também o efeito que cada um dos modos de entrada – F&A e Investimentos de Raiz – exerce no crescimento do PIB. Com este propósito, o capítulo encontra-se estruturado da seguinte forma: primeiro, descrevemos a amostra e as metodologias adoptadas e, por último, passamos à discussão dos resultados empíricos obtidos, quer ao nível do teste de causalidade de Granger, quer da estimação da equação crescimento.

Finalmente, o Capítulo 8 sumaria os principais resultados obtidos e discute as conclusões da investigação. Para terminar o capítulo, propomos algumas pistas para futuras investigações.

CAPÍTULO 2

CARACTERIZAÇÃO SUMÁRIA DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO, DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ

2.1 Introdução

O presente capítulo tem como objectivo central fornecer uma visão geral sobre as principais tendências, globais e regionais, observadas ao nível dos fluxos de investimento directo estrangeiro (IDE), destacando a importância que cada um dos modos de IDE, em particular, as F&A internacionais e os investimentos de raiz, assume nesses fluxos. Adicionalmente, através da análise regional das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, pretende-se verificar em que medida as características específicas de alguns grupos de países (países desenvolvidos, países em desenvolvimento e economias em transição), poderão estar na base da sua maior ou menor propensão em investir no exterior, via F&A internacionais ou investimentos de raiz.

Este capítulo encontra-se organizado da seguinte forma. Na primeira secção vão ser abordadas questões relativas à definição do IDE, por parte dos organismos internacionais – UNCTAD⁵, FMI⁶ e OCDE⁷ –, e aos aspectos conceituais relacionados com a sua delimitação e mensuração. Procede-se, igualmente, à distinção entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz, enquanto modos de entrada de IDE. Na secção 2.3, procura-se evidenciar as principais tendências dos fluxos de IDE, quer em termos globais, quer por grupos de países. Simultaneamente, o padrão de comportamento das F&A internacionais e dos investimentos de raiz será também objecto de análise.

⁵ Sigla referente a “*United Nations Conference on Trade and Development*” ou, como é designada em português, “Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento”.

⁶ FMI corresponde à sigla portuguesa utilizada para designar “*International Monetary Fund (IMF)*”.

⁷ OCDE corresponde à sigla portuguesa utilizada para designar “*Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)*”.

Terminaremos este capítulo com uma breve referência à distribuição sectorial do IDE ao longo dos últimos 20 anos.

2.2 Terminologia e Conceitos

O capital pode fluir entre países de várias formas, entre as quais podemos distinguir duas principais, através dos investimentos estrangeiros ou dos empréstimos (principalmente, os bancários).

Por seu lado, os investimentos estrangeiros podem ser classificados em investimentos directos e em investimentos de portfólio (ou de carteira), sendo, normalmente, utilizados dois critérios na distinção entre ambos: o horizonte temporal e as motivações subjacentes ao próprio investidor.

Os investimentos de portfólio correspondem a fluxos de capital que não envolvem o controlo ou a gestão da empresa receptora desses fluxos.

Quando esse controlo existe temos o Investimento Directo Estrangeiro. Segundo a publicação anual (*World Investment Report*) da Conferência das Nações Unidas para o Comércio e o Desenvolvimento (UNCTAD), o IDE é definido como um investimento que envolve uma relação de longo prazo, reflectindo um interesse duradouro e um controlo de uma entidade residente numa economia diferente da do investidor [UNCTAD (2007)]. O IDE implica, desta forma, que o investidor exerça um grau significativo de influência na gestão da entidade residente num outro país. Tal investimento envolve a transacção inicial entre as duas entidades (a receptora de capital e a investidora) e todas as transacções subsequentes entre elas e entre filiais estrangeiras, ambas incorporadas ou não. Portanto, o interesse duradouro significa, por um lado, a existência de uma relação de longo prazo entre o investidor estrangeiro e a empresa alvo desse investimento e, por outro, implica que o investidor exerça uma influência significativa sobre a gestão da empresa receptora.

Assim, a questão que se coloca é como distinguir um investimento de portfólio de um investimento directo. Segundo a definição adoptada pela OCDE, e que também é partilhada pelo FMI, um investimento estrangeiro diz-se directo quando a empresa investidora estrangeira detém, directa ou indirectamente, pelo menos, 10% do capital ou

dos direitos de voto da empresa receptora [OECD (2008) e IMF (2008)]. Todavia, apesar destes dois organismos recomendarem esta percentagem como a linha divisória básica entre o investimento directo e o investimento de portfólio, a interpretação desta directriz, por parte de alguns países, nem sempre pode ser efectuada de forma taxativa. Em alguns casos, percentagens inferiores a 10% podem implicar o exercício de uma influência significativa na gestão da empresa receptora e, inversamente, percentagens acima desse valor podem não significar controlo. Nestas circunstâncias, e uma vez que a OCDE e o FMI não recomendam qualquer modificação ao critério dos 10%, os países que optem por não seguir esta directriz, devem identificar, sempre que possível, o valor agregado das transacções que não cumpram este critério, de forma a facilitar a comparabilidade internacional.

Em relação aos investimentos directos, sobre os quais a nossa atenção irá incidir ao longo deste trabalho, um investidor estrangeiro poderá realizá-los de duas formas de entrada: i) através do estabelecimento de uma nova filial no exterior, via investimentos de raiz (vulgarmente conhecidos na literatura por “*greenfield investments*”); ou ii) investindo através da aquisição de uma empresa estrangeira já existente ou fundindo-se com uma empresa estrangeira. Numa fusão internacional, os activos e as operações pertencentes a duas empresas localizadas em países diferentes são combinados para estabelecer uma nova entidade legal. Enquanto numa aquisição internacional, o controlo dos activos e das operações é transferido da empresa local para a estrangeira, tornando-se a primeira uma filial da segunda. No nosso trabalho, iremos utilizar o termo F&A (fusões e aquisições) sem distinguir entre fusões e aquisições, sendo que as últimas dominam, em grande escala, as primeiras⁸. Logo, os dois principais modos de entrada de IDE são os investimentos de raiz e as F&A internacionais⁹.

Se tomarmos em consideração o facto de que, quer os investimentos de raiz, quer as F&A internacionais, colocam os activos dos países recipientes sob a gestão das empresas multinacionais (EMNs), contribuindo ambos para o aumento da produção

⁸ Por exemplo, segundo UNCTAD (2000), as fusões representavam menos de 3% do número das F&A internacionais.

⁹ Em adição a estes dois modos de entrada, o conceito de “*brownfield investment*” poderá, também, ser encontrado na literatura. Refere-se a uma situação híbrida entre o *greenfield* e a aquisição. Nestes tais projectos “*brownfield*”, o investidor estrangeiro adquire uma empresa, mas substitui quase na totalidade as instalações e o equipamento, a mão-de-obra e a linha de produtos [Meyer e Estrin (1998)]. Este conceito tem sido aplicado a casos particulares de aquisições nas Economias em Transição.

internacional, não existem razões para os distinguirmos.

Todavia, se partirmos do pressuposto de que, no caso dos investimentos de raiz, os activos que são colocados sob gestão das EMNs são criados de novo, enquanto nas F&A internacionais, os activos existentes são transferidos das empresas locais para as EMNs, então já faz sentido considerar os dois modos, separadamente.

De acordo com a UNCTAD (2006), os investimentos de raiz referem-se a projectos de investimento que envolvem o estabelecimento de novas unidades produtivas, tais como escritórios, edifícios e fábricas, bem como o movimento de capitais intangíveis (principalmente, nos serviços). A empresa recipiente utiliza os fluxos de capital para adquirir activos fixos, materiais, bens e serviços e contrata mão-de-obra para a produção, no país de acolhimento. Desta forma, o IDE via *greenfields* adiciona directamente capacidade produtiva no país de acolhimento e contribui para a formação de capital e criação de emprego nessa economia, *ceteris paribus*.

As F&A internacionais envolvem a aquisição (ou fusão), total ou parcial, de capital, activos e responsabilidades das empresas existentes num dado país, pelas multinacionais estrangeiras. Consequentemente, a empresa alvo que foi vendida e adquirida é afectada pela alteração dos proprietários. Não existe, no entanto, uma expansão ou uma redução imediata no montante de capital investido na empresa alvo, no momento da aquisição. Contudo, as F&A internacionais podem, subsequentemente, levar à expansão (ou redução) das operações. Deverá ser sublinhado que, apesar do IDE via F&A internacionais poder não ser adicionado directamente ao *stock* de capital do país de acolhimento, ele irá ser incluído no *stock* de capital estrangeiro (quando as empresas domésticas são adquiridas) e na produção internacional. Assim, segundo a UNCTAD (2006), do ponto de vista dos países das empresas investidoras, estes investimentos são adicionados à sua capacidade produtiva e à produção internacional. Convém, no entanto, salientar que embora a maioria do IDE via F&A internacionais não represente uma adição directa ao *stock* de capital dos países recipientes, vários factores deverão ser tomados em consideração para avaliar a sua importância na formação de capital e no desenvolvimento económico destes países [UNCTAD (2000)].

A expansão da oferta constitui, assim, a principal diferença entre os investimentos de raiz e as F&A internacionais [Larimo (2003)]. Outras diferenças podem, no entanto, ser apontadas, as quais implicam custos e vantagens que dependem

das características específicas das empresas, das indústrias e dos países, como iremos ter oportunidade de clarificar no capítulo 3.

Em particular, Caves (1996) salienta que as aquisições envolvem custos de informação e de gestão inferiores, assim como menores riscos¹⁰, relativamente aos investimentos de raiz. Isto é, as F&A ao envolverem a aquisição de uma empresa já existente estão simultaneamente a adquirir um conjunto de activos que podem incluir o conhecimento do mercado local, o acesso facilitado a tecnologias e marcas, bem como vantagens ao nível da logística e da distribuição no mercado alvo. Todavia, uma vez que estas operações implicam o pagamento do valor capitalizado das rendas, envolvem geralmente, retornos inferiores aos dos investimentos de raiz [e.g. Li e Guisinger (1991); Woodcock *et al.* (1994)].

Uma outra diferença importante entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz prende-se com a dimensão temporal. Segundo a OCDE, as F&A permitem às empresas investidoras estabelecer uma massa crítica imediata, ao nível da produção e da apropriação de activos intangíveis, numa indústria particular [OECD (2001)]. Em contrapartida, estabelecer uma nova filial implica necessariamente mais tempo do que a compra de uma empresa já existente [e.g. Caves (1996); UNCTAD (2000); OECD (2001); Larimo (2003)]. Através das F&A internacionais, as empresas investidoras são capazes de construir de forma mais acelerada uma forte posição num novo mercado, ganhando poder de mercado – e também domínio de mercado –, aumentando a dimensão e diversificando os riscos. Por outro lado, quando o tempo de entrada no mercado é crucial, a aquisição de uma empresa estrangeira preexistente com um sistema de distribuição já estabelecido é, de longe, preferível a ter de desenvolver uma nova organização de distribuição local. Tal vantagem torna-se ainda mais importante, se tivermos em consideração o aumento crescente da concorrência e a redução do ciclo de vida dos produtos, que acentuam a necessidade das empresas responderem rapidamente às oportunidades do ambiente económico.

A rapidez e o acesso facilitado aos activos intangíveis constituem, sem dúvida, as principais vantagens do IDE através das F&A, relativamente ao IDE de raiz. A interacção destas duas vantagens com um conjunto de outras forças, as quais

¹⁰ Todavia, no processo de reestruturação pós-aquisição, as F&A internacionais tendem a evidenciar desafios maiores, relacionados sobretudo com o problema de integração de diferentes culturas [Kogut e Singh (1988), Hennart e Reddy (1997) e Brouthers e Brouthers (2000)].

desempenham papéis distintos consoante as indústrias e os mercados, afectará a decisão de levar a cabo uma operação de aquisição. Entre essas forças/motivações que estão por detrás das F&A internacionais destacam-se: i) o aumento de poder ou domínio de mercado; ii) os ganhos de eficiência; iii) o aumento da dimensão/crescimento; iv) a minimização do risco através da diversificação e, também, v) motivações comportamentais, ligadas à teoria da agência¹¹.

Convém salientar que muitos destes motivos podem, de igual modo, afectar o IDE agregado, mas quando a dimensão temporal (rapidez) entra em cena, eles tendem a favorecer as F&A, para que os objectivos planeados possam ser realizados de forma mais rápida.

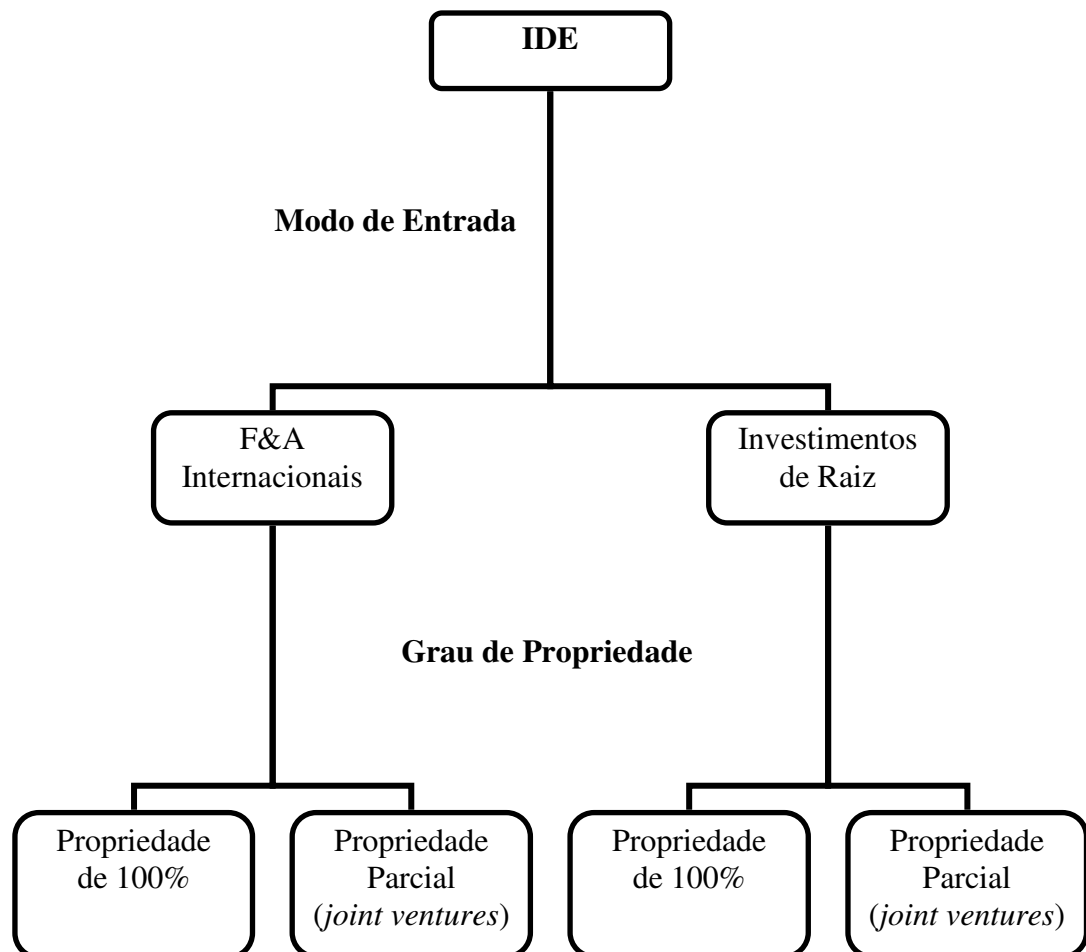
Analizadas as principais diferenças entre os dois modos de entrada nos mercados estrangeiros, podemos ainda distinguir o IDE quanto ao grau de propriedade que a empresa investidora detém na filial estrangeira. Assim, podemos ter situações em que a empresa filial é totalmente detida pela empresa investidora, ou em que duas ou mais empresas combinam os seus activos com vista a estabelecer uma nova empresa ou a adquirir uma filial já existente (*joint venture*)¹² [Stephan e Pfaffmann (2001)].

O foco no investimento directo e a aplicação do critério “modo de entrada” e “grau de propriedade” permite-nos derivar uma tipologia de quatro formas de IDE, conforme esquematizado na figura 2.1:

¹¹ Não constitui nosso objectivo, neste trabalho, fornecer uma análise detalhada das motivações das F&A. A este respeito veja-se, por exemplo, Weston *et. al.* (1990), Scherer e Ross (1990) e Valente (2001).

¹² Em termos de terminologia, convém salientar que vários estudos distinguem entre três modos alternativos de entrada e classificam as *joint ventures* como a terceira alternativa [e.g. Kogut e Singh (1988)]. Contudo, no nosso trabalho, e de acordo com Stephan e Pfaffmann (2001), iremos tratar as F&A e os investimentos de raiz como representativos dos modos de entrada, enquanto as *joint ventures* se referem ao grau de propriedade. A nossa abordagem implica que a “entrada” e a “propriedade” envolvem duas decisões separadas e sequenciais.

Figura 2.1 – Tipologia do Investimento Directo Estrangeiro



Fonte: Adaptado de Stephan e Pfaffmann (2001, p. 193)

2.3 Tendências do Investimento Directo Estrangeiro, das F&A Internacionais e dos Investimentos de Raiz

Desde os anos 80, temos vindo a assistir a um papel crescente e importante do IDE na economia mundial. A produção internacional, isto é, a produção sob governação das empresas multinacionais, está a crescer mais depressa que os outros agregados económicos. Esta tendência reflecte uma nova configuração da economia, cujas características principais estão associadas à intensificação da concorrência, à liberalização económica e à rápida evolução tecnológica.

Assim, nesta secção, iremos examinar as tendências e padrões do IDE, em termos globais e nos principais grupos de países, no período compreendido entre 1980 e 2006. De igual modo, serão analisadas as principais tendências observadas para os dois modos alternativos de entrada nos mercados estrangeiros - as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Por último, as alterações em termos da distribuição geográfica do IDE serão, também, objecto de análise.

2.3.1 Tendências Globais

Ao longo dos últimos 25 anos, o IDE tem vindo a desempenhar um papel fulcral na economia mundial. A produção internacional atravessou, em diferentes graus, virtualmente, todos os países, sectores, indústrias e actividades económicas. Embora seja difícil quantificar a sua magnitude, devido às várias especificidades, indicadores gerais permitem evidenciar a sua expansão. Assim, na tabela 2.1, podemos observar alguns dos indicadores gerais do IDE e da produção internacional, onde se mostra que, quer em termos absolutos, quer relativos, a produção internacional tem vindo a desempenhar um papel determinante na estrutura da economia mundial.

Tabela 2.1 - Indicadores Seleccionados do IDE e da Produção Internacional (1982-2006)

Item	Valores a preços correntes (Milhares de Milhões USD)				Taxa de Crescimento Anual (em %)						
	1982	1990	2005	2006	1986-90	1991-95	1996-00	2003	2004	2005	2006
Fluxos de Entrada de IDE	59	202	946	1306	21,7	22,0	40,0	-9,3	31,6	27,4	38,1
Fluxos de Saída de IDE	28	230	837	1216	24,6	17,3	36,4	3,6	56,6	-4,6	45,2
<i>Stock</i> de IDE entrada	637	1779	10048	11999	16,9	9,4	17,4	20,6	16,9	5,0	19,4
<i>Stock</i> de IDE saída	627	1815	10579	12474	17,7	10,6	17,3	18,1	15,6	4,2	17,9
F&A Internacionais		151	716	880	25,9	24,0	51,5	-19,7	28,2	88,2	22,9
Vendas das Filiais Estrangeiras	2741	6126	21394	25177	19,3	8,8	8,4	26,6	15,0	3,0	17,7
Produto Bruto das Filiais Estrangeiras	676	1501	4184	4862	17,0	6,7	7,3	21,1	15,9	6,3	16,2
Activos Totais das Filiais Estrangeiras	2206	6036	42637	51187	17,7	13,7	19,3	26,0	-1,0	9,3	20,1
Exportações das Filiais Estrangeiras	688	1523	4197	4707	21,7	8,5	3,3	16,1	20,5	10,7	12,2
Emprego das Filiais Estrangeiras (em milhares)	21524	25103	63770	72627	5,3	5,5	11,5	5,7	3,7	16,3	13,9
PIB (preços correntes)	12002	22060	44486	48293	9,4	5,9	1,3	12,3	12,4	7,7	8,6
FBCF	2611	5083	9115	10307	11,5	5,5	1,0	12,6	15,5	4,8	13,1
Royalties	9	29	123	132	21,1	14,6	8,1	12,4	19,2	9,6	7,2
Exportações Mundiais	2124	4329	12588	14120	13,9	8,4	3,7	16,1	20,5	10,7	12,2

Fonte: Resumo da tabela apresentada pela UNCTAD (2007, p. 9)

Por exemplo, o *stock* de IDE¹³, uma medida geral da componente de capital da produção internacional, atingiu, em 2006, um valor próximo dos 12 milhares de milhões¹⁴ de dólares. Tal facto resultou fundamentalmente do crescimento vigoroso dos fluxos de IDE¹⁵ a partir dos anos 80. Considerando os fluxos de entrada de IDE global, constatamos que partiram de um valor próximo dos 60 milhares de milhões de dólares em 1982, para atingirem 1,306 biliões de dólares em 2006.

A observação dos indicadores de internacionalização da produção permite-nos concluir que, nos últimos 25 anos, o *stock* de IDE relativamente ao produto interno bruto (PIB) registou um aumento significativo. Enquanto, em 1982, esta relação representava apenas 5%, em 2006 o *stock* de entrada de IDE em relação ao PIB mundial foi de 25%¹⁶. Adicionalmente, como pode ser observado na tabela 2.1, a taxa de crescimento do *stock* de IDE evidenciou, em 2006, um valor bastante superior ao da taxa de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), enquanto a taxa de crescimento da produção das filiais alcançou o valor de 16,2%, ultrapassando a taxa de crescimento das exportações das filiais (12,2%).

Por outro lado, em 2006, as vendas efectuadas pelas filiais, medida das receitas geradas pela produção internacional, atingiram os 25 milhares de milhões de dólares, valor muito acima do verificado no início da década de 90, enquanto o seu produto bruto (valor acrescentado) atingiu um valor próximo dos 5 milhares de milhões de dólares, representando cerca de um décimo do PIB mundial, comparado com os 5% observados em 1982, conforme podemos aferir a partir dos dados da tabela 2.1.

Apesar de existirem várias razões por detrás da expansão da produção internacional, a liberalização crescente dos regimes de IDE e o reconhecimento de que o IDE pode contribuir para a competitividade das empresas, permanecem como os

¹³ O *stock* de IDE é definido como o valor acumulado dos activos das filiais estrangeiras das empresas multinacionais, num determinado período de tempo.

¹⁴ A escrita dos grandes números obedece às regras aprovadas pela 9ª Conferência Geral dos Pesos e Medidas em 1948, tendo sido adoptada, oficialmente, em Portugal pelas portarias n.ºs 14608 e 17052, de 11/11/1953 e 4/3/1959, respectivamente. Assim, definiu-se que os grandes números em Portugal e no resto da Europa são formados de acordo com a regra “N”. Pelo contrário, nos EUA, segue-se a regra “N-1”, originando confusão na comunicação social, falada ou escrita, no que se refere à expressão “biliões”, que na Europa equivalem a “milhares de milhões”.

¹⁵ Convém, aqui, distinguir entre fluxos de entrada e de saída de IDE. Fluxos de entrada de IDE são os fluxos destinados a um país ou região, enquanto fluxos de saída de IDE são os fluxos com origem num país ou região.

¹⁶ O cálculo destas percentagens foi efectuado a partir do rácio do *stock* de entrada de IDE relativamente ao PIB, com base nos valores evidenciados na tabela 2.1.

principais factores [UNCTAD (2000)].

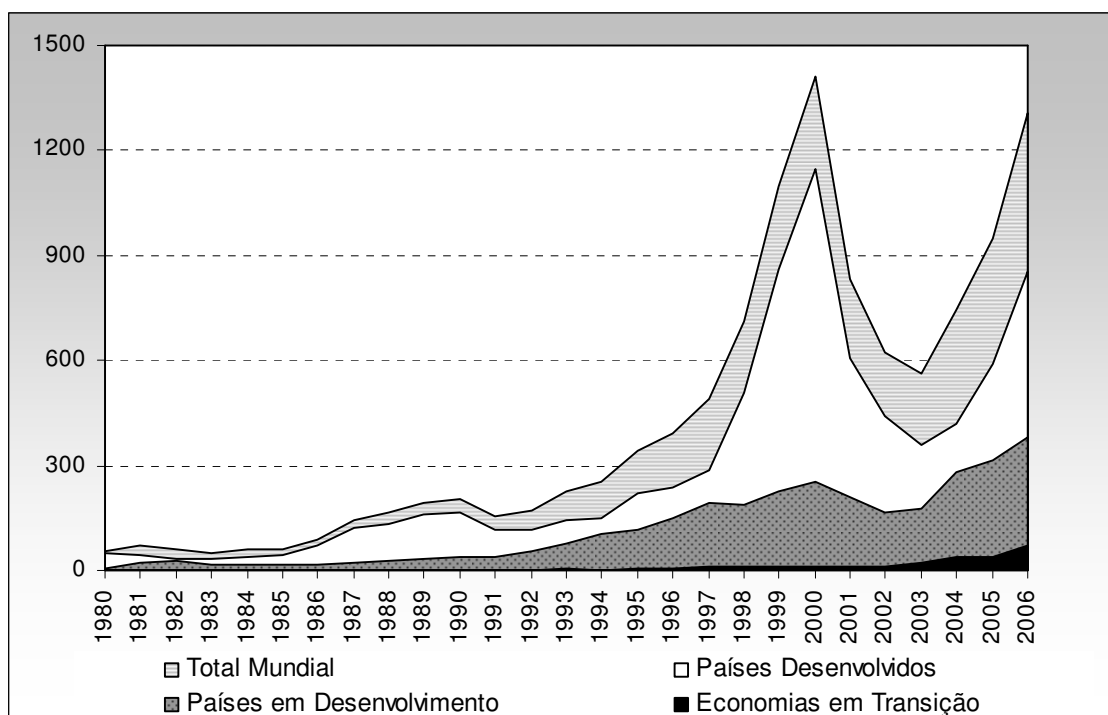
A figura 2.2 referente aos fluxos de entrada de IDE, globais e por grupo de países, possibilitam-nos, de igual modo, a observação de um elevado ritmo de crescimento dos fluxos de IDE, durante o período 1980-2006. Assistimos, no entanto, a uma desaceleração significativa deste crescimento no período 2001-2003, em grande parte, explicada pelo abrandamento da economia mundial, observado após os acontecimentos do 11 de Setembro de 2001. Recentemente, em particular a partir de 2004, os fluxos de IDE retomaram a sua trajectória ascendente, a qual se intensificou ainda mais, no ano de 2006 [UNCTAD (2007)]. Por exemplo, em 2006, os fluxos de entrada de IDE são superiores em 38% aos observados em 2005, aproximando-se do pico de 1411 milhares de milhões de dólares, atingido em 2000 (figura 2.2). Todos os três principais grupos de países – países desenvolvidos, países em desenvolvimento e economias em transição¹⁷ do Sudeste da Europa e da Comunidade dos Estados Independentes¹⁸ (CEI) – registaram um crescimento contínuo em 2006, embora a taxas diferentes.

De uma forma sucinta, podemos afirmar que o crescimento sustentável do IDE e da produção internacional reflectem, sobretudo, a forte performance económica e os lucros crescentes de vários países no mundo, juntamente com a liberalização das suas políticas e outros factores específicos, tais como os movimentos cambiais, o desenvolvimento dos mercados financeiros e os elevados preços dos bens. O aumento das F&A internacionais, financiadas principalmente pelos fundos de capitais privados, impulsionou, de igual modo, o aumento do IDE, desde a década de 80 [UNCTAD (2007)].

¹⁷ Por questões de análise económica, a UNCTAD considera, para além dos países desenvolvidos e em desenvolvimento, uma terceira categoria de países – Economias em Transição. Desta fazem parte os países do Sudeste da Europa (Albânia, Bósnia-Herzegovina, Bulgária, Croácia, Macedónia, Sérvia e Montenegro) e os países pertencentes à Comunidade dos Estados Independentes.

¹⁸ Refere-se a uma organização supranacional que envolve 12 repúblicas que pertenciam à antiga União Soviética (Arménia, Azerbaijão, Bielorrússia, Geórgia, Cazaquistão, Quirguistão, Moldávia, Rússia, Tajiquistão, Ucrânia e Uzbequistão), fundada em 8/12/1991. Desde 26/8/2005, o Turquemenistão não é mais membro permanente, actuando, apenas, como membro associado. Vulgarmente, é utilizada a sigla CIS (*Commonwealth of Independent States*) para identificar esta organização.

Figura 2.2 – Fluxos de Entrada de IDE, Globais e por Grupo de Países, 1980-2006
(Milhares de Milhões de Dólares)



Fonte: UNCTAD (2007, p. 3)

Tomando em consideração que o aumento do IDE se fez, essencialmente, à custa das F&A internacionais, em vez dos investimentos de raiz, aquele foi acompanhado de uma transferência de controlo, da produção e da gestão das mãos domésticas para as estrangeiras, sem um aumento (pelo menos, no curto prazo) correspondente da capacidade produtiva global. No entanto, tais transferências poderão conduzir, em anos subsequentes, a investimentos sequenciais, através de futuros investimentos de raiz que aumentem a capacidade produtiva dos países [UNCTAD (2007)].

Entre os vários indicadores da produção internacional, o emprego das filiais estrangeiras é, sem dúvida, de particular interesse para as economias recipientes. A maioria das quais encontra-se preocupada com o impacto do IDE nas suas economias, nomeadamente, no que respeita ao indicador do emprego. Conforme evidenciado na tabela 2.1, o aumento do IDE tem sido acompanhado do aumento do emprego nas filiais estrangeiras. Em 2006, estima-se que cerca de 73 milhões de trabalhadores foram empregues nas filiais estrangeiras das EMNs, valor três vezes superior ao observado em 1990.

Segundo a UNCTAD (2007), as alterações verificadas ao nível do emprego das filiais estrangeiras em comparação com as observadas no *stock* de IDE e no output das filiais estrangeiras, poderá indicar uma alteração na composição, capital-intensiva ou de sofisticação tecnológica, da produção internacional. Ao longo do período 1982-2006, o emprego das filiais aumentou a uma taxa inferior à do *stock* de IDE e do output das filiais, sugerindo uma possível transferência, por parte das EMNs, para uma produção mais intensiva em capital e conhecimento.

Resumidamente, podemos concluir que, nas últimas duas décadas, temos vindo a assistir a um crescimento acentuado da produção internacional, impulsionado, em grande parte, pelo aumento da actividade de F&A internacionais. Todavia, desde 2004, o aumento das F&A internacionais tem sido, igualmente, acompanhado pelo aumento do número de projectos de investimentos de raiz, em particular, nos países em desenvolvimento e nas economias em transição.

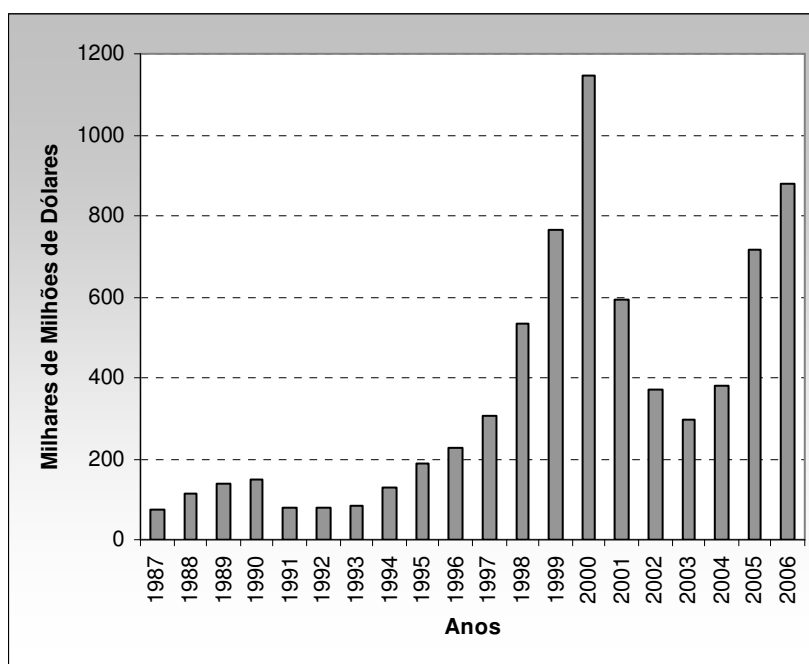
Uma das principais características do fenómeno de globalização industrial, nos anos recentes, é, sem dúvida, o crescimento exponencial das operações de F&A internacionais nos anos 90, as quais desempenharam um papel importante na globalização e reestruturação da indústria [OECD (2001)]. Uma parte impressionante do IDE vai agora para as F&A internacionais, em detrimento dos investimentos de raiz. Nos últimos 20 anos, o peso destas operações nos fluxos globais de IDE flutuou entre os 40% (em 1993) e os 80% (em 2000)¹⁹, representando, actualmente, cerca de 70% dos fluxos globais de IDE (figuras 2.4 e 2.5). Segundo a OECD (2001), as empresas voltaram a focar-se nos seus negócios chave originais, deixando para trás as anteriores estratégias de diversificação, preferindo as expansões via F&A internacionais. Logo, os montantes investidos na aquisição de partes de capital aumentaram de forma drástica, comparativamente, com os investimentos produtivos associados ao IDE de raiz. Tal facto estará, provavelmente, relacionado com o crescimento espectacular dos mercados financeiros, ao longo das últimas duas décadas.

A vaga de F&A internacionais que teve início nos anos 90 apresenta um certo número de características específicas. A mais óbvia é, sem dúvida, a duplicação da escala e do ritmo da actividade de F&A internacionais. O valor das F&A internacionais

¹⁹ Segundo Kang e Johansson (2000), as F&A internacionais chegaram a representar cerca de 85% dos fluxos de IDE, nos finais da década de 90.

cresceu mais de 5 vezes no período 1990-2000, a partir de um valor de 151 milhares de milhões de dólares em 1990, para atingir o valor máximo de sempre de 1,1 biliões de dólares, em 2000 (figura 2.3).

Figura 2.3 - F&A Internacionais Globais, 1987-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Como resultado do abrandamento global da economia, nomeadamente das três principais economias mundiais, observou-se, no início dos anos 2000, um declínio no valor e no número das F&A internacionais. Todavia, a partir de 2004, estas operações tem vindo a evidenciar sinais de retoma, para atingir, em 2006, 880 milhares de milhões de dólares, aproximando-se do anterior pico de actividade observado no ano 2000.

Segundo a publicação anual *World Investment Report* da UNCTAD (2007), o aumento significativo das F&A em 2006, deveu-se em grande parte às condições financeiras mundiais favoráveis, reflectindo baixos custos de financiamento e uma oferta abundante de crédito, em resultado dos elevados lucros empresariais.

Uma outra característica associada à vaga dos anos 90 está relacionada com o aumento da dimensão das operações de F&A internacionais, tendo sido, ao longo dos

anos, esta tendência reforçada. Por exemplo, em 2006, as mega-operações, isto é, aquelas cujo valor de transacção se situa acima de um milhar de milhões de dólares, representavam cerca de dois terços do valor total das F&A internacionais globais (embora abaixo do pico observado em 2000, ano em que estas megas operações representavam 75% do total das F&A internacionais) [UNCTAD (2007)].

Adicionalmente, o aumento recente das F&A internacionais é espalhado entre regiões e sectores. Embora as F&A se mantenham concentradas num número reduzido de países desenvolvidos [UNCTAD (2000) e Kang e Johansson (2000)], tais como o Reino Unido, a França, a Alemanha e os EUA, temos vindo a assistir a um aumento da importância dos países que tradicionalmente viam estas operações como desfavoráveis, nomeadamente, os países da América Latina, e, mais recentemente, as economias em transição do Sudeste da Europa e da CEI.

2.3.2 Tendências Regionais

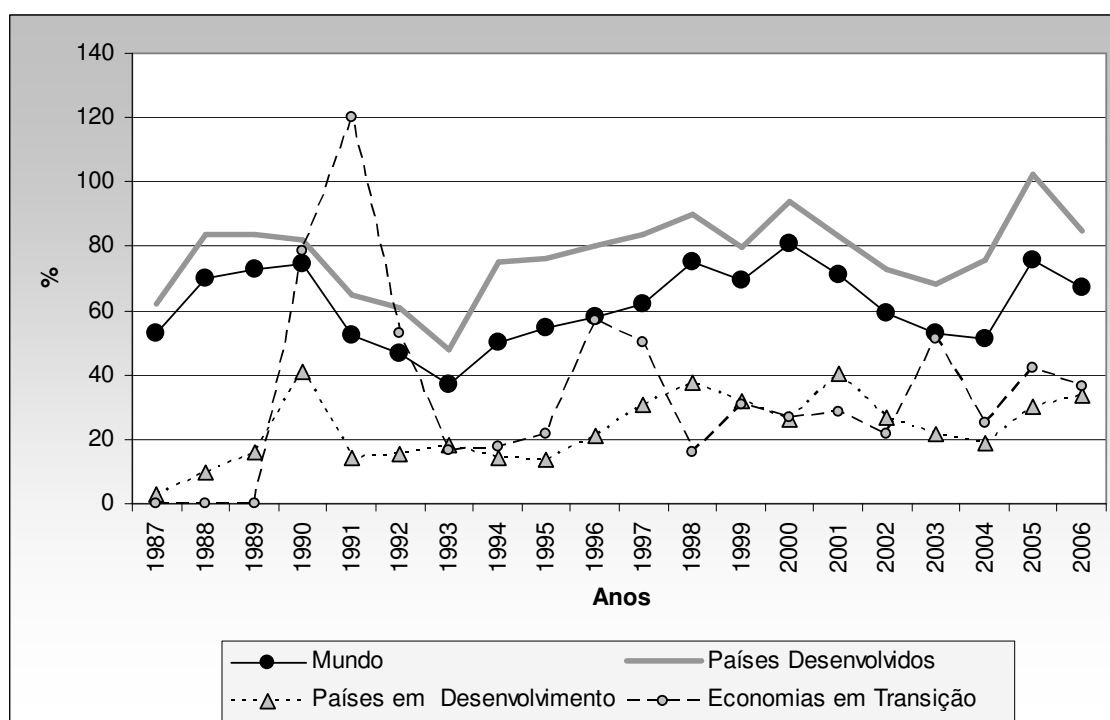
Desde os anos 80 que os fluxos de entrada de IDE têm aumentado em praticamente todas regiões, mas a diferentes ritmos de crescimento, levando ao surgimento de algumas novas tendências (figura 2.2). Em 2006, por exemplo, as entradas de IDE para os países em desenvolvimento cresceram a uma taxa inferior à observada nos países desenvolvidos, mas todas as regiões em desenvolvimento (excepto a América Latina e as Caraíbas) registaram fluxos recorde [UNCTAD (2007)]. De igual modo, as economias em transição do Sudeste da Europa e da CEI atingiram também fluxos de entrada de IDE recorde. Nos últimos anos, os fluxos com destino aos países em desenvolvimento e às economias em transição permanecem em mais de um terço do volume mundial, mas a sua quota nos fluxos de entrada de IDE diminuiu ligeiramente, devido às elevadas taxas de crescimento observadas no grupo dos países desenvolvidos.

Embora não seja possível, devido a problemas metodológicos que serão descritos mais à frente no capítulo 4, avaliar de forma precisa o peso das F&A internacionais nos fluxos de IDE, é interessante comparar as tendências destes fluxos ao longo do tempo, assim como as diferenças regionais.

Os dados sugerem que as F&A internacionais contam com uma parte muito

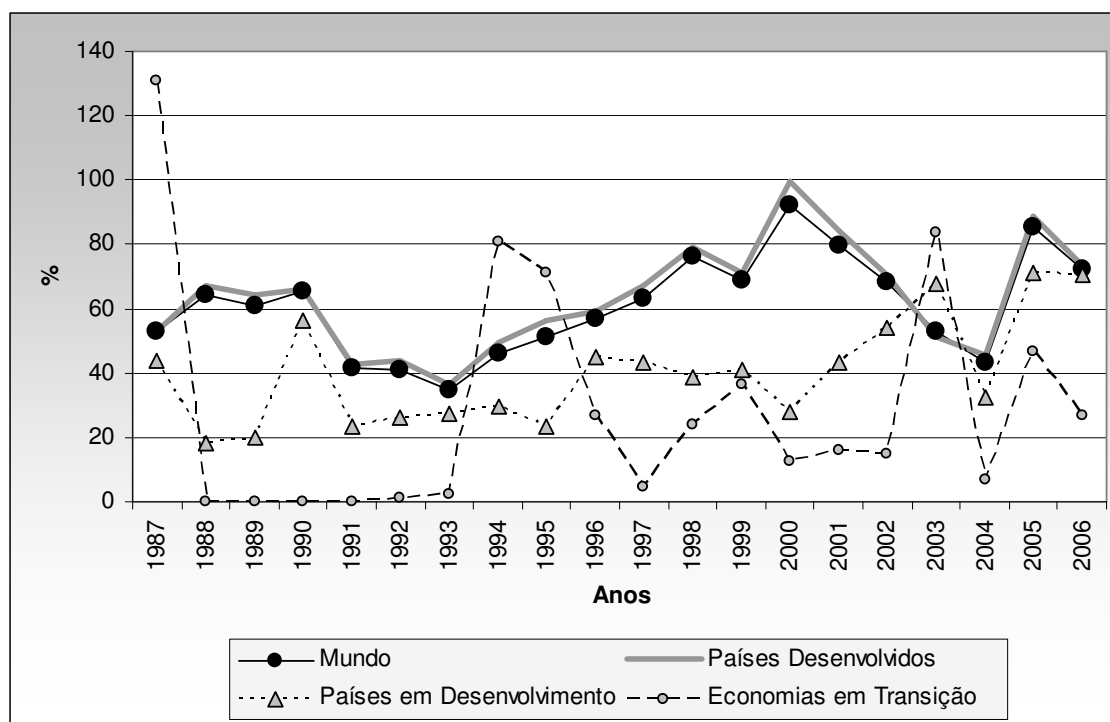
importante dos fluxos de entrada de IDE para os países desenvolvidos. Sugerem igualmente que, de uma forma geral, quanto mais desenvolvida é a região alvo (e mais activa é a actividade de privatização), maior a quota das F&A nos fluxos de entrada de IDE (figura 2.4).

Figura 2.4 – Valor dos Fluxos de Entrada de F&A Internacionais em relação ao Valor dos Fluxos de Entrada de IDE (em %)



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Figura 2.5 – Valor dos Fluxos de Saída de F&A Internacionais em relação ao Valor dos Fluxos de Saída de IDE (em %)



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Apesar dos fluxos globais de IDE apresentarem um padrão semelhante ao das F&A internacionais, desde meados dos anos 80, algumas diferenças são encontradas quando analisamos, em separado, os três principais grupos de países.

Conforme evidenciado nas figuras 2.4 e 2.5, nos países desenvolvidos, o peso dos fluxos de entrada e saída das F&A internacionais nos respectivos fluxos de IDE é, praticamente, igual ao peso observado em termos mundiais. Tal facto indica que a relação entre o IDE e as F&A é muito próxima, neste grupo de economias.

Por outro lado, nos países em desenvolvimento, apesar da tendência ascendente das F&A internacionais, o peso destas nos fluxos de IDE permanece muito abaixo do observado nos países desenvolvidos. Concretamente, entre 1987 e 1989, o peso das F&A internacionais nos fluxos de entrada de IDE representava cerca de 10% e, em 2005-2006, aproximadamente 35%. Neste grupo de países, cerca de dois terços dos fluxos de entrada de IDE financiam os investimentos de raiz, constituindo o modo

preferencial de entrada nestes mercados. Todavia, no que respeita aos investimentos realizados a partir destas economias, constatamos que o peso das F&A internacionais nos fluxos de saída de IDE (figura 2.5) tem sido alvo de grandes oscilações, durante o período em análise. No entanto, a partir de 2004, as operações de F&A internacionais evidenciam uma tendência ascendente, constituindo cerca de 70% do total dos investimentos no exterior, realizados por estas economias.

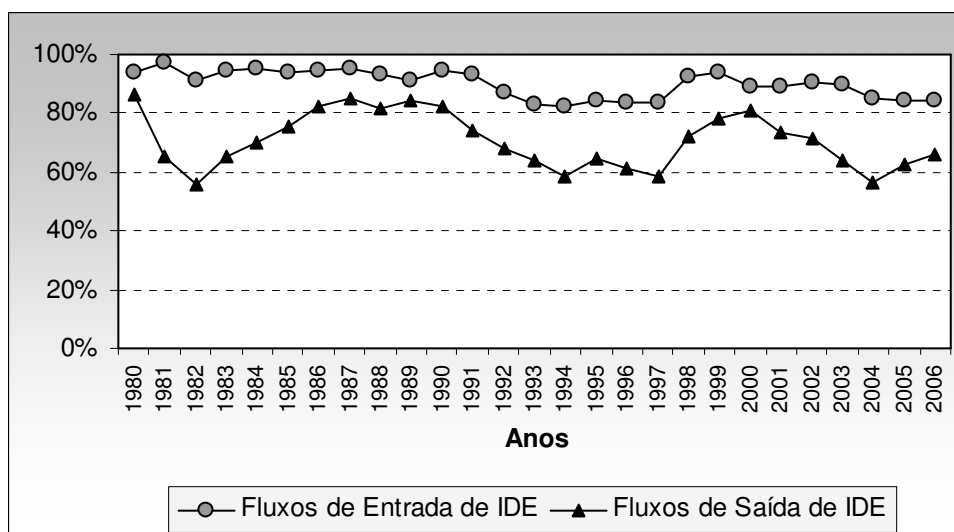
Contrariamente, nas economias em transição, as F&A internacionais permanecem a um nível muito reduzido e as tendências gerais indicam que o IDE de raiz está-se a tornar mais importante que o IDE através das F&A.

Na subsecção seguinte apresentaremos, de forma pormenorizada, as tendências regionais do IDE, por grupo de países.

2.3.2.1 Países Desenvolvidos

A grande maioria dos fluxos de IDE tem como destino ou como origem os países desenvolvidos. No que respeita às entradas de IDE, este grupo de países é responsável, ao longo dos últimos 25 anos, por cerca de 80-90% dos fluxos mundiais (figura 2.6), sendo que os países da Tríade (União Europeia, Japão e EUA) representam cerca de 60-70% desses mesmos fluxos. Contudo, dentro deste grupo, tem havido uma deslocação notável dos fluxos para a União Europeia (UE). Especificamente, o peso da UE nos fluxos de entrada de IDE dentro da Tríade era de 75% em 2004-2006, comparada com 62%, em 1978-1980 [UNCTAD (2006)]. A União Europeia, actualmente alargada a 27 países, representa cerca de 50% dos fluxos e *stocks* de entrada e saída globais de IDE. Ao invés, a importância dos EUA, em ambos os fluxos e *stocks* de entrada e saída de IDE, tem vindo a decrescer. Desde o início dos anos 80, tem diminuído enquanto fonte de IDE e, no início dos anos 90, enquanto recipiente. Quanto ao Japão que emergiu, nos anos 80, como um importante país de origem, tem declinado consideravelmente de importância, ao longo dos últimos 15 anos, mas tem ganho peso enquanto recipiente. Contudo, permanece, em termos globais, como um país de acolhimento de pouca importância.

Figura 2.6 – Peso dos Países Desenvolvidos nos Fluxos Globais de IDE, 1980-2006



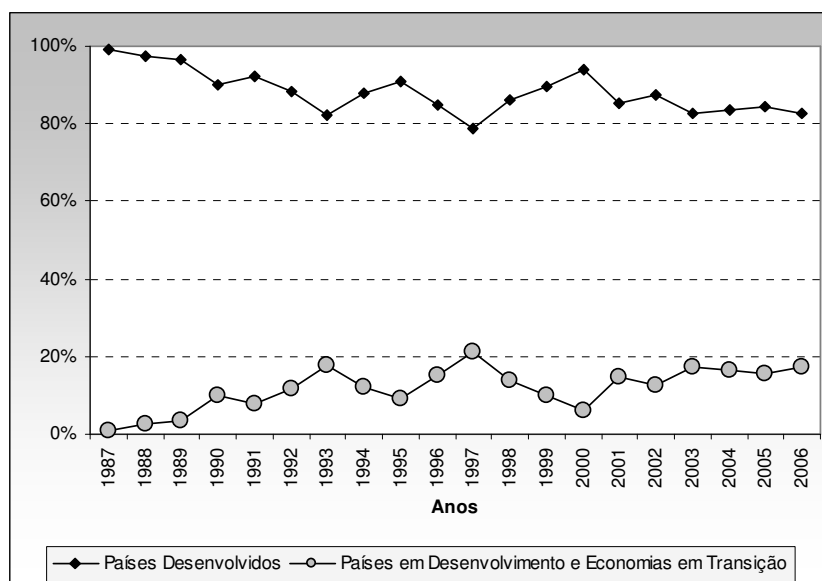
Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

No que respeita às operações de F&A internacionais, os países desenvolvidos ocupam, de igual modo, uma posição dominante. Durante o período 1987-2006, a quota destes nas entradas e nas saídas de F&A internacionais nunca foi inferior a 77% e a 87%, respectivamente. (figuras 2.7 e 2.8).

Dentro deste grupo, o peso da UE nos fluxos de entrada de F&A nos países desenvolvidos cresceu a um ritmo acelerado de, menos de 20% em 1987, para 65% em 1992 e, tem permanecido em cerca de 50% [UNCTAD (2000, 2006)]. Padrão semelhante é verificado do lado das compras de empresas estrangeiras por parte das empresas domésticas dos países desenvolvidos (fluxos de saída). De destacar o papel do Reino Unido, da França e da Alemanha como os países mais activos da UE²⁰ na actividade de F&A internacionais, figurando quer como alvos, quer como adquirentes neste tipo de operações.

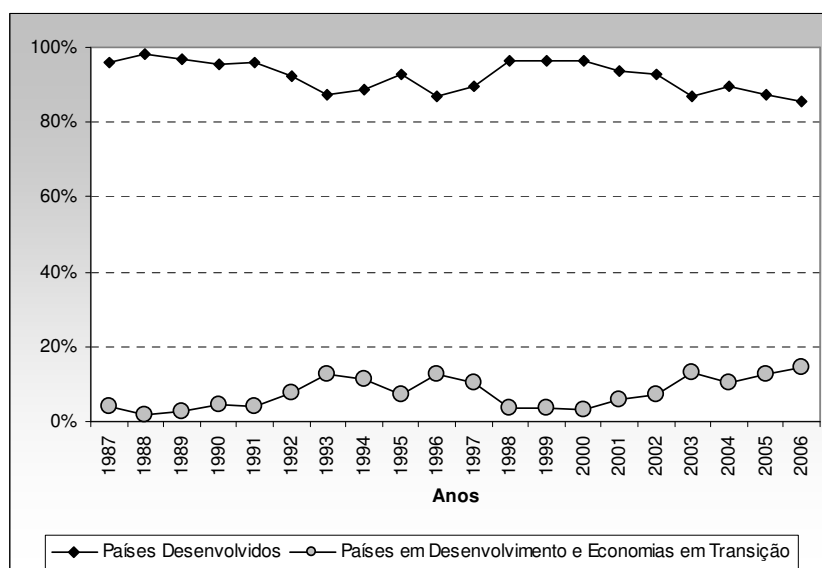
²⁰ União Europeia constituída pelos 25 Estados-Membros, antes do último alargamento, em 2007, à Roménia e à Bulgária.

Figura 2.7 – Fluxos de Entrada de F&A Internacionais (*Vendas*) por Grupo de Países, 1987-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Figura 2.8 – Fluxos de Saída de F&A Internacionais (*Compras*) por Grupo de Países, 1987-2006

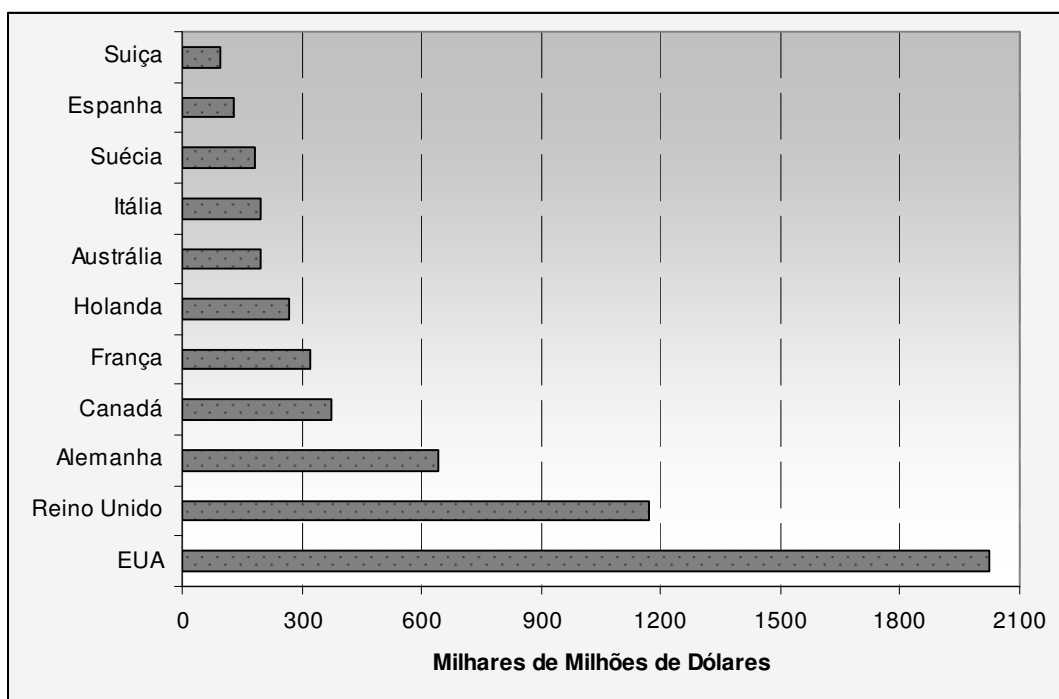


Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Conforme as figuras 2.9 e 2.10 evidenciam, ao longo do período 1987-2006, estas economias, juntamente com os Estados Unidos da América (EUA), foram, de facto, os principais países de origem e de destino das F&A internacionais, sugerindo um elevado grau de concentração da actividade de F&A internacionais.

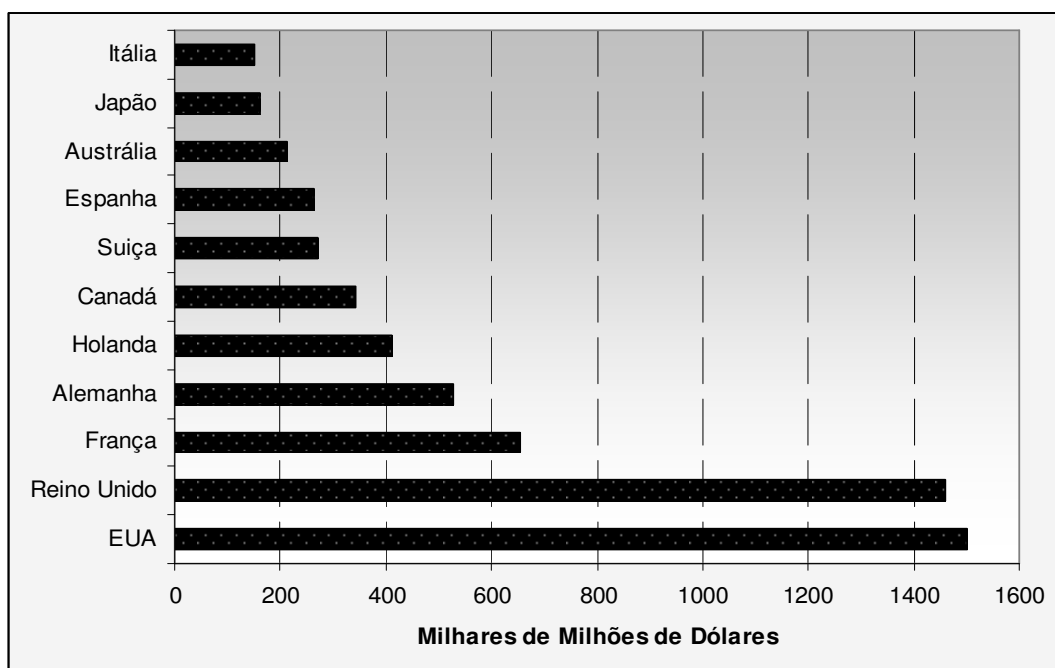
De salientar, sem dúvida, o papel dos EUA enquanto a principal economia alvo, ao longo das últimas duas décadas, apesar de nem sempre ocupar o primeiro lugar no *ranking*. Por exemplo, em 2005, o Reino Unido assumiu o primeiro lugar como principal alvo de F&A internacionais, mas os EUA voltaram a recuperar essa posição, no ano seguinte.

Figura 2.9 – Países Desenvolvidos: Fluxos de Entrada (*Vendas*) de F&A Internacionais, Top dos 10 países, 1987-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Figura 2.10 – Países Desenvolvidos: Fluxos de Saída (Compras) de F&A Internacionais, Top dos 10 países, 1987-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

2.3.2.2 Países em Desenvolvimento e Economias em Transição

Os países em desenvolvimento e as economias em transição têm ganho importância, quer como recipientes, quer como fontes de IDE.

Enquanto recipientes, a quota destes nos fluxos globais de IDE cresceu de uma média de 20%, em 1978-1980, para uma média de 35%, em 2004-2006 (figura 2.11), embora a performance entre os diferentes grupos regionais seja distinta [UNCTAD (2006)]. Por exemplo, a quota dos países africanos declinou gradualmente, de 10% em termos dos fluxos de entrada globais a partir dos países desenvolvidos em 1978-1980, para cerca de 5% em 1998-2000, tendo, no entanto, nos últimos anos vindo a recuperar.

O peso dos países em desenvolvimento da Ásia e da Oceânia, particularmente, da Ásia do Sul, Este e Sudeste, aumentou rapidamente – impulsionado, em parte, pelos

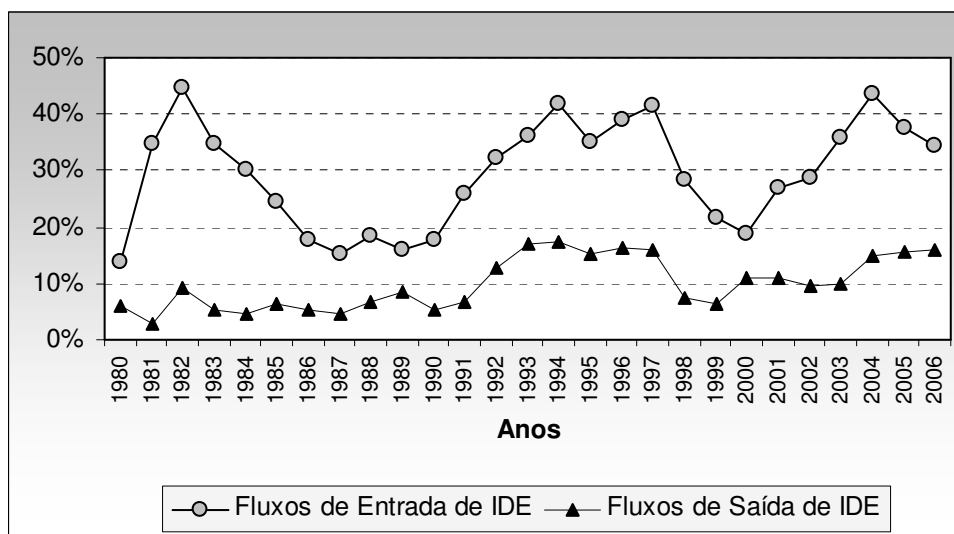
fluxos direccionados para a China, a qual apareceu no cenário do IDE, apenas, nos finais dos anos 70 – até aos finais dos anos 90, tendo abrandado ligeiramente o crescimento no início do século XXI.

A América Latina e a região das Caraíbas experimentaram um notável declínio, a partir da sua posição dominante nos anos 70 e nos inícios dos anos 80. Desde então, ainda não recuperaram os seus níveis anteriores, embora os fluxos de IDE para estas regiões estejam, novamente, a aumentar.

Contrariamente aos países desenvolvidos, nos quais os fluxos de entrada de IDE ocorrem, maioritariamente, via F&A internacionais, os países em desenvolvimento e as economias em transição atraem IDE, principalmente, sob a forma de investimentos de raiz²¹. Por exemplo, como referimos atrás, no caso dos países em desenvolvimento, estima-se que cerca de dois terços das entradas IDE ocorram via investimentos de raiz (figura 2.4). Parece, então, que a forma preferencial de entrada nestes mercados continua a ser o IDE de raiz. Ao invés, o peso das economias em desenvolvimento e em transição no valor total dos fluxos de entrada de F&A internacionais, raramente, atingiu valores superiores a 20% (à excepção do ano de 1997) e tem permanecido relativamente estável, cerca dos 17%, desde 2003 (figura 2.7).

²¹ De acordo com a publicação *World Investment Report* da UNCTAD (2007), a quota deste grupo de países no número total de investimentos de raiz, por região de destino, assumiu sempre valores superiores a 50%, ao longo do período para o qual os dados estão disponíveis (2002-2006).

Figura 2.11 – Peso dos Países em Desenvolvimento e das Economias em Transição nos Fluxos Globais de IDE, 1980-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

O IDE a partir dos países em desenvolvimento e das economias em transição tem crescido, desde há já algum tempo, com vários períodos de expansão desde os anos 70, embora a uma escala inferior à observada nos últimos anos. Excepto correcções temporárias em 1990-91, 1998 e 2002-2003, estas economias têm experimentado um crescimento sustentável, ao longo dos últimos 25 anos.

O peso dos países em desenvolvimento e das economias em transição nos fluxos de saída globais de IDE tem flutuado entre menos de 4% e o máximo de 18% (figura 2.10). Os fluxos de saída cresceram particularmente depressa nos anos 90 e, permaneceram acima dos 15%, durante o período 1993-1997. Neste período, o IDE foi conduzido essencialmente pela expansão internacional das multinacionais asiáticas, processo que só foi temporariamente interrompido pela crise financeira na Ásia. No período 2005-2006, o peso destas economias correspondia a cerca de 17% dos fluxos de saída mundiais [UNCTAD (2006, 2007)].

Todavia, só a partir dos anos 90 é que os fluxos de IDE com origem nos países em desenvolvimento e nas economias em transição têm assumido proporções significativas, em termos absolutos. Os dados agregados sugerem que tais fluxos partiram de valores negligenciáveis ou muito pequenos em 1980, cerca de 3 milhares de

milhões de dólares, para 13 milhares de milhões de dólares, em 1990. Continuaram a aumentar de forma notável até 2000 (cerca de 147 milhares de milhões de dólares), para atingir, em 2006, o valor máximo de 193 milhares de milhões de dólares.

Contudo, conforme salienta a UNCTAD (2006), a interpretação destes fluxos deve ser feita de forma cuidadosa. A sua volatilidade é resultante, em parte, da ocorrência, em determinados anos, de transacções de grandes dimensões envolvendo a região de Hong Kong (China) e os centros financeiros de *offshore*²². Por exemplo, nalguns anos durante a década de 90, os fluxos com origem em Hong Kong (China) eram tão (ou quase) elevados, quanto os fluxos de todos os outros países em desenvolvimento ou em transição, em conjunto. Todavia, mesmo descontando o IDE com origem nos centros financeiros de *offshore* e em Hong Kong (China), existe uma clara tendência crescente dos fluxos de saída de IDE, neste grupo de países.

Mais importante é que um número significativo de economias em desenvolvimento e em transição tem emergido como fontes significativas de IDE (e.g. Hong Kong (China), Rússia, Singapura, Brasil, China, África do Sul e República da Coreia) noutros países em desenvolvimento. Os investimentos realizados por aqueles países são, agora, considerados como novas e importantes fontes de capital e conhecimento para os países alvo em desenvolvimento.

No caso das economias em transição do Sudeste da Europa e da Comunidade dos Estados Independentes, o IDE para e a partir destas economias começou a crescer no início dos anos 90, devido à transição destas economias para economias de mercado. Apesar de muito pequeno, o peso destes países nos fluxos e *stocks* de entrada e saída de IDE, evidencia uma tendência crescente. Dentro da região, a Rússia tem ocupado sempre uma posição dominante, quer como fonte, quer como recipiente de IDE.

Deste modo, a composição geográfica do IDE a partir dos países em desenvolvimento e das economias em transição, tem-se alterado ao longo das últimas duas décadas, reflectindo sobretudo a importância da Ásia, enquanto região de origem, desde meados dos anos 80. Ao longo do tempo, a região da América Latina e Caraíbas, assim como as do Norte de África e da Ásia Ocidental foram perdendo importância enquanto fontes de IDE [UNCTAD (2006)]. Em contrapartida, as novas economias

²² A UNCTAD (2006) considera como centros financeiros *offshore*: as Bahamas, Bermudas, Ilhas Virgens Inglesas e as Ilhas Caimão.

emergentes da Ásia – Hong Kong (China), República da Coreia, Taiwan, Singapura – assim como a China e a Malásia, encontram-se, desde o início da década de 2000, entre as 12 principais fontes de IDE. A estas economias, devemos adicionar uma outra região – a Rússia – que tem emergido, desde essa altura, como uma fonte considerável de IDE.

Os dados sobre a actividade de F&A internacionais providenciam evidência adicional sobre o aumento da importância dos países em desenvolvimento e das economias em transição, como fontes de IDE. As F&A internacionais estão a tornar-se um importante modo de entrada, incluindo para as EMNs das economias em desenvolvimento e em transição. O valor das suas F&A internacionais evidencia uma tendência ascendente entre 1987-1999, atingindo um nível sem precedentes, perto dos 128 milhares de milhões de dólares, em 2006. O aumento recente deve-se sobretudo às empresas originárias dos países em desenvolvimento da Ásia, nomeadamente, Singapura e Hong Kong (China) destacam-se como principais adquirentes (excluindo os centros financeiros *offshore*). Como resultado, entre 1987 e 2006, o peso dos países em desenvolvimento e das economias em transição, no valor global das F&A internacionais, aumentou de 4% para 15% (valor máximo de sempre), (figura 2.8).

Uma outra característica associada a este aumento diz respeito ao facto dos países em desenvolvimento e das economias em transição estarem a envolver-se num número crescente de mega-acordos²³ [UNCTAD (2006)]. Concretizando, o número de mega-acordos aumentou de 1 em 1990, para 19 em 2005, correspondendo, no último caso, a 12% (3% em 2000) do total de acordos com valor acima de um milhar de milhões de dólares. Convém, no entanto, notar que dos 92 mega-acordos realizados por estes países durante o período 1987-2005, 15 foram conduzidos por multinacionais dos países desenvolvidos registadas nos centros financeiros de *offshore*. Outras aquisições envolveram filiais estrangeiras estabelecidas nos países em desenvolvimento, mas que eram detidas, em último recurso, por uma multinacional com origem num país desenvolvido.

A terceira fonte de dados que confirma a importância crescente dos países em desenvolvimento e das economias em transição resulta da informação relacionada com os projectos de investimentos de raiz. Embora as publicações sobre IDE da UNCTAD –

²³ Como referimos atrás, estes mega-acordos correspondem a operações cujo valor de transacção é superior a um milhão de milhões de dólares.

World Investment Report – só disponibilizam informação quanto ao número de investimentos de raiz de que cada país foi origem ou destino, esta medida, apesar de rudimentar (quando comparada com os dados actuais sobre os restantes investimentos de capitais), providencia uma indicação do peso das empresas estabelecidas por diferentes países de origem.

O número de investimentos de raiz com origem nos países em desenvolvimento e nas economias em transição aumentou de, aproximadamente, 800 em 2002, para um valor próximo dos 1600, em 2003. Desde então, o número diminuiu ligeiramente até 2005, mas permaneceu bastante acima do nível observado, em 2002. Em 2006, as multinacionais dos países em desenvolvimento e das economias em transição foram responsáveis por quase 2000 projectos de investimento, atingindo o valor máximo de sempre, representando cerca de 17% do número total de investimentos de raiz, para os quais a informação está disponível. Em contrapartida, o peso dos países desenvolvidos no estabelecimento de novas filiais tem vindo a diminuir, nos últimos anos. A Ásia tem sido, mais uma vez, a fonte da maioria destes investimentos (tabela 2.2).

Tabela 2.2 – Número de Projectos de Investimentos de Raiz realizados por empresas provenientes dos Países em Desenvolvimento e das Economias em Transição, por região de origem : 2002-2006

Região de Origem	2002	2003	2004	2005	2006
África	45	66	48	71	75
Ásia e Oceânia	579	1227	1096	1183	1549
Ásia do Sul, Este e Sudeste	469	1019	918	944	1118
Ásia Ocidental	110	208	178	239	429
América Latina e Caraíbas	75	131	158	81	121
Sudeste da Europa e CEI	75	173	191	201	227
Total dos PED e ET	774	1597	1493	1536	1972
Peso dos PED e ET no número total de IR estabelecidos no mundo (em %)	13,6	16,9	14,7	14,7	16,7

Nota: PED – Países em Desenvolvimento; ET – Economias em Transição e IR – Investimentos de raiz. **Fonte:** Adaptado da publicação *World Investment Report* da UNCTAD (2006, p. 112), mas com dados actualizados até 2006 (inclusive), obtidos a partir da UNCTAD (2007).

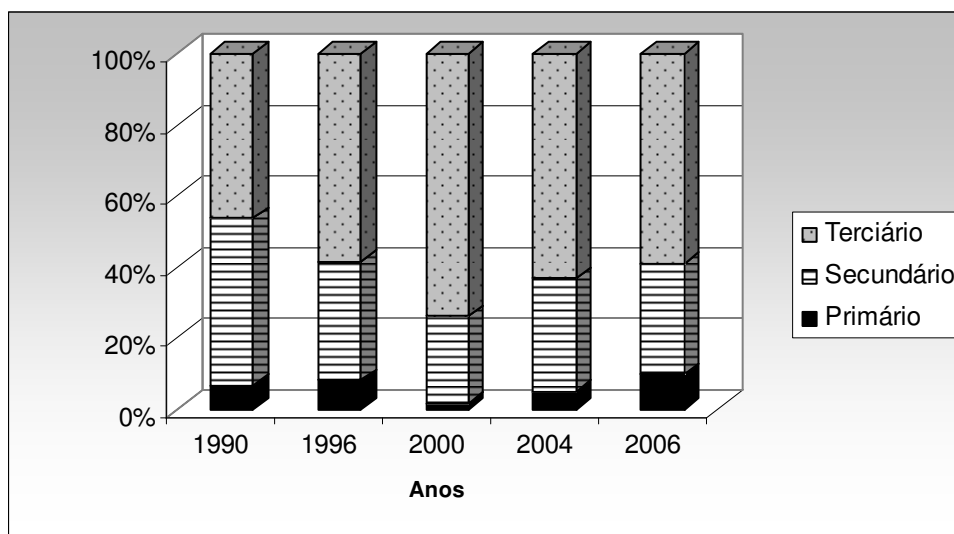
Podemos, assim, concluir que os países em desenvolvimento e as economias em transição têm vindo a aumentar de importância, enquanto fontes de IDE, seja por via das F&A internacionais, seja dos investimentos de raiz. Em particular, desde 2004, observamos que estes dois modos de IDE (com origem nestes países) aumentaram ambos, colocando fim à tendência divergente, normalmente, registada entre as duas séries de investimento.

2.3.3 Distribuição Sectorial

A distribuição sectorial dos dados sobre o IDE está apenas disponível para um número limitado de países e, sobretudo, a partir de 2004, impedindo uma análise compreensiva do IDE, a nível sectorial. Todavia, os dados disponíveis para um dos modos de entrada, especialmente para as F&A internacionais, possibilitam-nos uma melhor compreensão. Desta forma, e uma vez que a distribuição sectorial das F&A internacionais reflecte, em termos gerais, o padrão de desenvolvimento dos fluxos de IDE, iremos utilizar, nesta análise, os dados sobre F&A internacionais.

Nos anos 90, um dos aspectos que mais caracterizou a vaga de F&A internacionais foi, sem dúvida, o peso crescente do sector terciário, o qual representava mais de 70% dos fluxos de entrada de F&A no ano 2000, enquanto a importância do sector secundário diminuía e o sector primário (associado aos recursos naturais) se tornava negligenciável. Esta tendência era transversal a qualquer um dos grupos de países (figura 2.12).

Figura 2.12 – Distribuição Sectorial dos Fluxos de Entrada de F&A Internacionais (Vendas), 1990-2006



Fonte: Própria, construída a partir dos dados disponibilizados pela UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line*, <http://stats.unctad.org/FDI>

Durante esta década, as F&A internacionais realizavam-se ao longo de um conjunto variado de sectores. Por exemplo, no sector secundário, as indústrias que mais se destacavam nas operações de F&A eram a química, a farmacêutica e a de equipamentos eléctricos e electrónicos. Nos serviços, as indústrias líderes eram as telecomunicações e os serviços financeiros. A grande maioria destas indústrias atraíam operações de F&A de larga escala, devido, em parte, às estratégias empresariais prosseguidas pelas empresas intervenientes e, também, às políticas de liberalização e desregulação.

À medida que a economia mundial se tornou mais terciária, as F&A internacionais desempenharam um papel importante, em particular, na reestruturação global do sector dos serviços [OECD (2001)]. Ao contrário das F&A dos anos 80, que eram realizadas normalmente entre diferentes áreas de negócio ou indústrias, as aquisições dos anos 90 envolveram, na maioria dos casos, as mesmas ou indústrias relacionadas. Tal facto era indicativo dos esforços das multinacionais em fortalecer a sua competitividade global nos seus negócios chave ou, o desejo em reduzir a concorrência nos mercados cada vez mais globais.

Contudo, apesar de os serviços dominarem, até hoje, as operações de F&A

internacionais (representando cerca de 58%) e, de uma forma geral, o IDE, assistimos a partir de 2004, a um aumento da importância do sector primário, enquanto o peso dos sectores secundário e terciário diminuía (figura 2.12).

O sector secundário tem vindo a apresentar uma tendência descendente, partindo de 52% do valor global das F&A internacionais em 1987-1990, para 31% em 2002-2006. Tal cenário é idêntico, quer do lado dos fluxos de saída, quer dos fluxos de entrada de F&A internacionais.

Por outro lado, assistimos a um crescimento, notável e muito recente, do IDE (via F&A) no sector primário, em particular nas actividades relacionadas com a indústria extractiva. No período 2002-2006, o peso deste sector nos fluxos globais de F&A internacionais cresceu mais de seis vezes, recuperando o valor de 11%, atingido em 1987-1990.

Nos últimos anos, o IDE na indústria de extracção (incluindo o petróleo e outros minérios), principal indústria do sector primário, tem sido o grande responsável pelo recente aumento do IDE global [UNCTAD (2006)].

Convém, ainda, salientar que a importância do sector primário no *stock* de entrada de IDE é inferior nos países desenvolvidos, relativamente aos países em desenvolvimento e às economias em transição. No que respeita a estas últimas, nomeadamente às economias do sudeste da Europa e da CEI, o peso do sector primário no IDE global tem sido particularmente elevado. Em termos gerais, enquanto as economias desenvolvidas estão vocacionadas sobretudo para o IDE no sector terciário e secundário, os países em desenvolvimento e as economias em transição, cujas vantagens específicas assentam fundamentalmente na dotação de recursos naturais, estão voltadas para o sector primário, ligado à indústria de extracção de petróleo e gás natural.

Reflectindo a tendência iniciada já nos anos 90, o crescimento das operações de F&A internacionais parece ser conduzido por um número reduzido de indústrias específicas, em vez de ser sectorialmente diversificado. Concretamente, em 2005, as indústrias de petróleo e gás, de telecomunicações e energias e os serviços bancários e imobiliários, foram os principais sectores recipientes de IDE [UNCTAD (2006)]. Pela primeira vez, desde 1987-1988, a indústria de petróleo e gás ocupou o primeiro lugar enquanto recipiente de IDE, contando com 14% de todos os fluxos de entrada de F&A internacionais, seguida do sector financeiro e das telecomunicações. Segundo a mesma

publicação da UNCTAD, estas três actividades correspondem a mais de um terço do valor total das F&A internacionais. Assiste-se, igualmente, a um considerável IDE nas indústrias de serviços (imobiliário, construção, transportes e software).

Em termos de conclusão, podemos salientar que, sectorialmente, o IDE no sector primário (ao nível dos recursos naturais, em particular na indústria extractiva) tem recuperado lentamente nos últimos anos, depois de um declínio considerável de importância, ao longo das últimas duas décadas ou mais. Ao invés, os serviços continuam a capturar a maior parte do IDE. Em resultado, temos vindo a assistir a um declínio no sector secundário, quer ao nível dos fluxos, quer dos *stocks* de IDE. Este cenário mantém-se ao nível das entradas e saídas de IDE, em todos os grupos de países.

2.4 Conclusões

Ao contrário dos investimentos de portfólio que não envolvem o controlo ou a gestão da empresa receptora dos fluxos de capitais, os investimentos directos estrangeiros envolvem uma relação de longo prazo, reflectindo um interesse duradouro e um controlo de uma entidade residente numa economia diferente da do investidor.

No caso de as empresas optarem pelo IDE como forma de entrada nos mercados estrangeiros, elas podem fazê-lo de duas formas distintas, ou através do estabelecimento de uma nova filial no exterior, ou adquirindo (ou fundindo-se com) uma empresa estrangeira já existente. Temos, no primeiro caso, os investimentos de raiz e, no segundo, as F&A internacionais, os quais constituem os dois modos de entrada do IDE.

A escolha de um modo de entrada em detrimento de outro, como iremos ver a partir da sistematização da literatura existente nesta área, depende, não só de um conjunto de factores específicos às empresas, mas também específicos às indústrias e aos países.

Todavia, ao longo das últimas duas décadas, tem sido notória a preferência pelas F&A internacionais, enquanto forma de investimento no exterior. Grande parte da expansão dos fluxos agregados de IDE está associada fundamentalmente ao aumento das F&A internacionais, as quais representam, actualmente, cerca de 70% dos fluxos globais de IDE. Esta realidade constitui, na verdade, uma das principais características

do fenómeno de globalização industrial, desde os finais da década de 80.

Investigar, do ponto de vista macroeconómico, os determinantes associados à maior ou menor propensão dos países para o IDE através das F&A internacionais, relativamente ao IDE de raiz, constitui um dos principais objectivos deste trabalho. Com este propósito, torna-se necessário proceder, antes de mais, à sistematização da literatura sobre os determinantes do IDE e da escolha do modo de entrada, enfatizando, sempre que possível, os aspectos macroeconómicos.

CAPÍTULO 3

DETERMINANTES DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO E DA ESCOLHA DO MODO DE ENTRADA: REVISÃO DA LITERATURA

3.1 Introdução

Neste capítulo, é nosso objectivo efectuar uma síntese das principais teorias e trabalhos empíricos acerca dos determinantes do IDE e da escolha do modo de entrada.

Como referimos atrás, neste trabalho, vamos investigar os determinantes macroeconómicos associados ao IDE, em particular, à escolha entre os dois modos preferenciais de IDE, ou seja, entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Contudo, como explicarei mais à frente, a maioria destes determinantes estão associados às características das empresas investidoras. Nestas circunstâncias, pensamos ser conveniente apresentar uma revisão da literatura que incluísse, de igual modo, os determinantes microeconómicos, relacionados com as especificidades das empresas multinacionais que realizam o investimento.

A revisão da literatura será dividida em duas partes. A primeira encontra-se relacionada com os determinantes dos fluxos agregados do IDE, onde se procura sumariar os principais contributos teóricos e empíricos para a explicação da distribuição geográfica do IDE. Na segunda parte procede-se à apresentação das perspectivas teóricas mais relevantes, assim como à sistematização da literatura empírica que tem sido conduzida a nível micro e macroeconómico, sobre os determinantes do modo de entrada de IDE. De acordo com a investigação empírica que pretendemos desenvolver neste trabalho, esta segunda secção assume particular importância.

3.2 Determinantes do Investimento Directo Estrangeiro

3.2.1 Perspectivas Teóricas

O objectivo desta secção consiste em apresentar uma revisão das principais correntes teóricas da produção internacional, distinguindo entre as teorias macroeconómicas e as microeconómicas. As primeiras explicam a produção internacional, essencialmente, em termos das vantagens comparativas dos países, enquanto as segundas em termos das especificidades das empresas multinacionais. As várias teorias macro e microeconómicas poderão, na nossa perspectiva, ser analisadas de uma forma integrada no Paradigma Eclético de Dunning.

As teorias do IDE visam explicar a propriedade e o controlo dos activos estrangeiros. Durante um longo período de tempo, a teoria do IDE adoptou uma perspectiva macroeconómica, utilizando as taxas de câmbio e as taxas de juro para explicar, essencialmente, as transacções financeiras e os investimentos de portfólio.

Hymer [(1976), (versão inicial 1960)] foi o primeiro investigador a perceber que a teoria do investimento de portfólio não conseguia explicar a totalidade dos fluxos internacionais. Em resposta a esta desvantagem, Hymer direccionou a teoria do IDE para a perspectiva da empresa e da indústria. A premissa do seu trabalho, o qual iremos desenvolver à frente, é que o comportamento industrial (do tipo oligopolístico) é influenciado por variáveis ao nível da indústria e o comportamento ao nível da empresa é determinado pelos custos de transacção. Adicionalmente, Hymer enfatiza que o aspecto de controlo (obtido através da propriedade) é o elemento chave que distingue o IDE dos investimentos de portfólio. Desta forma, o controlo associado à internalização das imperfeições de mercado constitui a base das teorias do IDE. Mais tarde, outros aspectos, como as vantagens de localização e as estratégias empresariais, foram adicionados, no sentido de providenciar modelos gerais e paradigmas para explicar o comportamento das empresas multinacionais e o complexo ambiente empresarial internacional.

Ou seja, a evolução das teorias do IDE parece reflectir a tendência de globalização e a evolução das empresas internacionais [Dunning (1988)]. Passamos de

uma explicação essencialmente macroeconómica da produção internacional nos anos 60, para uma perspectiva microeconómica, centrada na empresa e na indústria.

Neste contexto, não será de estranhar que a maioria da literatura teórica sobre o IDE atribua uma maior ênfase aos factores específicos da empresa multinacional, em especial, aos aspectos ligados ao tipo de concorrência existente entre as multinacionais e as empresas locais.

3.2.1.1 Teorias Macroeconómicas do IDE

As teorias macroeconómicas da produção internacional explicam basicamente a dispersão internacional de capital e de recursos produtivos, em termos das dotações dos países envolvidos no comércio e no investimento internacional.

Até finais dos anos 50, não existia nenhuma teoria estabelecida sobre as empresas multinacionais ou o IDE. Algumas das tentativas para explicar as actividades das empresas fora das suas fronteiras nacionais, encontravam-se ligadas à Teoria dos Movimentos Internacionais de Capitais, segundo a qual os fluxos de capitais fluíam entre países como resultado das diferenças cambiais e de taxas de juro²⁴. A incapacidade desta teoria em prever os fluxos internacionais de capitais levou os economistas a desenvolverem hipóteses alternativas.

3.2.1.1.1 Teoria do Comércio Internacional

Essencialmente, as teorias do comércio explicam os padrões internacionais de comércio em termos das vantagens comparativas que resultam das diferenças relativas de preços entre países. Originariamente, a teoria das vantagens comparativas foi formulada por David Ricardo (versão original 1817) que argumentava que os padrões

²⁴ Como refere Dunning (1973, p. 299) “(...) o capital flui entre as trocas comerciais, se a margem sobre a qual é esperada que o juro exceda o custo de capital é superior à praticada nos projectos locais.” Até aos anos 60, esta teoria foi pensada pela maioria dos economistas, para explicar os movimentos dos investimentos de portfólio, sendo, por este motivo, também conhecida por teoria do investimento de portfólio.

de troca eram explicados pelas dotações de factores dos respectivos países envolvidos no comércio. Mais tarde, esta teoria foi expandida e sofisticada por Heckscher (1919) e pelo seu aluno Ohlin (1933), dando origem ao modelo clássico de Heckscher-Ohlin. Este modelo sustenta que as diferenças dos países em termos das suas vantagens comparativas são explicadas por diferentes custos relativos dos factores de produção. Assim, os países irão exportar os produtos intensivos no factor abundante e importar aqueles que dependem dos seus factores de produção mais escassos.

Contudo, o modelo de Heckscher-Ohlin não apresentava nenhuma referência ao IDE, uma vez que qualquer desequilíbrio nos preços dos produtos ou dos factores, decorrente das diferenças em termos de dotações de factores, seria imediatamente corrigido pelos fluxos internacionais de produtos [Castro (2000)].

Em ordem a incorporar a dinâmica imposta pelas alterações tecnológicas no modelo de Heckscher-Ohlin, a teoria do ciclo do produto foi aplicada por Vernon, no início dos anos 60, aos fluxos internacionais de capitais.

3.2.1.1.2 Teoria Internacional do Ciclo do Produto

Ainda dentro de uma perspectiva macroeconómica ligada à teoria do comércio internacional, Vernon foi o primeiro a reconhecer a relevância das novas teorias do comércio, colocadas nos anos 50 e 60, para explicar o fenómeno do IDE.

Vernon (1966), no seu artigo clássico, utilizou o conceito microeconómico – Ciclo do Produto – para explicar um fenómeno macroeconómico, ou seja, a actividade internacional das multinacionais norte-americanas, no período pós-guerra.

O seu ponto de partida foi que, adicionalmente à disponibilidade natural fixa e de recursos humanos, a propensão dos países para entrar no comércio dependia também da capacidade destes em desenvolver ou criar novos activos.

A capacidade tecnológica representa, neste modelo, o principal determinante da estrutura do comércio internacional e da afectação da produção entre diferentes países, sendo muitas vezes interpretada como uma forma de poupança do factor trabalho; quanto mais caro fosse o factor trabalho, maior seria o incentivo em inovar.

Além disso, Vernon considera que a importância relativa das vantagens de propriedade específicas da localização nos países alvo varia ao longo do tempo, consoante o produto se move ao longo do seu ciclo de vida. Consequentemente, a decisão das empresas quanto ao modo de entrada, nomeadamente a escolha entre as exportações, a produção através de filiais estrangeiras ou o licenciamento, também pode variar.

Desde a data de introdução do produto no mercado, a vida do produto pode ser dividida em três fases – Introdução, Maturação e Estandardização –, as quais, segundo Vernon, estão relacionadas com a decisão de localização das empresas e com a escolha que estas têm de fazer entre exportar ou produzir no exterior.

Na fase de Introdução, o novo produto – produto inovador – é produzido no e para o mercado de origem, próximo quer das actividades inovadoras, quer dos mercados, devido aos custos de comunicação. A inovação do produto é inicialmente desenvolvida por actividades localizadas nos mercados mais avançados, caracterizados por elevados custos salariais. No início, o produto não é estandardizado, devido à necessidade de sucessivas adaptações e melhorias do seu *design* e tecnologia, por forma a adaptar-se às necessidades dos consumidores. Logo, face à necessidade de uma comunicação contínua entre a produção e o marketing e, devido ao facto dos custos de comunicação aumentarem com a distância, é importante localizar a produção perto do mercado.

Numa segunda fase do ciclo de vida do produto – Maturação –, os *designs* e os métodos de produção menos eficientes são inutilizados como resultado do “*learning by doing*” e a forma do produto acaba por ser estandardizada. Os conhecimentos do comprador aumentam, a procura torna-se mais preço-elástica e as empresas tornam-se mais sensíveis aos custos de rotina de produção. Neste contexto, e uma vez que a tecnologia já estabilizou, já não é tão importante que a produção esteja perto do mercado. O mercado expande-se com o aumento do rendimento e as oportunidades aparecem para explorar as economias de escala. Assim sendo, quando os mercados estrangeiros aparecem eles são servidos, em primeiro lugar, pelas exportações.

Por último, temos a fase da Estandardização, onde o produto é uniforme e homogéneo e a concorrência entre as empresas baseia-se exclusivamente nos preços. Aqui, a informação sobre o mercado já não constitui mais um problema, a questão

principal assenta na procura de fontes de oferta que ofereçam os custos mais baixos. Deste modo, podemos assistir a uma transferência dos estágios mais trabalho-intensivo para os países em desenvolvimento.

Segundo esta teoria, à medida que o produto se torna estandardizado ou maduro, as vantagens competitivas das empresas produtoras, deixam de estar associadas à detenção de um produto original, para se relacionar com sua capacidade em minimizar os custos de produção ou de marketing.

Assim sendo, quando os custos de produção no exterior tendem a ser inferiores à soma dos custos de produção no país de origem mais os custos de transporte, o IDE apresenta-se como a estratégia de internacionalização mais eficiente.

Resumidamente, Vernon defende que no primeiro estágio a produção de novos produtos é realizada no país de origem, depois, à medida que o produto vai amadurecendo, opta-se pela produção no país de origem e exporta-se em seguida e, no último estágio, onde já se verifica a estandardização do produto, opta-se pela produção no exterior. No contexto do mercado norte-americano, aquilo que se assiste é que, à medida que o produto se vai padronizando, as empresas norte-americanas tendem a desenvolver novos produtos e novas tecnologias, enquanto a produção de produtos maduros ou estandardizados seria deslocada, inicialmente, para outros países desenvolvidos e, futuramente, para países em desenvolvimento.

A decisão de investimento é considerada, neste modelo, como uma estratégia que visa manter as vantagens tecnológicas e de gestão, antes destas se difundirem para os mercados externos. Deste modo, a teoria do ciclo do produto consiste numa clarificação da teoria do comércio do IDE, sugerindo que a localização da produção será determinada pelos custos relativos do factor produção em diferentes fases do ciclo do produto.

No entanto, esta teoria não parece ser confirmada pelas tendências actuais. Em particular, Buckley e Casson (1976) salientam que o processo de desenvolvimento de produtos e de inovação tem-se tornado altamente organizado, no sentido em que os produtos já não são mais planeados para um mercado e depois transferidos para outro, mas sim planeados e diferenciados de modo a satisfazer diferentes gostos, em mercados diferentes.

Por outro lado, este modelo define apenas as condições pelas quais a produção internacional substitui as actividades de exportação, não permitindo explicar os factores e critérios que determinam o tipo de relacionamento que se estabelece entre a empresa multinacional e as suas filiais estrangeiras. Adicionalmente, esta teoria parece constituir uma análise mais adequada para explicar os novos fluxos de IDE, mas não apresenta argumentos suficientes para explicar os fluxos de investimento já existentes, uma vez que não permite explicar porque é que uma empresa multinacional (EMN) decide estabelecer uma filial no exterior, em vez de recorrer ao licenciamento ou a outras modalidades. Finalmente, a definição e a delimitação de estágios reduzem a capacidade explicativa do modelo. Ou seja, na medida em que o modelo estabelece uma sequência rígida das duas estratégias de internacionalização (exportação e IDE), não permite explicar como é que as EMNs escolhem, simultaneamente, as duas formas para atender a diversos mercados.

Em trabalhos posteriores, Vernon (1971, 1974) modificou substancialmente a teoria do ciclo do produto. A ênfase passou para o comportamento oligopolístico e o desejo das empresas em manterem uma estrutura de mercado oligopolística erguendo barreiras à entrada. Destacou também três fases, em que a primeira se designava de oligopólio baseado na inovação, a segunda de oligopólio baseado na maturação e a última fase de oligopólio baseado na senescência. O suporte empírico para esta segunda versão da teoria do ciclo do produto é dado pelo trabalho de Knickerbocker (1973), acerca da penetração das empresas norte-americanas nos mercados estrangeiros, no pós-segunda Guerra Mundial.

Em seguida, passaremos à sistematização das teorias microeconómicas da produção internacional.

3.2.1.2 Teorias Microeconómicas do IDE

As teorias ao nível macroeconómico, como acabamos de descrever, foram dominadas pela lógica da teoria do comércio internacional. Enfatizando as vantagens comparativas dos países, estas teorias lidam sobretudo com a questão de onde as EMNs devem localizar as suas operações. Mas ignoram, assim, a questão de porquê que as

EMNs investem no exterior. Ou seja, o que é que explica o facto de as empresas estarem dispostas a incorrer em custos adicionais quando investem no exterior, relativamente às suas concorrentes locais. Adicionalmente, as teorias macroeconómicas ignoram a questão de como é possível as multinacionais competirem, de forma bem-sucedida, com as empresas locais.

Com vista a responder a estas questões, emergiu, no final da década de 60, uma nova corrente na literatura económica, na qual a atenção deixou de estar centrada no acto do IDE *per si* e passou para as instituições (empresas multinacionais) que realizam o IDE.

As principais teorias desenvolvidas dentro desta linha são representadas pela Teoria das Imperfeições de Mercado de Hymer e Kindleberger, pela Teoria da Internalização e pela Teoria dos Custos de Transacção. Estas teorias microeconómicas são normalmente estudadas no âmbito da Organização Industrial, reportando-se à Teoria da Organização Industrial da Empresa de Bain (1956), segundo a qual as indústrias com poucos concorrentes e com elevadas barreiras à entrada obtêm retornos acima do normal.

3.2.1.2.1 Teoria de Hymer e Kindleberger (HK)

A principal contribuição para este novo corpo teórico sobre os determinantes do IDE advém do trabalho de Hymer [(1976), (versão inicial 1960)], a partir da sua tese de doutoramento sobre as operações de IDE das empresas norte-americanas durante a II Grande Guerra, onde expressou a sua insatisfação com a Teoria dos Movimentos Internacionais de Capitais para explicar este fenómeno.

Hymer (1976) inaugura uma nova tradição nos estudos sobre as empresas multinacionais, associada ao Paradigma das Imperfeições do Mercado, o qual foi desenvolvido, posteriormente, por Kindleberger (1969) e Caves (1971).

O seu trabalho representou uma ruptura com as abordagens tradicionais dos fluxos internacionais de capital baseadas nas diferenças das taxas de juro entre países. Hymer considerou as abordagens fornecidas pela teoria do capital, assim como pelas

teorias do comércio internacional, insuficientes para explicar a expansão territorial das empresas.

O ponto de partida para a análise de Hymer, e de facto para todas as teorias microeconómicas, é a assunção de que as EMNs, quando comparadas com as empresas locais, enfrentam certos custos adicionais, em termos do conhecimento das condições do mercado local, das barreiras culturais, institucionais e linguísticas e dos custos de comunicação e transporte.

Sob a hipótese de concorrência perfeita, as empresas locais teriam o mesmo acesso ao capital e à informação que as empresas estrangeiras e, o IDE não ocorreria. Logo, como o IDE existe e está em franca expansão é porque se verificam imperfeições de mercado.

Neste contexto, Hymer considera que as multinacionais têm de possuir certas vantagens comparativas, muitas vezes designadas de vantagens específicas de propriedade (*“ownership specific advantages”*), capazes de superar o conhecimento superior que as empresas locais detêm sobre elas. Entre essas vantagens destacam-se as seguintes: vantagens tecnológicas, associadas à capacidade de investigação e desenvolvimento (I&D); vantagens organizacionais como as economias de escala; vantagens ao nível da gestão; vantagens financeiras e monetárias; e finalmente, vantagens associadas ao acesso privilegiado a fontes de matéria-prima.

Todas estas vantagens explicam, de acordo com Hymer, como é possível a uma multinacional competir de forma lucrativa nos mercados externos.

Quanto à questão do porquê que as multinacionais tendem a preferir o IDE, em vez do licenciamento, Hymer responde argumentando que as EMNs, de modo a protegerem e a aumentarem a sua posição de mercado, tendem a investir nos mercados estrangeiros. Segundo o autor, o IDE pode ser considerado como um instrumento para remover a concorrência, no sentido de que pode ser mais lucrativo ter uma empresa a controlar todas as outras (mesmo as que se situam no exterior), do que ter várias empresas separadas em cada país²⁵.

²⁵ Neste sentido, Hymer, num trabalho posterior (1970), afirma que o IDE tem uma dupla natureza. Por um lado, é um instrumento que permite às empresas transferir capital e capacidades organizacionais de um país para outro; por outro, é também um instrumento para restringir a concorrência em indústrias onde tinham sido erguidas elevadas barreiras à entrada que estavam a sustentar monopólios locais.

Apesar dos méritos do modelo, em incluir a teoria do IDE no quadro de uma abordagem da organização industrial, este ficou limitado em termos de fornecer respostas claras sobre os factores locais que influenciam a decisão de investimento das EMNs. O modelo de Hymer não entra em consideração com a variação da dimensão localização, isto é, com as situações onde a função produção e a função de marketing se encontram localizadas separadamente (como é o caso das *joint ventures* e das exportações). Por outro lado, os estudos de Hymer foram orientados, sobretudo, para explicar a internacionalização das actividades das multinacionais norte-americanas, não providenciando um conjunto de razões necessárias e suficientes para a emergência das multinacionais, de uma forma geral.

Posteriormente, mantendo a ênfase na existência de imperfeições do mercado, Kindleberger (1969) modifica ligeiramente a análise de Hymer. Ao invés da conduta das EMNs determinarem a estrutura dos mercados, é a estrutura – concorrência monopolística – que vai determinar a conduta da empresa que irá internacionalizar a produção.

Para além das vantagens competitivas demonstradas por Hymer e Kindleberger (HK), outros autores salientaram a importância de outros tipos de vantagens associadas às empresas multinacionais. Em particular, Caves que, no seu trabalho de 1971, acrescentou às vantagens anteriormente identificadas, a diferenciação do produto, e Johnson (1970) que chamou a atenção para o papel desempenhado pelo conhecimento específico das empresas.

Caves (1971) desenvolve um argumento semelhante ao de Kindleberger (1969), ao afirmar que a estrutura – oligopólio – ditará a conduta. Isto é, o autor considera que o investimento directo estrangeiro ocorre, principalmente, em indústrias caracterizadas por certas estruturas de mercado do tipo oligopolístico, quer nos países recipientes, quer nos países de origem. Adicionalmente, para Caves (1971), a diferenciação do produto, isto é, a capacidade em desenhar um produto que possua um conjunto de atributos com um grande atractivo para os consumidores²⁶, é considerada como uma característica necessária das indústrias onde ocorre um volume substancial de IDE. Neste sentido, o

²⁶ O autor (p. 5) define um produto diferenciado como “(...) *uma colecção de bens funcionalmente similares produzidos por vendedores concorrentes, mas em que cada produto se distingue dos seus rivais, através de pequenas variações físicas, de marcas e de distinções subjectivas criadas pela publicidade, ou diferenças nos termos subordinados e nas condições de venda.*”

autor observou uma correlação positiva elevada entre o grau de diferenciação do produto e a proporção de empresas que detêm filiais estrangeiras, numa determinada indústria.

Enquanto Hymer e Kindleberger defendem que, devido às imperfeições de mercado, pode ser mais lucrativo produzir no exterior, do que produzir localmente e licenciar as vantagens específicas a um produtor estrangeiro, Caves (1971) argumenta que a produção local é preferível, principalmente, porque os produtores locais estão melhor preparados para realizar modificações aos produtos, de forma a adaptá-los aos gostos e condições locais.

A teoria da diferenciação de Caves, como muitas vezes é designada, acaba por destacar uma outra vantagem competitiva da empresa – o conhecimento –, em particular, o conhecimento de como diferenciar um produto.

Johnson (1970) partilha da mesma opinião que Hymer, quanto ao facto do IDE resultar da concorrência monopolística e, neste sentido, salienta que a vantagem específica da empresa mais significativa é o conhecimento (e.g. resultados de I&D, conhecimentos do mercado, acesso a inputs mais baratos, etc.). Acrescenta ainda que o conhecimento tem a característica de bem público, no sentido de que a sua produção acarreta custos elevados, mas pode ser difundido a custo zero. Assim sendo, esta vantagem pode ser explorada por uma empresa filial, sem custos adicionais para a empresa mãe ou para as outras filiais que já a estejam a explorar. Consequentemente, a utilização e a produção do conhecimento por uma empresa privada, conduz-nos ao dilema insuperável do ponto de vista da maximização do bem-estar. Isto porque a eficiência no seu uso implica a inexistência de custos, mas os incentivos à produção requer um poder de mercado para gerar retornos médios elevados.

A partir do modelo de Hymer e Kindleberger, a aproximação microeconómica do IDE evoluiu para duas novas teorias – a Teoria da Internalização e a Teoria dos Custos de Transacção – que analisam o papel das EMNs, enquanto instituições capazes de ultrapassar as imperfeições de mercado. Embora sejam evidentes muitas semelhanças entre estas duas teorias vale a pena, como iremos ver, enfatizar as diferenças.

3.2.1.2.2 Teoria da Internalização

Tendo como ponto de partida a Teoria da Empresa de Coase (1937), a qual explica as origens e a dimensão de equilíbrio da empresa, Williamson (1975) argumentou, no início dos anos 70, que certas transacções eram melhor desempenhadas fora do mercado e que, em muitos casos, podiam ser realizadas a custos inferiores se fossem internalizadas, isto é, integradas no interior da empresa²⁷. Este argumento foi depois desenvolvido numa teoria do IDE, através da abordagem da internalização.

Segundo esta abordagem, a internalização, ao invés da venda das vantagens específicas de propriedade no mercado, constitui uma forma de ultrapassar as imperfeições do mercado, tais como os custos de transacção associados às operações internacionais, os riscos e incertezas de operar num mercado estrangeiro ou as distorções criadas pelo governo. As empresas possuem vários incentivos em internalizar tais imperfeições, por exemplo, com vista a uma melhor utilização das vantagens específicas de propriedade²⁸, a evitar riscos ou a explorar economias de escala resultantes de uma gestão comum [Dunning (1977)].

Buckley e Casson foram os primeiros proponentes desta teoria, onde no seu trabalho de 1976, tentaram explicar o crescimento das multinacionais norte-americanas no pós II Guerra Mundial, através da incorporação, de forma sistemática, das ideias atrás descritas. Baseando-se numa nova construção da teoria da empresa, na qual a empresa passou a ser considerada como uma instituição alternativa ao mercado, estes autores transformaram a teoria da internalização num paradigma da internacionalização da produção [Castro (2000)].

Buckley e Casson (1976), apesar de aceitarem a contribuição de Hymer e Kindleberger no que respeita às vantagens específicas de propriedade, argumentam que o trabalho destes deixou uma questão em aberto: porquê que o IDE é preferível às

²⁷ Segundo Hood e Young (1979), os custos de transacção associados à utilização do mercado envolvem os custos relacionados com a procura de um preço relevante, com a definição das obrigações de ambas as partes e, ainda, com os custos suportados nas transacções de mercado.

²⁸ Convém salientar que as vantagens específicas de propriedade são muitas vezes consideradas como bens públicos, no sentido de que o custo do consumo adicional do bem (por exemplo, por uma filial estrangeira) será próximo de zero.

exportações e ao licenciamento?²⁹ A resposta de forma compreensiva a esta questão constitui, sem dúvida, a principal contribuição da teoria da internalização.

Sob condições de mercado de concorrência perfeita na tecnologia, na gestão e no capital, os governos não precisariam de atrair IDE, uma vez que as empresas domésticas poderiam servir os objectivos do IDE. Adicionalmente, se existisse concorrência perfeita, as empresas não precisariam de se envolver na produção internacional, uma vez que podiam servir os mercados externos através das exportações ou do licenciamento. Contudo, de acordo com a teoria da internalização, os mercados de activos intangíveis, sobretudo os mercados de produtos intermédios, tais como os de tecnologia, de capacidades de marketing e de gestão, são notoriamente imperfeitos. Tais imperfeições resultam essencialmente da sua natureza de bens públicos, do conhecimento imperfeito e da incerteza.

Devido a estas imperfeições, será muitas vezes lucrativo para uma empresa integrar-se horizontal ou verticalmente para além fronteiras. Esta internalização evita os problemas de propriedade relativos às transacções de exportação e licenciamento e as dificuldades associadas à determinação de preços. Em adição, a internalização permite às empresas ultrapassar as imperfeições de mercado criadas pelo governo, tais como as barreiras à entrada, as diferenças nos sistemas fiscais, as restrições nos movimentos de capitais, etc. Em suma, os benefícios da internalização resultam do facto de se evitar as imperfeições nos mercados externos.

Mas, então, em que é que esta teoria da internalização difere das teorias analisadas atrás? A diferença é que não é a posse dos activos (vantagens) únicos que, por si só, dá uma vantagem à empresa. Pelo contrário, é o processo de internalizar tais activos, em contraposição com a hipótese de os vender a um produtor estrangeiro, que dá à empresa multinacional a sua vantagem única.

Nesta linha de pensamento, Hood e Young (1979) argumentam que a existência de tais vantagens específicas de propriedade representa uma condição necessária, mas

²⁹ De salientar que para Buckley e Casson a incapacidade dos trabalhos anteriores em fornecer uma resposta compreensiva a esta questão, resultava do facto de aqueles modelos não tomarem em consideração às várias actividades da empresa, para além da produção. Em particular, as actividades relacionadas com a I&D, o marketing, a especialização da força de trabalho, a construção de uma equipa de gestão, etc. São actividades consideradas como sendo interdependentes e relacionadas com os fluxos de produtos intermédios (materiais semi-processados/transformados, mas, também, com certo tipo de conhecimentos incorporados em patentes, capital humano, etc.).

não suficiente para o investimento directo estrangeiro. Ou seja, o facto de uma empresa multinacional possuir algumas vantagens competitivas sobre as suas concorrentes locais, confere-lhe o seu carácter único, mas não consegue explicar porque é que o processo de produção necessita de se localizar no exterior. De facto, a empresa multinacional pode explorar as suas vantagens através da produção no seu país de origem e depois exportar ou licenciar a um produtor estrangeiro. Assim sendo, o IDE só ocorre, conforme salientam Morck e Yeung (1991), quando uma empresa é capaz de aumentar o seu valor através da internalização de mercados.

Além disso, a teoria da internalização realça igualmente a importância dos factores específicos de localização (e.g. barreiras à entrada, custos relativos de produção, características do mercado) na explicação da preferência pelo IDE, em detrimento das exportações e dos acordos de licenciamento.

Segundo esta abordagem é a associação dos factores (vantagens) específicos de propriedade e de localização que determinam, em primeiro lugar, se uma dada empresa tem uma vantagem sobre outra e, em segundo lugar, se a empresa irá explorar essa vantagem através da produção no exterior, da exportação ou do licenciamento. Embora os factores de propriedade e de localização tenham sido considerados em separado, é óbvio que eles estão inter-relacionados. Em conjunto, os dois grupos de factores representam as condições essenciais para a multinacionalidade e formam a base para as teorias do IDE envolvidas na literatura.

Em síntese, um dos grandes méritos desta abordagem foi o de mostrar que a decisão de internalização e de localização determinam os fluxos de IDE, uma vez que estabelecem a propriedade da actividade económica e a sua configuração geográfica [Buckley (1993)]³⁰.

³⁰ Mais recentemente, Buckley e Casson (1998) propuseram várias alterações à abordagem inicial da Teoria da Internalização, com vista a explicar outros modos de entrada. Entre essas alterações destacam-se as seguintes: i) delineação explícita entre a função produção e a função distribuição; ii) reconhecimento da concorrência imposta pelas empresas dos países de acolhimento; iii) distinção entre as vantagens de internalização e de propriedade e iv) a importância da “confiança” na formação das *joint ventures*.

3.2.1.2.3 Teoria dos Custos de Transacção (TCT)

A teoria dos custos de transacção (TCT) remonta aos trabalhos de McManus (1972), Hennart (1977,1982) e Buckley e Casson (1976), embora, alguns autores considerem, erradamente, que ela é originária em Williamson (1975, 1985).

A relação entre a teoria da internalização e a teoria custos de transacção tem sido objecto de grande investigação. Embora muitas semelhanças sejam evidentes, a ponto de alguns autores [e.g. Hennart (1991)] utilizarem de forma indiscriminada os termos de teoria de internalização e teoria dos custos de transacção, vale a pena enfatizar as diferenças.

Partindo ambas do princípio de que os mercados são imperfeitos e as multinacionais são instituições económicas que existem para ultrapassar essas imperfeições, a teoria dos custos de transacção considera a hierarquia como um meio utilizado pelas multinacionais com vista a eliminar os custos de transacção³¹. Estes podem resultar, por exemplo, do comportamento estratégico dos agentes no mercado e da inexistência de informação perfeita. Para os autores da TCT, o IDE é realizado enquanto forma de reduzir estes custos de transacção.

Na mesma linha de pensamento, Williamson (1975) considera a hierarquia como uma alternativa ao mercado, enquanto forma de monitorizar e motivar os indivíduos. Perante a existência de imperfeições naturais do mercado, nomeadamente as associadas com a racionalidade limitada e o oportunismo dos agentes, a hierarquia torna-se a melhor forma de reduzir os custos de “governança” associados à gestão de uma equipa de indivíduos.

Em contraposição, a teoria da internalização enfatizou, num estágio inicial, que as relações hierárquicas não constituíam o único meio de resolver os problemas associados à manutenção dos indivíduos dentro de uma organização e de reduzir os custos de gestão. A ideia subjacente é a de que os gestores das filiais estrangeiras possuem, por norma, um melhor conhecimento das condições locais, relativamente à

³¹ Ou seja, através da hierarquia (i.e. contratos de trabalho), consegue-se transformar os agentes independentes em empregados das multinacionais, reduzindo-se, deste modo, o incentivo destes em fazer “batota”.

gestão central e, desta forma, pode tornar-se difícil utilizar as formas tradicionais de autoridade para remover a sua discrição na tomada de decisão.

Apesar das diferenças de ênfase, estas duas aproximações teóricas são complementares de duas formas. Primeiro, partilham da ideia de que as organizações economizam custos de transacção; segundo, necessitam da utilização de um conjunto de suposições para explicar o suporte empírico. A maioria do suporte empírico resulta das hipóteses assumidas, acerca da incidência relativa dos custos de transacção nos mercados internos e externos.

Enquanto no modelo de Hymer-Kindleberger as multinacionais eram vistas como internalizadoras de externalidades pecuniárias³² devido a imperfeições estruturais de mercado, os autores da TCT consideram também a existência de imperfeições naturais³³. Estas imperfeições naturais estão relacionadas com a racionalidade limitada (*“bounded rationality”*) e o oportunismo dos agentes, no sentido de que os indivíduos nem sempre têm informação perfeita sobre os preços e outputs e nem sempre podem confiar na honestidade dos outros³⁴. Assim, quando as imperfeições naturais do mercado são elevadas, a expansão das empresas para além fronteiras pode constituir uma forma eficiente de internalizar as externalidades não pecuniárias.

Ou seja, enquanto Hymer e Kindleberger viam o IDE como forma de maximizar o poder de monopólio ou, por outras palavras, como forma de internalizar externalidades pecuniárias, para os teóricos dos custos de transacção, o IDE é realizado para reduzir os custos de transacção e internalizar externalidades não pecuniárias.

Neste sentido, os autores da TCT consideram que o argumento de Hymer e Kindleberger providencia apenas uma explicação parcial para a existência das multinacionais. Mais, consideram o argumento de Hymer e Kindleberger incompleto, isto porque o IDE não é o único método disponível de atingir a colusão, o mesmo pode ser conseguido através dos cartéis. Consequentemente, para os teóricos da TCT, o IDE

³² Estas externalidades correspondem aquelas que os concorrentes impõem uns aos outros, através do impacto das suas acções sobre os preços que enfrentam, isto é, são as que resultam de imperfeições estruturais nos mercados caracterizados por monopólios ou monopsonios.

³³ Segundo Teece (1981), estas imperfeições naturais devem-se ao facto de não serem verificadas as hipóteses neoclássicas implícitas do conhecimento perfeito.

³⁴ Neste contexto, Dunning e Rugman (1985) distinguem entre falhas de mercado estruturais e transaccionais (ou naturais). As primeiras, enfatizadas por Hymer, dão lugar a rendas de monopólio como resultado da presença de barreiras à entrada. As segundas reflectem a incapacidade dos mercados em organizar as transacções de forma óptima e, resultam, essencialmente, da assimetria de informação.

não requer que as empresas investidoras possuam vantagens monopolísticas, requer apenas que nalguns mercados a coordenação hierárquica envolva custos inferiores que a coordenação através dos preços.

Nas últimas décadas, esta aproximação teórica tem sido alvo de grandes progressos, ao conseguir explicar a preferência das empresas por outras formas institucionais, como, por exemplo, as *joint-ventures* e os contratos de licenciamento, relativamente ao IDE.

Em suma, podemos afirmar que a TCT olha para as multinacionais como uma das formas de organizar a actividade económica e explica porquê e quando esta forma organizacional será escolhida em detrimento de outras alternativas.

Actualmente, a preocupação central dos investigadores da TCT relaciona-se com os factores que determinam os custos de transacção de mercado.

Todavia, convém salientar que a ocorrência de elevados custos de transacção nos mercados internacionais não é condição suficiente para explicar a existência de multinacionais, uma vez que se verificará situações em que as empresas, nas suas tentativas de internalizar as falhas de mercado, irão incorrer em custos organizacionais superiores aos de mercado.

Desta forma, Hennart (1991) refere que para a TCT ser completa, ela deve considerar, simultaneamente, os custos de conduzir as trocas no mercado (custos de transacção de mercado) e os custos de organização interna dentro da empresa e, mostrar como as empresas podem reduzir estes últimos. Concluindo, uma multinacional irá expandir-se para o exterior (organizando interdependências através da hierarquia) quando ela for capaz de organizar as interdependências entre os agentes localizados em países diferentes, de forma mais eficiente que os mercados.

Isto implica que três condições, já referidas anteriormente, sejam encontradas. Primeira, os agentes interdependentes têm de estar localizados em países diferentes (caso contrário, teremos uma empresa doméstica). Segunda, a multinacional tem de ser a forma mais eficiente para organizar estas interdependências (caso contrário, teremos transacções nos mercados internacionais). Terceira, dada a segunda condição, os custos incorridos pelas multinacionais, em termos de organização destas interdependências, devem ser inferiores aos benefícios obtidos com essa organização.

Assim sendo, a TCT baseia-se na comparação dos custos e benefícios de organizar interdependências nos mercados e nas empresas. Olhar apenas para as falhas de mercado não é suficiente, esta teoria procura também explicar porque é que as empresas podem ser mais eficientes que os mercados.

3.2.1.3 Abordagem Integrada do IDE: o Paradigma Eclético

Nas secções precedentes sistematizamos cinco perspectivas teóricas que operam em diferentes níveis de análise. A teoria do comércio internacional e a teoria do ciclo do produto focam-se nos aspectos macroeconómicos do IDE, examinando as tendências nacionais e internacionais em termos da dispersão dos recursos produtivos. Ao invés, a teoria de Hymer-Kindleberger, a teoria da internalização e a dos custos de transacção centram-se nos aspectos microeconómicos, tais como os relacionados com os factores por detrás do crescimento das EMNs e de como as empresas organizam a sua produção no exterior.

Tendo em consideração que as diferenças entre as perspectivas teóricas aqui analisadas derivam, na maioria das vezes, da forma como são interpretadas, elas poderiam ser vistas como complementares, em vez de concorrentes. Desta forma, a aplicação de uma estrutura integrada no domínio dos determinantes do IDE poderá constituir um avanço em direcção a uma melhor compreensão das dinâmicas da produção internacional. Nos anos mais recentes, têm-se observado a emergência de várias estruturas que procuram integrar as diversas aproximações teóricas da produção internacional, numa estrutura conceptual mais geral. O exemplo mais conhecido é, sem dúvida, o do Paradigma Eclético de Dunning (1977, 1988), também designado de Paradigma “OLI” (*O – ownership; L- location; I – internalization*).

Assim, o paradigma eclético integra numa estrutura mais geral aquilo que Dunning considera como sendo os contributos mais importantes para o conhecimento das EMNs, nomeadamente a teoria de Hymer e Kindleberger, a teoria do comércio internacional e as teorias da internalização e dos custos de transacção, estas últimas associadas essencialmente às falhas de mercado.

A teoria de Hymer e Kindleberger, estudada no domínio da organização industrial, centra-se nos factores de propriedade e no poder de mercado das EMNs para explicar o IDE; a teoria do comércio internacional (e do ciclo de vida do produto) enfatiza os factores locacionais por detrás do IDE e as teorias da internalização e dos custos de transacção salientam as imperfeições de mercado para explicar o IDE. Em combinação, Dunning (1977, 1988) argumenta que estes três factores, designados de factores “OLI” (*O* = “*Ownership*”; *L* = “*Location*”, *I* = “*Internalization*”), irão providenciar uma base compreensiva para explicar o IDE e o comportamento das EMNs. O paradigma OLI permite-nos considerar, em conjunto, as várias explicações avançadas pelas teorias económicas da produção internacional.

Desta forma, este paradigma coloca-se na intersecção da teoria macroeconómica do comércio internacional e da teoria microeconómica da empresa, constituindo uma tentativa para a formulação de uma abordagem integrada do IDE.

Ao contrário da teoria da internalização, não é uma teoria da multinacional por si só, mas sim das actividades das empresas que se envolvem em actividades internacionais de valor acrescentado. Também não é uma teoria do IDE no sentido utilizado por Aliber (1970), uma vez que se preocupa com o output realizado pelas empresas estrangeiras, em vez de se preocupar com a forma como esse output é financiado.

Para Dunning (1981), os determinantes da actividade económica internacional estão relacionados com a estrutura dos mercados, os custos de transacção e a estratégia de gestão das empresas. Daí, advém, a denominação ecléctica deste modelo, dado que a procura pela explicação da actividade das empresas multinacionais deverá ser inserida no marco de várias teorias relacionadas do ponto vista contextual [Dunning (2001)].

Segundo este paradigma, o autor procura estruturar uma abordagem mais integrada para explicar os motivos e as razões (porquê?), a questão da localização (onde?) e as formas como se desenvolvem essas actividades (como?).

Desta forma, Dunning (2000) afirma que a resposta a estas questões é determinada pela interacção de três conjuntos de variáveis que podem ser aglomeradas em três sub-paradigmas.

O primeiro conjunto está relacionado com as vantagens competitivas das empresas que visam realizar (ou aumentar) o IDE. Essas vantagens são específicas à

propriedade das empresas (“O” de “*Ownership specific-advantages*”), servindo para compensar os custos adicionais de operar num ambiente diferente e menos familiar, o que implica que a concorrência imperfeita seja uma condição necessária para o IDE.

Estas vantagens implicam geralmente elevados custos na sua criação, mas podem ser transferidas para novos locais a custos relativamente baixos, daí que lhes seja atribuída a característica de bem público³⁵. Podem ser de natureza estrutural e/ou transaccional. No primeiro caso, elas referem-se à posse de activos intangíveis como patentes, marcas, conhecimentos tecnológicos e de marketing. Por outro lado, as vantagens de natureza transaccional estão relacionadas com a capacidade da empresa em gerir de forma hierárquica as actividades ao nível internacional³⁶.

Este sub-paradigma sustenta que, *ceteris paribus*, quanto maiores as vantagens competitivas das empresas investidoras, relativamente às outras empresas (em particular, aquelas que residem no país onde se pretende realizar o investimento), mais habilitadas estão para produzir nesses mercados [Dunning (2000)].

O segundo conjunto está relacionado com as vantagens de localização (“L” de “*Location*”) que certos países ou regiões possuem e que constituem atractivos para o desenvolvimento das actividades das multinacionais. As empresas vão seleccionar os locais que apresentem vantagens de localização para que possam desenvolver, da melhor forma, os seus activos específicos (“*ownership assets*”).

Para Dunning (2000), o sub-paradigma de localização sustenta que quanto maior a capacidade de um país em gerar novas vantagens e a incorporá-las na sua base competitiva, ou quanto mais imóvel for a dotação natural dos factores, maior será a probabilidade das empresas aí localizadas de explorar as suas vantagens específicas de propriedade, através do IDE. Ou seja, a existência de vantagens de localização como a abundância de recursos naturais, de infra-estruturas, a dimensão do mercado interno e a existência de condições institucionais favoráveis devem estimular as multinacionais a realizar IDE. Como iremos ter oportunidade de ver no capítulo seguinte, num contexto

³⁵ De acordo com Hood e Young (1979), estas vantagens para serem exploradas tem de ser específicas da empresa, transferíveis dentro da organização e internacionalmente.

³⁶ As vantagens específicas de propriedade desempenham um papel em dois sentidos no paradigma eclético. Primeiro, descrevem o que é que as empresas gostariam de explorar através da produção estrangeira. Segundo, explicam como é possível para uma empresa competir com as suas concorrentes locais.

de análise macroeconómica como o do nosso trabalho, estes factores assumirão um papel central.

Desta forma, o IDE que procura desenvolver os activos específicos e intangíveis da empresa (“*asset-seeking FDI*”) será conduzido para locais com actividades de desenvolvimento tecnológico, cultural e educacional elevado.

Enquanto os factores de localização e de propriedade permitem explicar onde as empresas irão investir e como conseguem ultrapassar os obstáculos associados à produção internacional, estes não conseguem explicar porquê que a produção internacional é levada a cabo; as empresas podem, de igual modo, explorar as vantagens de localização e de propriedade através das exportações, dos acordos de licenciamento, etc.

Neste sentido, é introduzido um terceiro sub-paradigma – o da internalização (“*I*” de “*Internalization*”) –, no qual é apresentada a estrutura para avaliar os modos alternativos de como as empresas organizam a criação e a exploração dos seus núcleos de competência, entrando em consideração com as vantagens locais dos diferentes países ou regiões. Segundo Dunning (2000), o paradigma eclético sustenta que quanto maiores são os benefícios líquidos da internalização dos mercados de produtos intermédios, tanto mais a empresa irá optar pela produção externa, em vez de acordos de licenciamento ou outros.

Qual é, então, o valor positivo da teoria eclética da produção internacional?

Segundo Dunning (1981) a teoria sugere que, dada a distribuição dos factores específicos de localização e, partindo de empresas que tenham as melhores oportunidades para internalizar, as actividades internalizadas serão as mais competitivas nos mercados estrangeiros. No entanto, não podemos esquecer que estas vantagens serão diferentes consoante as indústrias, países e empresas.

Desta forma, o paradigma sugere que a configuração destas vantagens de “*ownership, location e internalization*” (OLI) é o maior desafio que as empresas enfrentam, de tal modo, que a resposta da empresa a essa configuração depende, em grande medida, do contexto em geral. Conforme refere Dunning (2002a), essa configuração reflectirá as características económicas e políticas do país ou região das empresas investidoras e recipientes, mas dependerá, igualmente, da indústria e da

natureza das actividades de valor acrescentado nas quais as empresas estão envolvidas, assim como das próprias características das empresas investidoras.

Quanto às vantagens de localização (as mais relevantes no âmbito do nosso trabalho), os actuais acontecimentos económicos sugerem que a natureza e a composição das vantagens comparativas de um país (ou região) que, tradicionalmente se baseiam no domínio de um conjunto único de recursos naturais imóveis e de capacidades, hoje se encontram mais relacionadas com a sua capacidade em oferecer um leque diferenciado e não imutável de áreas de localização de activos ou vantagens [Amal (2005)].

Nesta linha de ideias, Porter (1998) salienta que as verdadeiras vantagens competitivas na economia moderna são as que não se podem mover facilmente de uma região para outra.

Portanto, se isso é verdade, os ganhos decorrentes do fenómeno de *cluster*, assim como as variáveis institucionais passam a desempenhar um papel cada vez mais relevante nas avaliações de localização do investimento.

Uma vez que a questão da localização é aquela que maior relevância tem, no âmbito do nosso trabalho, evidenciamos na tabela 3.1, as principais teorias explicativas das vantagens específicas de localização.

Tabela 3.1 – Teorias explicativas das vantagens específicas de localização dos países (ou regiões)

	Procura de Mercado (PM)	Procura de Recursos (PR)	Procura de Eficiência (PE)	Procura de Activos Estratégicos (PAE)
1. Teorias tradicionais de localização	- Variáveis relacionadas com a procura, por ex., dimensão, características e crescimento potencial dos mercados locais e adjacentes. - Presença de concorrentes	- Variáveis como a oferta, por ex., acessibilidade, qualidade e preço dos recursos naturais, custos de transporte, barreiras artificiais ao comércio.	- Variáveis relacionadas com a oferta, especialmente aquelas que dizem respeito às vantagens comparativas de activos imóveis, por ex., trabalho, terra e infra-estruturas.	- Localização e preço dos activos criados, incluindo aqueles que são detidos por empresas que podem ser adquiridas. - Taxas de Câmbio
2. Teorias relacionadas com o processo de Internacionalização [Anderson e Gatignon (1986); Johanson e Vahlne (1977); Vernon (1966)]	- Principalmente PM e PR, usando variáveis tradicionais de localização, mas também algumas variáveis específicas da empresa e custos de transacção.			
3. Teorias de Aglomeração	- Alguma “clusterização” dos produtos para conveniência dos consumidores - Economias de escala e de aglomeração.	- <i>Clusters</i> relacionados com a oferta, baseados nas economias externas estáticas, por exemplo, mercados de trabalho. - Economias de escala e de aglomeração.	- <i>Clusters</i> relacionados com a oferta, baseados em actividades para aumentar os activos, acumulação local de conhecimento e intercâmbio de informação e experiências de aprendizagem	
4. Teorias relacionadas com a presença de activos complementares	- A presença de actividades relacionadas que ajudam a reduzir os custos de transporte e a promover economias de gama na inovação, produção e marketing.	- O mesmo que PM, PR e PE, mas direccionado para actividades criadoras de activos.		

(continua)

Tabela 3.1 – Teorias explicativas das vantagens específicas de localização dos países (ou regiões)

(continuação)

5. Teorias relacionadas com os custos transacção específicos ao espaço	- Produção e custos de transporte, externalidades e economias de escala, custos de transacção relacionados com o espaço são hipóteses para tratar da "clusterização" das actividades relacionadas. (a) reduzir custos e (b) maximizar benefícios de actividades inter-relacionadas de inovação e aprendizagem.		
6. Teorias relacionadas com os incentivos governamentais	- Especialmente incentivos fiscais e outros incentivos para incrementar a procura por produtos das EMNs	- Incentivos relacionados com a oferta, concessões legais para a exploração de sectores baseados nos recursos naturais, direitos de propriedade.	- Incentivos orientados para promover alianças de inovação e, a melhoria das vantagens de propriedade já existentes nas empresas investidoras.
7. Teorias relacionadas com o comportamento oligopolístico e com ciclo do produto [Knickerboker (1973); Vernon (1974)]	- Comportamento do tipo oligopolístico pode ajudar todas as quatro formas de produção internacional, embora os incentivos e as pressões para tal comportamento tendem a ser específicos do contexto.		
8. Teorias da diversificação do risco [Aliber (1971); Froot e Stein (1991); Blonigen (1997)]	- Os tipos de riscos específicos da localização variam de acordo com os modos de IDE, mas a teoria sugere que a empresa deverá diversificar os seus portfólios para minimizar a sua exposição ao risco, que inclui risco cambial, riscos políticos e económicos.		- Os riscos de IDE do tipo PAE são relacionados com o <i>timing</i> inapropriado e conhecimento insuficiente dos activos adquiridos.

Fonte: Adaptado de Dunning (2000, pp. 176-177), o qual relaciona os diferentes tipos de IDE com a questão da localização.

Segundo Amal (2005), os três elementos chave do paradigma OLI podem ser estruturados dentro de dois grandes tipos de vantagens relacionadas com as estratégias das próprias EMNs: as vantagens específicas das empresas e as vantagens específicas dos países³⁷. Sendo que as primeiras dizem respeito às vantagens de propriedade, enquanto as segundas são classificadas como vantagens de localização. No entanto, as estratégias da EMN podem ser classificadas em função da força das suas vantagens específicas da empresa ou do país, assim como a combinação desses elementos fornece a base explicativa das decisões das multinacionais quanto ao investimento no exterior.

Segundo Dunning (2000), existem quatro razões que levam as empresas a investir no exterior, dando origem a quatro tipos diferentes de projectos de IDE: i) “*Market seeking FDI*” que são investimentos orientados para a procura doméstica, em que o objectivo é a procura de mercado (**PM**); ii) “*Resource seeking FDI*”, i.e. investimentos destinados à procura de recursos naturais (**PR**); iii) “*Efficiency seeking FDI*”, investimentos que visam a procura de eficiência (**PE**) e, iv) “*Strategic Asset seeking FDI*”, i.e. investimentos orientados para aumentar as vantagens de propriedade da empresa investidora, através da procura de activos estratégicos (**PAE**).

Amal (2005) refere que o tipo de projecto do IDE, assim como a categoria do sector industrial afectam o poder explicativo das variáveis do modelo. O autor acrescenta que, por exemplo, no IDE realizado no sector industrial, classificado como “*market seeking FDI*”, a dimensão e o ritmo de crescimento do mercado interno do país alvo, representam os principais determinantes deste tipo de IDE. Em contrapartida, nos projectos de investimento em sectores industriais, onde o objectivo é redução dos custos de produção (“*efficiency seeking FDI*”), variáveis como a taxa de inflação, as taxas de câmbio e os salários são as mais significativas. Por outro lado, os investimentos que procuram o acesso a recursos naturais são classificados na categoria “*resource/asset seeking*”.

³⁷ Neste contexto, Rugman e Verbeke (1992) referem que o paradigma OLI foi formalizado para colocar em evidência o carácter interactivo destas duas vantagens específicas na determinação da competitividade internacional.

Tendo por base o paradigma eclético, e, estas últimas considerações, a publicação da UNCTAD – *World Investment Report* (1998) – definiu os principais determinantes do IDE nos países alvo e mostrou como eles estão intimamente relacionados com o tipo de estratégia adoptada pela EMN. Estes determinantes podem ser classificados conforme a seguinte tipologia (figura 3.1):

Figura 3.1 - Determinantes do IDE

Determinantes do País Alvo	Tipos de IDE Segundo as estratégias das EMN	Principais determinantes nos países alvo
1. Quadro Político do IDE - Estabilidade económica, política e social - Regras de entrada e de operações - Padrões de tratamento das filiais estrangeiras - Políticas de funcionamento e estrutura de mercados (especialmente políticas de concorrência e de F&A) - Acordos internacionais de IDE - Políticas de privatização - Políticas de comércio (tarifas e barreiras não tarifárias) e a coerência das políticas de IDE e de comércio - Política tributária 2. Determinantes Económicos 3. Promoção de Negócios - Promoção do Investimento - Incentivos ao Investimento - <i>Hassle Costs</i> (relacionados com a corrupção e com a eficiência administrativa) - Amenidades sociais (escolas bilíngues, qualidade de vida, etc.) - Serviços de pós-investimento	• Procura de Mercado • Procura de Recursos e Activos estratégicos • Procura de Eficiência	- Dimensão de mercado e Rendimento <i>per capita</i> - Crescimento do mercado - Acesso ao mercado regional - Preferências dos consumidores - Estrutura dos mercados - Matérias-primas - Capacidades de aprendizagem dos trabalhadores - Custos salariais - Activos tecnológicos, inovações e outros, incluindo os relacionados com as empresas ou <i>clusters</i> - Infra-estruturas físicas - Custos dos activos e dos recursos acima citados, ajustados ao nível de produtividade - Outros custos de inputs, transporte, comunicação e, outros custos intermédios - Acordos de integração vertical ou rede regional de cooperação.

Fonte: UNCTAD, *World Investment Report* (1998, p. 91)

Em termos de conclusão, podemos afirmar que o “(...) *paradigma eclético oferece uma importante estrutura conceptual para explicar, não só o nível, a forma e o crescimento da actividade multinacional, mas também o modo como tal actividade é organizada.*” [Dunning (1993, p. 85)]. Para além disso, o paradigma eclético é considerado como uma tentativa muito ambiciosa em integrar, não só as várias teorias da produção internacional, mas também em iluminar outros aspectos da produção internacional e integrar perspectivas não-económicas do IDE.

Contudo, apesar de este paradigma ser considerado como a teoria mais abrangente do IDE, não distingue os diferentes modos de entrada. Sabe-se, no entanto, que a sua origem esteve mais centrada nos investimentos de raiz do que nas F&A internacionais.

3.2.1.4 Abordagem Institucional do IDE

Recentemente, no seguimento da abordagem integrada do IDE de Dunning, assistimos a uma nova tendência no estudo dos determinantes do IDE, a qual ressalta o papel das instituições enquanto vantagem de localização.

Tradicionalmente, a vantagem competitiva de uma dada localização tem sido analisada em termos das suas condições macroeconómicas. Em particular, factores como a dimensão e o crescimento do mercado, a dotação e os custos do factor trabalho, os níveis de inflação e de endividamento externo e a situação da balança de pagamentos têm sido considerados como os principais determinantes da localização do IDE.

Em contrapartida, as variáveis institucionais, ou não têm sido consideradas, ou são tratadas apenas como factores secundários na análise dos determinantes do investimento estrangeiro.

Todavia, como forma de resposta às imperfeições dos mercados, surgiu a necessidade crescente de obtenção de outros tipos de informação relevante para a tomada de decisões. Neste sentido, foi-se assistindo a um papel cada vez mais importante das instituições [Arrow (1998)].

Segundo este tipo de abordagem, o ambiente institucional é considerado como uma vantagem localização, constituindo um factor chave na explicação dos fluxos de

IDE. Para Mudambi e Navarra (2002) este ambiente institucional inclui: (1) instituições políticas como o tipo de regime, a estrutura nacional de decisão política e o sistema judicial; (2) instituições económicas como a estrutura dos mercados nacionais de factores e os termos de acesso aos factores de produção internacional e (3) os factores socioculturais como os costumes, hábitos e religião.

Adicionalmente, à medida que as vantagens de localização deixaram de se centrar na dotação dos factores, para se centrar na capacidade de criação de novos activos (os quais podem incluir activos baseados no conhecimento, infra-estruturas e instituições), o ambiente institucional passou a desempenhar um papel fulcral enquanto vantagem de localização. Neste sentido, as empresas multinacionais escolhem investir no exterior através do IDE, para explorar os recursos existentes nos países recipientes, mas também para aumentar as suas competências *core*, através da interacção com outras localizações, cujos ambientes institucionais facilitem o desenvolvimento das suas vantagens específicas de propriedade [Amal (2005)].

Assim, podemos afirmar que assistimos actualmente a um papel crescente do capital intelectual no processo de criação de riqueza, levando as empresas a procurar explorar, não só as suas vantagens competitivas, mas e, principalmente, os activos estratégicos que reforcem ou protejam essas mesmas vantagens. Tal facto justifica, assim, a alteração das preferências de localização das EMNs, as quais passam a valorizar, para além dos determinantes tradicionais do IDE³⁸, o ambiente institucional e político.

Em síntese, da discussão acabada de efectuar acerca das diferentes perspectivas teóricas do IDE, podemos concluir que existem, fundamentalmente, dois grupos de factores que explicam este tipo de investimento. Assim, no primeiro grupo, temos os factores específicos às empresas que motivam, em primeira instância, o facto destas se tornarem multinacionais. No segundo, os factores de localização assumem igualmente um papel importante, ao explicar a localização do investimento por parte das

³⁸ Como iremos ver na secção seguinte, alguns dos estudos empíricos conduzidos neste domínio, distinguem entre determinantes tradicionais e não tradicionais do IDE [e.g. Lehmann (2002); Nunnenkamp e Spatz (2002), Amal (2005)]. Segundo estes, os determinantes tradicionais do IDE incluem as variáveis relacionadas com o mercado, tais como a dimensão e o crescimento de mercado, a população, mas também os custos salariais, as taxas de câmbio, as barreiras ao comércio, as infra-estruturas físicas, etc. Ao invés, variáveis institucionais ligadas ao risco político, ao regime legal, à burocracia, aos direitos de propriedade, entre outras, são consideradas como factores não tradicionais na explicação dos fluxos de IDE.

multinacionais. Entre estes factores de localização, associados às vantagens específicas dos países, podemos destacar a dimensão e o crescimento dos mercados, as taxas de câmbio, os impostos, as restrições ao comércio, a qualidade das infra-estruturas e também, variáveis de índole institucional.

Após a sistematização das principais correntes teóricas da produção internacional, passaremos à revisão da literatura empírica sobre os determinantes do IDE, centrando a nossa atenção, dada a relevância que assumem no âmbito do nosso trabalho, nos estudos macroeconómicos.

3.2.2 Evidência Empírica sobre os Determinantes do IDE

A maioria dos estudos nesta área tem-se centrado na identificação e avaliação dos determinantes do IDE, procurando encontrar os factores chave explicativos dos fluxos de entrada e saída associados a este investimento. Estes estudos visam essencialmente responder a uma, de duas questões centrais: i) porque é que uma empresa decide investir no exterior, i.e., porque é que se realizam fluxos de saída de IDE; ou ii) quais os factores que tornam uma determinada localização atractiva de IDE, i.e., porque é que as entradas de IDE são específicas de um determinado país.

Como vimos atrás, a primeira questão é normalmente desenvolvida numa perspectiva microeconómica, tomando em consideração os factores associados às empresas investidoras e às características dos países de origem, sendo estes, vulgarmente, conhecidos por “*push factors*”. Os estudos que explicam o IDE em termos microeconómicos, no âmbito da organização industrial, focaram-se inicialmente nas imperfeições de mercado e no desejo das multinacionais em expandir o seu poder de mercado. Mais tarde, esta literatura passou a centrar-se essencialmente nas vantagens específicas das empresas, no contexto das decisões de IDE.

A segunda questão está relacionada com os determinantes locais (ou de atracção – “*pull factors*”) do IDE e com as características dos países recipientes, sendo discutida numa óptica macroeconómica, a qual será enfatizada ao longo do nosso trabalho. A análise teórica dos determinantes de localização do IDE, como referimos na

secção anterior, tem sido tradicionalmente desenvolvida e modelizada dentro da estrutura da teoria neoclássica e do comércio internacional³⁹.

Razin e Sadka (2007) referem-se a este segundo tipo de estudos como macro-financeiros, uma vez que o IDE combina, não apenas aspectos de comércio internacional, mas, também, aspectos ligados aos fluxos financeiros internacionais. Segundo estes autores, esta corrente da literatura tem como objectivo a análise da composição do IDE em termos dos fluxos agregados internacionais, assim como a decomposição do IDE de acordo com os seus modos de entrada (F&A internacionais ou investimentos de raiz) e de financiamento.

Adicionalmente, a revisão da literatura empírica mostra uma grande extensão, tanto em termos de abordagens teóricas, como das metodologias e amostras utilizadas, para investigar a importância dos diversos factores que influenciam a decisão de investimento das empresas. Todavia, apesar da literatura tão extensa, e, ao mesmo tempo, tão controversa sobre os determinantes do IDE, a maioria tem adoptado uma perspectiva microeconómica e, poucos são os estudos que se têm dedicado à análise macroeconómica do IDE⁴⁰. Por outro lado, dentro da perspectiva macroeconómica, a literatura empírica existente tem-se focado essencialmente nos factores de atracção ou locais ("pull factors").

Constata-se, ainda, que dada a liderança dos EUA, quer ao nível dos fluxos de entrada, quer dos de saída de IDE, a maioria dos trabalhos tem-se centrado na distribuição geográfica do IDE nos EUA, assim como na localização do investimento directo dos EUA noutros países [Coughlin *et al.* (1991); Wheeler e Mody (1992); Friedman *et al.* (1996); Lehmann (2002); Biswas (2002)].

Todavia, nas últimas duas décadas, tem-se assistido ao florescimento de vários trabalhos empíricos que enfatizam a importância dos factores de localização do IDE nos países em desenvolvimento e nas economias em transição, como são exemplo os trabalhos de Serven e Solimano (1993), Milman (1996), Chen e Kwan (2000), Nunnenkamp e Spatz (2002), Nonnenberg e Mendonça (2005) e Amal (2005).

A maioria destes estudos, sobretudo os que analisam os determinantes do IDE na América Latina, enfatiza, como factores relevantes do IDE, os aspectos ligados à

³⁹ Veja-se a este propósito Krugman (1991), Markusen e Venables (1998) e Venables (1999).

⁴⁰ A este propósito, veja-se o trabalho de Razin e Sadka (2007), no qual é apresentada uma análise sistemática e global dos determinantes macroeconómicos do IDE.

estabilidade macroeconómica. Por exemplo, o trabalho de Serven e Solimano (1993) evidenciou um efeito positivo do crescimento económico sobre o IDE e um efeito negativo das despesas com a dívida externa e das flutuações macroeconómicas, na medida que provocam instabilidade e incerteza nas economias alvo. De igual modo, ao analisar os determinantes do investimento privado em quatro países da América Latina (Argentina, Chile, México e Venezuela), Milman (1996) constatou que as duas variáveis mais importantes na explicação do IDE eram a taxa de juro internacional (*libor*) e o crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB).

Não é, no entanto, nossa pretensão rever a vastíssima literatura sobre os determinantes do IDE. Em contrapartida, iremos proceder à sistematização dos trabalhos mais recentes que têm enfatizado os determinantes macroeconómicos na explicação do IDE agregado. Para uma revisão crítica da literatura empírica recente dos determinantes do IDE, discutindo quer os factores específicos à empresa, quer os factores locais, ver Blonigen (2005).

Chakrabarti (2001) procedeu a uma análise dos trabalhos empíricos realizados sobre os determinantes do IDE e constatou a existência de uma grande divergência quanto aos factores locais explicativos dos fluxos de investimento. Segundo ele, as diferenças em termos de enquadramentos teóricos, de metodologias, de selecção de amostras e dos próprios instrumentos de análise, poderão estar na base de tal controvérsia. Em resultado de tal diversidade, Chakrabarti (2001) procurou sistematizar um conjunto de hipóteses sobre os potenciais determinantes do IDE. Como podemos constatar a partir da tabela 3.2, Chakrabarti (2001) salienta que as principais variáveis utilizadas nesses estudos empíricos são a dimensão e o crescimento do mercado; os custos salariais; o grau de abertura ao exterior; as barreiras ao comércio; as taxas de câmbio; a carga tributária; o défice comercial, além de diversas variáveis institucionais.

Tabela 3.2 – Efeito controverso de algumas variáveis sobre o IDE

Determinantes Potenciais do IDE	Efeito observado no IDE em diferentes estudos		
	Positivo	Negativo	Não Significativo
Dimensão do Mercado	Root e Ahmed (1979) Dunning (1980) Culem (1988) Pearce (1990) Wheeler e Mody (1992) Tsai (1994) Billington (1999) Pistoresi (2000)		
Barreiras ao Comércio	Schmitz e Bieri (1972) Lunn (1980)	Culem (1988)	Beurdeau (1986) Blonigen e Feenstra (1996)
Custos Salariais	Caves (1974) Swedenborg (1979) Wheeler e Mody (1992)	Culem (1988) Pistoresi (2000)	Lucas (1990) Tsai (1994)
Taxa de Crescimento Económico	Lunn (1980) Culem (1988) Billington (1999)		Nigh (1988) Tsai (1994)
Grau de Abertura ao Exterior	Kravis e Lipsey (1982) Culem (1988) Edwards (1990) Pistoresi (2000)		Schmitz e Bieri (1972) Wheeler e Mody (1992)
Défice Comercial	Culem (1988) Tsai (1994)	Hein (1992) Lucas (1993) Pistoresi (2000)	
Taxa de Câmbio	Edwards (1990)	Caves (1988) Froot e Stein (1991) Blonigen (1995) Blonigen e Feenstra (1996)	Calderon-Rossell (1985) Blonigen (1997)
Impostos	Swenson (1994)	Guisinger (1995) Barrel e Pain (1998) Billington (1999)	Wheeler e Mody (1992) Porcano e Price (1996)

Fonte: Resumo da tabela apresentada por Chakrabarti (2001, pp. 91-92)

Ainda dentro do grupo das variáveis que tradicionalmente são apontadas como factores explicativos do IDE, podemos encontrar outros factores, tais como a qualidade das infra-estruturas físicas e o nível educacional⁴¹.

Por exemplo, Chen e Kwan (2000), através da estimação dos efeitos dos determinantes do IDE em 29 regiões chinesas entre 1985 e 1995, descobrem que mercados regionais de grande dimensão, boas infra-estruturas e uma política de comércio preferencial têm um efeito positivo no IDE, enquanto os custos salariais exercem um efeito negativo. Quanto ao efeito do nível educacional, os autores constataam a existência de um impacto positivo, mas não significativo. Também Coughlin *et al.* (1991), com base num modelo *logit* relativo à decisão de localização das empresas estrangeiras que investem em indústrias norte-americanas entre 1981 e 1983, observaram que a existência de uma boa rede de infra-estruturas ao nível dos transportes aumenta o IDE. Por outro lado, verificaram que os estados norte-americanos com maiores rendimentos *per capita* e maior densidade da actividade industrial atraem relativamente mais IDE, enquanto salários e impostos elevados reduzem os fluxos de investimento. Friedman *et al.* (1996) analisaram o trabalho anterior e dividiram a análise nos dois principais fluxos de IDE (F&A e investimentos de raiz), obtendo, no entanto, coeficientes similares nos dois grupos.

Todavia, recentemente, têm sido desenvolvidos estudos que realçam a importância de variáveis não tradicionais na explicação do IDE. É o caso do trabalho efectuado por Nunnenkamp e Spatz (2002), os quais investigaram a importância de factores não tradicionais em 28 países em desenvolvimento. A evidência empírica obtida permitiu concluir que os factores tradicionalmente relacionados com o mercado (em particular, a dimensão e o crescimento de mercado e a população) continuam a ser determinantes da distribuição do IDE, enquanto os factores não tradicionais como as restrições ao comércio e os factores complementares de produção (relacionados, por exemplo, com as condições de acesso ao financiamento no mercado local e com as capacidades e a eficiência das empresas locais) começam a assumir uma maior importância.

⁴¹ Alguns estudos, nomeadamente os a seguir apresentados de Nunnenkamp e Spatz (2002), Lehmann (2002), Biswas (2000) e Wezel (2003), distinguem entre variáveis tradicionais e não tradicionais na explicação do IDE. As primeiras ligadas essencialmente às variáveis de mercado e, as segundas, aos factores de índole institucional, política e legal.

Lehmann (2002), ao analisar as estratégias de multinacionais norte-americanas, encontrou evidência de que os factores tradicionais como o diferencial dos custos salariais, a dimensão do mercado e o grau de abertura comercial são factores relevantes para estimular o IDE nos países em desenvolvimento. De igual modo, a variável associada ao risco político, enquanto determinante não tradicional, parece também assumir um papel importante na explicação dos fluxos de IDE destinados a esses países.

Biswas (2002) analisou os determinantes do investimento realizado por empresas norte-americanas em 44 países durante o período 1983-1990. Mais especificamente, testou a importância de alguns factores tradicionais (como os custos salariais e as infra-estruturas) e não tradicionais (como o tipo e a duração do regime político e o índice de direitos de propriedade intelectual) no IDE. A investigação empírica conduzida permitiu concluir acerca da importância destes factores não tradicionais.

Num estudo sobre os determinantes do IDE de origem alemã na América Latina e nas economias emergentes da Ásia, Wezel (2003) dedicou especial ênfase aos factores não tradicionais. Os resultados evidenciaram que o risco do país e, parcialmente, o risco político são prejudiciais aos investimentos realizados pelas empresas alemãs.

Nonnenberg e Mendonça (2005) procuraram estimar, com base numa amostra em painel de 33 países, os principais determinantes do IDE nos países em desenvolvimento, no período 1975-2000. Apesar de não distinguirem os factores tradicionais dos não tradicionais, constataram igualmente a importância do risco do país na explicação destes fluxos. Adicionalmente, os autores concluíram que a dimensão e o ritmo de crescimento da economia, a qualificação da mão-de-obra, a receptividade relativamente ao capital externo e o desempenho das bolsas de valores internacionais, estão entre os principais factores que influenciam a decisão das EMNs nos países em desenvolvimento.

Os trabalhos que acabamos de analisar, para além de demonstrarem a importância crescente dos determinantes não tradicionais na explicação do IDE, permitem-nos constatar, ainda, que dentro deste grupo de determinantes, os factores institucionais começam a ganhar relevo. Os estudos de Basi (1963) e Aharoni (1966) foram os primeiros a considerar essas variáveis, os quais constataram que a instabilidade política foi considerada a variável mais relevante no processo de decisão

do investimento directo estrangeiro. Recentemente, outros trabalhos têm sido desenvolvidos neste sentido.

Wheeler e Mody (1992) utilizaram um índice composto por factores ligados ao risco que incluía variáveis como a burocracia, a instabilidade política, a corrupção e a qualidade do sistema legal. Todavia, não encontraram evidência suficiente que lhes permitisse concluir acerca da importância destas variáveis na explicação dos fluxos de entrada de IDE nos EUA.

Pelo contrário, Gastanaga *et al.* (1998) mostraram que variáveis como a corrupção, as distorções das taxas de câmbio, a carga tributária, a taxa de crescimento, o risco e a burocracia são estatisticamente significativas e influenciam directamente os fluxos de IDE nos países menos desenvolvidos.

Hausmann e Fernández-Arias (2001) examinaram os efeitos dos diversos factores institucionais sobre os fluxos de capital, utilizando como variáveis aquelas que foram compiladas por Kaufmann *et al.* (2007)⁴² e La Porta *et al.*⁴³ (1998). Os resultados evidenciaram que outras formas de capital, como as *joint ventures* e as alianças estratégicas, são mais sensíveis à qualidade das instituições que o IDE. Dentro deste conjunto de variáveis institucionais, apenas o quadro regulatório, a eficiência do governo e os direitos dos accionistas são significativos.

Stein e Daude (2002) chegaram a resultados mais precisos quanto ao papel das variáveis institucionais na determinação da localização do IDE e, mostraram que a qualidade das instituições é estatisticamente significativa e tem um efeito económico positivo sobre os modos de entrada de IDE.

Adicionalmente, Amal (2005), na sua tese de doutoramento sobre o impacto do IDE na América Latina, constatou que, para além das variáveis macroeconómicas (como o PIB e a taxa de câmbio real), os factores institucionais, tais como o risco político, a liberdade política, os direitos civis e a inserção do país em acordos de

⁴² Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2007) desenvolveram, a partir de um trabalho inicial de Kaufmann, Kraay e Zoido-Lobaton (1999), uma medida de grande amplitude relativa à governação de um país, composta por 6 indicadores governamentais: 1) participação do cidadão e liberdade de expressão; 2) estabilidade política e segurança; 3) eficiência governativa; 4) qualidade da regulação; 5) “força” da lei (“*rule of law*”) e 6) controlo da corrupção. Esta medida de governação será alvo de uma análise mais detalhada no capítulo seguinte.

⁴³ Como salientamos mais à frente no Capítulo 4, estes autores construíram dois índices, um associado aos direitos dos accionistas e outro relativo à “força” da lei.

integração regional, exercem um impacto significativo em 7 países da América Latina, no período 1984-2001.

Finalmente, outros autores, nomeadamente Crowley e Dodds (1998), salientaram a importância de variáveis financeiras na explicação do IDE e, descobriram que um bom sistema financeiro parece constituir um factor significativo na explicação dos fluxos de entrada e saída de IDE.

Em termos sucintos, a revisão da literatura empírica sobre os determinantes macroeconómicos do IDE evidenciou que, apesar de os resultados nem sempre se mostrarem consistentes, existe um conjunto de variáveis que usualmente são identificadas como relevantes na explicação da distribuição geográfica do IDE. Entre essas variáveis destacam-se os factores económicos, tais como a dimensão e o crescimento dos mercados, os custos salariais, o grau de abertura ao exterior, entre outros, e, mais recentemente, variáveis institucionais e financeiras parecem desempenhar igualmente um papel importante na decisão de localização deste tipo de investimento. Constatou-se, ainda, que dentro da perspectiva macroeconómica, a maioria dos estudos enfatiza os factores de localização do IDE, ou seja, as características dos países alvo, capazes de tornar a sua localização atractiva para este investimento. Ao invés, os factores específicos dos países de origem, susceptíveis de explicar os fluxos de investimento realizados a partir destes, têm sido estudados, regra geral, num contexto microeconómico.

Após a sistematização da literatura teórica e empírica sobre os determinantes do IDE, torna-se necessário, no âmbito do nosso trabalho, proceder à revisão dos principais contributos teóricos e empíricos associados à escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros, em particular, aos determinantes das F&A internacionais *versus* investimentos de raiz, enquanto modos alternativos de entrada do IDE.

3.3 Determinantes da Escolha do Modo de Entrada do IDE

As empresas podem entrar nos mercados estrangeiros através de diferentes modos, variando desde as exportações e os modos contratuais (e.g. os *franchisings* e os acordos de licenciamento), até aos modos que envolvem participações totais ou parciais

de capital, caso das *joint ventures* e dos modos de IDE (tais como os investimentos de raiz e as F&A internacionais).

Neste sentido, Root (1983, 1984) define modo de entrada como um acordo institucional que torna possível a transferência de produtos, tecnologia, capacidades humanas, gestão ou outros recursos da empresa, para um país estrangeiro. Esta definição abrange não só os modos em que as operações de produção e de marketing (venda) se localizam ambas no país alvo (como, por exemplo, os acordos de licenciamento e os modos de IDE), mas também os modos em que aquelas duas operações se localizam em países distintos, como os modos de exportação.

Anderson e Gatignon (1986) e Gatignon e Anderson (1988) referem-se ao modo de entrada como uma estrutura organizacional que permite a uma empresa exercer o controlo sobre as operações estrangeiras. Segundo Sharma e Erramilli (2004), ficam excluídas desta definição as operações de marketing, isto é, as exportações das empresas investidoras para os países recipientes, pelo facto de não envolverem qualquer tipo de controlo sobre as operações estrangeiras. Neste sentido, estes últimos (p. 2), de acordo com Root, propõem uma definição mais abrangente ao descrever modo de entrada como “(...) *uma modalidade estrutural que permite a uma empresa implementar a sua estratégia de mercado num país recipiente através, quer apenas das exportações, quer dos modos nos quais esta realize, sozinha ou em parceria, ambas as operações de produção e de marketing (modos contratuais, joint ventures e filiais totalmente detidas).*”

Em resumo, a escolha do modo de entrada envolve, por parte das empresas investidoras, duas decisões estratégicas chave: i) uma, relativa à decisão de localização das actividades de produção e/ou de marketing, dentro ou fora do país alvo e, ii) outra, associada ao grau de propriedade (total, parcial ou nenhuma) que se deseja deter sobre as filiais estrangeiras.

A escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros é um dos tópicos principais de investigação na área da Gestão Internacional, com muitos estudos dedicados à análise dos determinantes *ex-ante* ou das implicações *ex-post* da escolha das empresas entre certos modos de entrada, nomeadamente entre: i) modos contratuais e modos de capital, ii) *joint ventures* e filiais totalmente detidas e, iii) investimentos *greenfields* e aquisições.

Tendo em vista os objectivos do nosso trabalho, iremos, ao longo desta secção, dedicar-nos à revisão da literatura sobre os determinantes daquela última escolha, a qual é referenciada na literatura por “*diversification entry mode choice*”⁴⁴. Uma das conclusões que se retira da sistematização da literatura é a de que a análise dos determinantes da escolha entre os investimentos de raiz e as F&A internacionais é realizada a partir de uma grande variedade de perspectivas teóricas e de contextos empíricos, resultando, na maioria das vezes, em resultados inconsistentes. Dada a multiplicidade de perspectivas teóricas utilizadas e um grande número de resultados empíricos inconsistentes, julgamos ser importante rever esta literatura.

Em termos específicos, a nossa sistematização pretende complementar a excelente revisão da literatura empírica sobre os determinantes do modo de entrada do IDE, efectuada por Slangen e Hennart (2007). Neste sentido, para além de procedermos à revisão dos principais estudos sobre os determinantes da escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz (estudos estes, essencialmente microeconómicos), iremos também rever os recentes trabalhos que se têm dedicado à investigação dos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais⁴⁵.

Antes de passarmos à sistematização da literatura empírica, convém, no entanto, apresentar as principais correntes teóricas adoptadas nos estudos sobre a escolha do modo de entrada.

⁴⁴ Slangen e Hennart (2007) utilizam a expressão “*foreign establishment mode choice*” para se referir a esta escolha.

⁴⁵ Para uma análise crítica das fundamentações teóricas das F&A internacionais, veja-se o trabalho de Shimizu *et al.* (2004).

3.3.1 Perspectivas Teóricas

Começando com Hymer [(1976), (versão inicial 1960)], os investigadores têm recorrido a diferentes teorias da empresa⁴⁶ para explicar a escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros.

Todavia, as teorias tradicionais da empresa, analisadas na secção anterior, tais como a teoria de Hymer e Kindleberger, a teoria da internalização, a TCT e o paradigma eclético, limitam-se a explicar a escolha do modo de entrada tomando em consideração, apenas, a exploração das vantagens existentes nos mercados [Andersen (1997) e Sharma e Erramilli (2004)]. Como resultado, a escolha do modo de entrada é explicada a partir do mercado ou do produto, baseando-se na existência de imperfeições de mercado. Estas teorias, dada a ênfase que colocam nos mercados, são normalmente denominadas de “*Market-Based View of the firm*”.

No início da década de 90, pudemos assistir à emergência de um outro paradigma que tem evoluído de forma crescente e que assenta basicamente na perspectiva de recursos da empresa (*Resource-Based-View* - RBV). Essencialmente, a teoria RBV olha para a empresa, para a sua concorrência e para o alcance dos seus objectivos de longo prazo, a partir da sua disponibilidade em termos de recursos, constituindo esta a base para a explicação dos modos de entrada.

No entanto, de entre todas estas teorias, as perspectivas económicas associadas à teoria dos custos de transacção [Williamson (1975); Buckley e Casson (1976); Hennart (1977, 1982)] e ao paradigma eclético de Dunning [Dunning (1977, 1988)] são as que têm providenciado as fundamentações teóricas dominantes na escolha do modo de entrada de IDE (isto é, na escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz). De acordo com estas linhas de investigação, o foco principal assenta na incerteza e nos riscos associados às diferenças culturais nacionais e aos contextos institucionais

⁴⁶ Por exemplo, Sharma e Erramilli (2004) defendem a existência de pelo menos 6 teorias principais sobre a escolha do modo de entrada, desenvolvidas no seio de 3 paradigmas teóricos da empresa, os quais têm sido propostos ao longo das últimas 4 décadas. São elas a Teoria de Hymer e Kindleberger e a Teoria Internacional do Ciclo de Vida do Produto de Vernon (1966), que foram desenvolvidas nas décadas de 60 e 70, dentro do Paradigma das Imperfeições de Mercado. Segue-se a Teoria da Internacionalização, desenvolvida dentro do Paradigma Comportamental e já, em meados dos anos 80, foram conceptualizadas a Teoria da Internalização, a Teoria Eclética e a Teoria dos Custos de Transacção, as quais têm por base o Paradigma das Falhas de Mercado.

[Shimizu *et al.* (2004)]. Ou seja, esta corrente de estudos enfatiza a minimização dos riscos e das ineficiências associadas à entrada nos mercados estrangeiros, onde os custos de transacção desempenham um papel fulcral. Recentemente, a perspectiva dos recursos [Andersson e Svensson (1994); Anand e Delios (2002)] e da aprendizagem organizacional [Cho e Padmanabhan (1995); Barkema e Vermeulen (1998); Vermeulen e Barkema (2001)] têm ganho relevância.

A partir da revisão da literatura empírica, Slangen e Hennart (2007) identificam seis principais perspectivas teóricas subjacentes aos 15 trabalhos empíricos por eles analisados e, são elas: i) a teoria dos custos de transacção / teoria da internalização; ii) a perspectiva da aprendizagem organizacional; iii) a economia da informação; iv) a teoria do crescimento da empresa (ligada à RBV); v) a perspectiva da organização industrial e, por último, vi) a teoria institucional. Idênticas perspectivas teóricas são apresentadas por Shimizu *et al.* (2004) na explicação das F&A internacionais. Tal facto, não será, no entanto, de estranhar, uma vez que as F&A são normalmente estudadas no contexto do IDE, em particular, no que respeita à escolha do seu modo de entrada.

Adoptando uma abordagem semelhante à dos trabalhos anteriores, passaremos, em seguida, à apresentação das principais correntes teóricas subjacentes à escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Contudo, uma vez que algumas dessas teorias foram objecto de uma discussão detalhada na secção anterior, limitamo-nos, agora, a examinar a sua aplicabilidade ao contexto da escolha do modo de entrada.

3.3.1.1 Teoria dos Custos de Transacção (TCT) e Paradigma Ecléctico

A maioria dos estudos que se centra na análise da escolha do modo de entrada do IDE utiliza como fundamentações teóricas dominantes a TCT e o Paradigma Ecléctico.

No que respeita à TCT, embora tenha sido originalmente utilizada para explicar a escolha das EMNs entre os acordos de licenciamento e o IDE, esta teoria tem sido estendida para explicar a escolha entre as *joint ventures* e as filiais totalmente detidas [e.g. Gatignon e Anderson (1988); Hennart (1991); Erramilli e Rao (1993)] e entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz [e.g. Hennart e Park (1993)].

Segundo Slangen e Hennart (2007), esta última extensão da TCT considera que a escolha das multinacionais entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz depende da comparação entre os custos associados à exploração ou obtenção de produtos intermédios, através destas duas formas de entrada nos mercados estrangeiros.

Baseando-se nas ideias chave de racionalidade limitada e de comportamento oportunístico, a TCT tem sido alvo de modificações, algumas das quais visando incluir, para além dos custos de transacção, factores culturais e institucionais [Kogut e Singh (1988); Erramilli e Rao (1993); Brouthers e Brouthers (2000); Brouthers (2002)]. Por exemplo, no que respeita aos factores culturais, a TCT prevê que quanto maior a distância cultural relativamente a um dado país, maiores serão os custos suportados pelas EMNs para transferir activos intangíveis, tais como práticas organizacionais e de gestão, para as filiais localizadas nesse país. Por outro lado, esses custos tendem a ser maiores quando se opta pelas aquisições, uma vez que se torna extremamente difícil instalar as práticas das EMNs nas empresas adquiridas; ao invés, no caso dos investimentos de raiz, os custos de transferir essas práticas para as filiais estabelecidas de novo, não tendem a aumentar com a distância cultural. Deste modo, a preferência pelos investimentos de raiz, relativamente às F&A, tende a aumentar com a distância cultural em relação ao país de origem [Cho e Padmanabhan (1995)].

Como resultado da incorporação dos factores ligados ao contexto cultural e institucional, a hipótese de minimização exclusiva dos custos de transacção tem sido abandonada, podendo levar a conclusões diferentes daquelas que tinham sido sugeridas pela TCT original.

Para além da TCT, também o paradigma eclético de Dunning foi utilizado para explicar a decisão quanto ao modo de entrada do IDE [Harzing (2002)]. Segundo este, a escolha das EMNs entre os investimentos de raiz e as aquisições é influenciada pelas vantagens específicas de propriedade, de localização e de internalização. Mais uma vez, a escolha do modo de entrada deverá ser baseada no *trade-off* entre risco e retorno. Para além deste critério, as vantagens acima mencionadas reflectem igualmente o desejo de controlo e a disponibilidade de recursos [Andersen (1997)]. Deste modo, Agarwal e Ramaswami (1992) consideram que a escolha do modo de entrada deve ser um compromisso entre estes quatro factores.

Uma das grandes vantagens deste paradigma, como já tivemos oportunidade de referir, consiste no facto deste representar uma aproximação multi-teórica para estudar a decisão da entrada no IDE, uma vez que se encontra na intersecção da teoria macroeconómica do comércio internacional e da teoria microeconómica da empresa. Em resultado, este paradigma permite aos investigadores incorporar vários determinantes, com vista a prever o modo de entrada. Contudo, estas vantagens representam potencialmente as suas fraquezas. Por exemplo, quando se aumenta o número de determinantes podem surgir problemas em estabelecer linhas de demarcação entre os diferentes conceitos ou, quando se utiliza várias explicações podem ocorrer problemas na análise e na interpretação dos efeitos das inter-relações existentes entre os vários factores.

3.3.1.2 Abordagem da Aprendizagem Organizacional

Na última década, vários investigadores [Cho e Padmanabhan (1995); Barkema e Vermeulen (1998); Vermeulen e Barkema (2001)] começaram a olhar para a decisão do modo de entrada do IDE, a partir da perspectiva da aprendizagem organizacional. A ideia base desta perspectiva é a de que as empresas que operam em diferentes contextos estão expostas a uma grande variedade de eventos e ideias, capazes de fortalecer a sua base de conhecimentos e de capacidades tecnológicas. Ou seja, para esta perspectiva a experiência constitui a principal fonte de aprendizagem das organizações.

Neste sentido, Barkema e Vermeulen (1998) argumentam que as EMNs que possuem uma vasta experiência multinacional, isto é, que operam em muitos países, são capazes de aprender um vasto leque de capacidades tecnológicas e tendem a preferir os investimentos *greenfields*, no sentido, de que estes são capazes de lhes providenciar capacidades tecnológicas adicionais. Cho e Padmanabhan (1995) e Barkema e Vermeulen (1998) aplicam uma linha semelhante de pensamento às EMNs que operam em várias indústrias (isto é, com diversidade de produtos). As empresas com um elevado grau de diversificação de produtos são, de igual modo, capazes de aprender

várias capacidades tecnológicas e devem, desta forma, preferir os investimentos de raiz, em detrimento das F&A internacionais⁴⁷.

3.3.1.3 Teoria dos Recursos (RBV)

Apesar da investigação empírica sobre os modos de entrada nos mercados estrangeiros assentar, fundamentalmente, nos corpos teóricos ligados à TCT e ao Paradigma Eclético, recentemente têm surgido outras perspectivas teóricas que examinam a influência dos factores específicos da empresa, da indústria e do país, de forma distinta.

A partir de meados dos anos 80, a investigação empírica tem utilizado a perspectiva dos recursos [Andersson e Svensson (1994), Anand e Delios (2002)] para examinar o valor das expansões internacionais, quer através dos investimentos *greenfields*, quer das F&A.

A Teoria dos Recursos (ou, como é conhecida na literatura, “*Resource-Based-View*”), inicialmente desenvolvida por Penrose (1959), considera que cada empresa é única e a sua unicidade advém dos recursos que possui, da sua comparação com outros e/ou da forma como eles são desdobrados [Sharma e Erramilli (2004)]. Resumidamente, a empresa é vista como uma entidade única dentro de uma indústria. Ao contrário dos paradigmas anteriores associados às imperfeições e falhas de mercado, segundo os quais as estratégias das empresas eram desenvolvidas a partir da perspectiva de mercado, a RBV olha para estas estratégias a partir da dotação de recursos das empresas.

Exemplos destes recursos incluem todos os activos e capacidades existentes numa empresa, tais como competências organizacionais, tecnologia, cultura empresarial, fidelização dos clientes, marcas, orientação de mercado, equipamentos, processos produtivos e activos relacionais e intelectuais [Sharma e Erramilli (2004)]. Deste modo, os recursos podem ser tangíveis e/ou intangíveis. Contudo, a RBV foca-se essencialmente naqueles recursos que têm potencial para criar valor para a empresa.

⁴⁷ Barkema e Vermeulen (1998) sugerem, no entanto, que se o grau de diversificação se tornar muito elevado, a preferência pelos *greenfields* altera-se para as aquisições.

Desta forma, a teoria dos recursos tem implicações importantes na estratégia das empresas, no sentido de que pode ajudar os gestores a diferenciar entre recursos que podem suportar uma vantagem competitiva, daqueles que são menos valiosos para a organização.

Dentro da RBV, Madhok (1997) desenvolveu a Teoria das Competências Organizacionais onde enfatizou o papel do *know-how*, enquanto recurso valioso para gerar vantagens competitivas⁴⁸. Segundo o autor, esta teoria vê a empresa como um conjunto de recursos relativamente estáticos e transferíveis, os quais são depois transformados em capacidades, através de processos específicos à empresa [Andersen (1997)].

Um dos grandes méritos desta teoria resulta do facto de que, para além de conseguir explicar a localização das actividades, também é capaz de explicar o grau de propriedade que as empresas desejam obter. É, desta forma, capaz de explicar uma grande variedade de modos de marketing e de produção no exterior, tais como as exportações, as *joint ventures*, as filiais totalmente detidas, etc., o que não acontecia com a maioria das teorias tradicionais dos modos de entrada.

A RBV leva-nos a prever que uma empresa irá desenvolver actividades de produção e/ou de marketing numa localização onde ela possui vantagens competitivas nessas actividades.

Tal como acontecia no Paradigma Eclético, na Teoria do Ciclo de Vida do Produto e na Teoria da Internalização, a localização no país de origem será a escolha inicial, na falta de melhores alternativas. Depois, a empresa irá avaliar as hipóteses de gerar uma vantagem competitiva nos mercados alvos escolhidos, através de uma avaliação cuidadosa da combinação dos recursos específicos da empresa com os factores relevantes do país alvo. Isto significa que, aquando da entrada no mercado alvo, a empresa pode apenas ter uma estimativa do nível de requisitos necessários em termos dos recursos específicos da empresa, mas pode não ser capaz de especificá-los de uma forma cuidadosa.

Adicionalmente, dois outros condicionantes poderão frustrar a capacidade de uma empresa em estabelecer vantagens competitivas nos mercados estrangeiros.

⁴⁸ Segundo este autor, o valor de um recurso é definido em termos da sua contribuição para a vantagem competitiva da empresa. Quanto maior a sua contribuição, maior é o seu valor.

Primeiro, os recursos-chave geradores de vantagens podem não ser transferíveis para o mercado alvo, pois são limitados ao país de origem (por exemplo, a mão-de-obra especializada). Segundo, mesmo que esses recursos sejam transferíveis, eles podem não ser compatíveis com outros factores relevantes no mercado alvo, em termos da criação de vantagens competitivas.

Entre esses factores relevantes, a literatura sobre os modos de entrada destaca a disponibilidade de recursos (em termos de matérias-primas e mão-de-obra qualificada), a dimensão do mercado, o ambiente político, o sistema legal, as políticas de gestão e as infra-estruturas, como sendo capazes de afectar a capacidade das empresas em gerar essas vantagens competitivas.

Resumidamente, a capacidade de uma empresa em estabelecer vantagens competitivas num mercado estrangeiro irá depender do grau de transferência, eficiente e eficaz, de recursos criadores de valor para esse mercado, assim como do grau de compatibilidade entre tais recursos e os factores relevantes do país recipiente [Madhok (1997)]. Definitivamente, esta proposição é diferente da Teoria de Hymer, da Teoria do Ciclo de Vida do Produto e da Teoria da Internalização, nas quais o estabelecimento de vantagens competitivas nos mercados alvo era dado como certo.

Por exemplo, enquanto Dunning (1988) enfatiza a vantagem que uma determinada localização pode providenciar, Madhok (1997) considera o efeito locacional como a dificuldade em explorar o *know-how* existente numa empresa, resultante das diferenças entre o contexto do país alvo e o do país de origem.

Colocando a ênfase nos recursos que a empresa possui, esta perspectiva poderá também ser aplicada à escolha do modo de entrada do IDE. Segundo Slangen e Hennart (2007), os quais se referem à teoria do crescimento da empresa como uma das bases da RBV, as empresas estão restringidas no seu crescimento, porque só podem recrutar ou treinar um número limitado de novos gestores, num dado período de tempo. Esta restrição aplica-se principalmente ao crescimento das empresas via investimentos de raiz, uma vez que, nas operações de aquisição, os gestores das filiais adquiridas tendem a manter-se. Seguindo este raciocínio, quanto maior a dimensão relativa da filial face à empresa mãe, maior será o número de gestores necessários e, assim, mais dificuldades terá a empresa mãe em recrutar e treinar sozinha estes gestores. Logo, filiais de grande dimensão (relativamente às empresas mãe) apresentam maiores probabilidades de terem

sido adquiridas do que estabelecidas de raiz [Caves e Mehra (1986); Hennart e Park (1993)]. Ao invés, filiais de dimensão relativa reduzida requerem menos recursos de gestão e, deste modo, são mais prováveis de terem sido estabelecidas via IDE de raiz.

3.3.1.4 Abordagem da Organização Industrial

Vários investigadores [Caves e Mehra (1986); Hennart e Park (1993); Zejan (1990)] serviram-se dos estudos de organização industrial para explicar a forma como as características da indústria alvo são capazes de influenciar a escolha do modo de entrada do IDE. Segundo estes, a grande diferença entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz reside no facto de que estes últimos são, normalmente, acompanhados por um aumento da oferta local.

Este aumento tende a ser particularmente elevado em indústrias concentradas, onde as potenciais entrantes necessitam de grandes escalas para entrar, por forma a competirem com um pequeno número de grandes incumbentes [Slangen e Hennart (2007)]. Todavia, a entrada destas empresas via investimentos de raiz (de larga escala) irá resultar, por um lado, no decréscimo dos preços e dos lucros e, por outro, numa reacção estratégica por parte das empresas incumbentes.

Desta forma, a teoria da organização industrial, inicialmente desenvolvida por Bain (1956), postula que quanto mais concentrada for a indústria alvo, maior a preferência das empresas pelas aquisições, de forma a evitar o aumento da oferta e a retaliação por parte das empresas já existentes [Caves e Mehra (1986)]⁴⁹.

Idêntica conclusão é assumida quando a indústria alvo é caracterizada por reduzidos ritmos de crescimento, à medida que as incumbentes vão perdendo, nesta situação, quota de mercado. Ao invés, se uma indústria estiver a crescer de forma acelerada, as entradas via investimentos de raiz não causam às incumbentes perdas de

⁴⁹ Contudo, para que tal aconteça, é necessário admitir a hipótese de que os governos dos países alvo permitem a concretização das operações de aquisição. Na prática, os governos podem opor-se às aquisições em indústrias concentradas, de forma a evitar que as EMNs dominem a indústria [Hennart e Park (1993)]. Tal situação poderá, apesar de tudo, forçar as EMNs a entrar nas indústrias concentradas através dos investimentos de raiz.

quota de mercado e, conseqüentemente, tornam-se mais tolerantes a esta forma de entrada, tornando-a mais provável [Zejan (1990)].

No entanto, as filiais estabelecidas de raiz implicam mais tempo (relativamente às filiais que tenham sido adquiridas) até se tornarem operacionais e, este atraso poderá resultar em elevadas perdas (em termos de custos de oportunidade), no caso de uma indústria com um elevado ritmo de crescimento [Caves e Mehra (1986)]. Desta forma, as empresas multinacionais tendem a preferir as aquisições em detrimento dos investimentos de raiz, quer quando a indústria cresce muito lentamente (de forma evitar a retaliação por parte das incumbentes), quer quando cresce rapidamente (de forma a evitar os custos de oportunidade) [Caves e Mehra (1986); Hennart e Park (1993)].

3.3.1.5 Abordagem Institucional

A aplicação da abordagem institucional ao contexto da escolha do modo de entrada sugere que as empresas tendem a conformar-se com as regras e normas vigentes no seu ambiente, por forma a ganhar legitimidade e a sobreviver [Slangen e Hennart (2007)]. Neste contexto, as filiais estrangeiras estão sujeitas a dois tipos de pressões, as internas, impostas pelas empresas mãe e, as externas, impostas pelos países alvo. Dito por outras palavras, as filiais têm de se conformar, quer com as regras e normas impostas pelas empresas mãe, quer com as vigentes nos países alvo.

Por exemplo, Harzing (2002) utilizou esta perspectiva para explicar o impacto da estratégia internacional adoptada pelas EMNs, na escolha do modo de entrada do IDE. Segunda a autora, as empresas podem prosseguir dois tipos de estratégia a nível internacional, a estratégia multi-doméstica e a estratégia global. No primeiro caso, as empresas experimentam um reduzido nível de concorrência global e competem predominantemente ao nível doméstico, enquanto vão adaptando os seus produtos e políticas aos vários mercados locais. Nestas circunstâncias, as empresas podem ser caracterizadas por uma rede descentralizada, onde as filiais são relativamente autónomas. Em relação à estratégia global, esta caracteriza-se por um elevado nível de globalização da concorrência, associada a uma forte interligação dos mercados de

produtos nacionais e, onde o requisito dominante é a eficiência com vista à obtenção de economias de escala e de gama.

Neste contexto, Harzing (2002) argumentou que as filiais das multinacionais que prosseguiram uma estratégia global estavam sujeitas a fortes pressões internas, enquanto as EMNs que seguiam uma estratégia multi-doméstica estavam sujeitas a elevadas pressões externas, impostas pelos países alvo. Para além disso, Harzing (2002) acrescentou que as filiais estabelecidas de raiz têm menos dificuldades em adaptar-se às normas e regras impostas pelas empresas mãe, uma vez que os seus recursos podem ser distribuídos a partir da multinacional. Ao invés, as pressões externas, impostas pelos países alvo, são mais fáceis de se concretizar via F&A, uma vez que as empresas adquiridas já estão embutidas nesse ambiente. Como resultado, as EMNs que prosseguem uma estratégia internacional global tendem a preferir os investimentos de raiz, enquanto as que seguem uma estratégia multi-doméstica optam pelas aquisições.

Idêntica abordagem foi adoptada no trabalho de Davis *et al.* (2000) para explicar a decisão das empresas quanto ao grau de propriedade que desejam deter nas filiais estrangeiras. Estes autores descobrem que quando as empresas são fortemente influenciadas pelas normas institucionais da empresa mãe, elas são induzidas a conformar-se com os seus sistemas institucionais internos e, tendem a preferir os modos de entrada que envolvem subsidiárias totalmente detidas. Contrariamente, quando as empresas são influenciadas pelos factores (económicos, sociais, legais) respeitantes ao país alvo, elas tendem a preferir as exportações, optando, desta forma, por modos de entrada menos integradores. Os autores argumentam ainda que as características da empresa mãe, nomeadamente, a sua ênfase nas pressões internas, são mais importantes que os factores respeitantes ao país alvo, na determinação do modo de entrada.

3.3.1.6 Abordagem da Economia da Informação

Por último, apresentamos a perspectiva da economia da informação, a qual incide na investigação de como a informação afecta as decisões económicas, focando-se essencialmente na existência de assimetrias de informação [Hennart e Park (1993)].

Conforme salientam Slangen e Hennart (2007), tais assimetrias estão tipicamente presentes nas F&A, uma vez que os adquirentes não dispõem, na maioria das vezes, de informação completa sobre o valor e a cultura das empresas alvo. Como resultado, as empresas adquirentes podem ter dificuldade em avaliar *ex-ante* os seus alvos ou, em integrá-los *ex-post*, na rede empresarial. Por outro lado, esta assimetria de informação tende a ser tanto maior, quanto menor a experiência da empresa multinacional no país alvo. Consequentemente, é esperado que quanto menor a familiaridade com as empresas locais existentes, maiores serão as dificuldades na avaliação e integração dessas empresas por parte das EMNs, levando, estas últimas, a preferir os investimentos de raiz, enquanto modo de entrada do IDE.

Em síntese, a escolha do modo de entrada do IDE tem sido, ao longo do tempo, alvo de diferentes modelizações teóricas. Enquanto as teorias tradicionais, associadas à TCT, ao paradigma eclético e à teoria da organização industrial, explicavam esta escolha a partir do mercado, baseando-se na existência de imperfeições de mercado. No início da década de 90, pudemos assistir à emergência de uma nova corrente que enfatiza os recursos da empresa, em particular, a sua base de conhecimentos, a experiência e as suas competências organizacionais.

Todavia, como veremos adiante aquando da revisão da literatura empírica, a TCT e o paradigma eclético representam as fundamentações teóricas dominantes na explicação do modo de entrada [e.g. Hennart e Park (1993); Hennart e Reddy (1997); Brouthers e Brouthers (2000)]. No que respeita ao paradigma eclético, a sua grande vantagem reside no facto de possibilitar a incorporação de vários factores explicativos do modo de entrada, aumentando, desta forma, o seu poder explicativo. No entanto, a adição de novos determinantes poderá tornar pouca clara a relação entre os factores explicativos e o modo de entrada.

Estudos adicionais baseados na TCT e na Teoria dos Recursos, conjugados com factores associados ao contexto cultural e institucional, poder-nos-ão ajudar a melhor compreender a natureza da relação entre os vários factores explicativos e o modo de IDE, mas tomando em consideração a congruência entre os níveis teóricos e operacionais [Andersen (1997)].

Em seguida, procedemos à revisão da literatura empírica sobre a escolha do modo de entrada do IDE, a qual se encontra dividida em duas partes. Na primeira,

procuramos sistematizar os principais trabalhos empíricos realizados neste domínio, os quais adoptam uma perspectiva microeconómica, centrada essencialmente nas características específicas da empresa investidora. Na segunda parte, iremos rever os recentes estudos que se têm dedicado aos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais, onde se procura identificar as características específicas dos países, susceptíveis de influenciar a preferência das EMNs por esta forma de investimento.

3.3.2 Evidência Empírica sobre a Escolha do Modo de Entrada

Uma empresa que deseja expandir-se para o exterior tem de enfrentar, regra geral, duas decisões estratégicas [Hennart e Park (1993), Barkema e Vermeulen (1998) e Brouthers e Brouthers (2000)].

Primeiro, a empresa tem de decidir qual o grau de propriedade que ela deseja deter na empresa estrangeira, isto é, tem de escolher entre manter ou partilhar o controlo com as subsidiárias. Aqui, a escolha reside entre optar por modos que não envolvem participações no capital, como as exportações, os *franchisings* e os acordos de licenciamento, e aqueles que envolvem participações no capital, nos quais as empresas filiais são, total ou parcialmente, detidas [Kogut e Singh (1988), Brouthers e Brouthers (2000)]. Esta decisão aparece, vulgarmente, designada na literatura por “*entry mode decision*”.

Segundo, se a empresa optou por um modo que envolve participações no capital, ela vai ter de decidir entre adquirir uma empresa já existente ou criar uma nova empresa num país estrangeiro. Como já referimos, esta decisão é conhecida por “*diversification entry mode choice*” ou “*foreign establishment mode choice*”.

A primeira decisão tem sido, desde algum tempo, alvo de uma extensa investigação empírica realizada na perspectiva da empresa investidora, quanto à sua escolha entre o controlo total ou parcial das subsidiárias [e.g. Gatignon e Andersson (1988); Gomes-Casseres (1989); Hennart (1991); Kim e Hwang (1992); Erramilli e Rao (1993); Caves (1996); Brouthers (2002)] e, baseia-se sobretudo na teoria dos custos de transacção ou no paradigma eclético de Dunning.

No entanto, só a partir de meados da década de 90⁵⁰ com o trabalho de Hennart e Park (1993) sobre a decisão entre aquisições e investimentos de raiz das empresas japonesas nos EUA, é que começaram a surgir vários estudos de grande escala, relativamente à segunda decisão [e.g. Andersson e Svensson (1994); Cho e Padmanabhan (1995); Hennart e Reddy (1997); Barkema e Vermeulen (1998); Brouthers e Brouthers (2000); Harzing (2002)]. Conforme salientado atrás, a grande maioria destes estudos enfatiza o papel dos custos de transacção ou de um conjunto de factores obtidos a partir da literatura nesta área⁵¹.

Se, por um lado, para estabelecer uma filial num determinado mercado estrangeiro, os investimentos de raiz requerem mais tempo que as aquisições de empresas já existentes, por outro, a decisão por F&A internacionais envolve vários desafios, sobretudo no processo de reestruturação pós-aquisição. De facto, as empresas que escolhem esta última estratégia enfrentam riscos únicos que estão, normalmente, relacionados com o contexto cultural dos países alvo⁵². Por exemplo, diferenças em termos de cultura nacional, de preferências dos consumidores, de práticas negociais e de forças institucionais, tais como as restrições impostas pelos governos, podem impedir as empresas de realizarem integralmente os seus objectivos estratégicos. Assim, apesar das F&A internacionais e dos investimentos de raiz representarem, regra geral, alternativas realistas, a escolha por cada um destes modos pode ser restringida em alguns casos.

Desta forma, como iremos ver no ponto seguinte, a literatura empírica sugere que a escolha das empresas entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz irá depender de um conjunto de factores, nomeadamente, os associados às características específicas dos países (regiões), das indústrias e das empresas. Ao nível do país e da indústria, factores como a disponibilidade de recursos naturais, de capital, de mão-de-obra, complementados por variáveis institucionais, tais como as relativas ao ambiente

⁵⁰ Convém, no entanto, realçar que, na década de 80, já existiam alguns estudos de referência nesta área, como os de Wilson (1980), Caves e Mehra (1986) e Kogut e Singh (1988), mas envolviam amostras relativamente pequenas.

⁵¹ Como resultado destes esforços, existe um acordo substancial sobre os factores que têm um impacto importante na escolha entre os *greenfields* e as aquisições. Entre estes factores, aqueles que merecem um destaque especial, e que iremos analisar no próximo ponto, parecem ser: a intensidade de I&D, o grau de diversificação, o nível de experiência estrangeira, a distância cultural entre o país de origem e o país de acolhimento e a dimensão do investimento face à dimensão da empresa a investir ao tempo da entrada.

⁵² Nesta linha de ideias, Zaheer (1995) refere-se ao risco de ser estrangeiro ("*liability of foreignness*") e Barkema *et al.* (1996) referem-se às dificuldades que as empresas investidoras enfrentam na assimilação de novas culturas ("*double-layered acculturation*").

legal, político e cultural, são bastante significativos. Ao nível da empresa, variáveis associadas à experiência internacional e local (no país alvo), assim como o grau de diversificação de produtos, parecem determinar a preferência por um modo de entrada, em detrimento de outro.

Neste sentido, passamos de seguida à sistematização dos principais trabalhos empíricos desenvolvidos no domínio da escolha do modo de entrada, em particular, no que respeita à escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. De salientar que esta literatura assume uma perspectiva essencialmente microeconómica, conduzida ao nível da empresa investidora.

3.3.2.1 Estudos Microeconómicos

A partir dos anos 90, assistimos a um florescimento da investigação empírica das F&A internacionais enquanto modo potencial de entrada nos mercados estrangeiros [e.g. Hennart e Park (1993); Hennart e Reddy (1997); Barkema e Vermeulen (1998); Brouthers e Brouthers (2000); Harzing (2002)].

Como referimos no capítulo 2, e, de acordo com Kogut e Singh (1988), as F&A internacionais envolvem a compra de uma parte de capital numa empresa estrangeira já existente e num montante suficiente para conferir controlo à empresa investidora. Consequentemente, adquirir uma empresa já existente, permite à adquirente obter os recursos daquela, tais como a sua base de conhecimento, de tecnologia, de recursos humanos e, simultaneamente, ganhar acesso aos mercados locais. Ou seja, assiste-se a uma transferência dos recursos das filiais para as mãos das multinacionais.

De igual modo, Barkema e Vermeulen (1998) salientam que as aquisições permitem às empresas investidoras adquirirem novos recursos, nomeadamente os tecnológicos, evitando o desenvolvimento interno das suas capacidades tecnológicas. Todavia, se as empresas multinacionais já detêm uma forte componente tecnológica, elas estarão menos propensas a adquirir porque, por um lado, as empresas já existentes têm pouco para lhes oferecer, em termos de capacidades tecnológicas e, por outro, dado que as empresas adquirentes possuem capacidades tecnológicas superiores, vai ser

difícil ou impossível trazer essas capacidades para as empresas adquiridas, devido à inércia organizacional.

Em contrapartida, Kogut e Singh (1988) definem os investimentos de raiz como o estabelecimento de filiais em novos mercados geográficos, podendo as filiais ser total ou parcialmente detidas⁵³. Na mesma linha de ideias, Barkema e Vermeulen (1998, pp. 8 e 9) salientam que este tipo de investimento “(...) *envolve a constituição, a partir do início, de uma nova organização num país estrangeiro.*” Desta forma, este modo de entrada conduz à forma de controlo mais elevada sobre os recursos internos e o conhecimento, sendo, também, o que origina maiores custos [Hennart e Park (1994)]. Estes custos envolvem, não só o estabelecimento de novas infra-estruturas físicas, mas também a construção de relacionamentos com fornecedores, distribuidores e unidades governamentais, necessários a operar efectivamente num novo ambiente.

Mas, então, o que é que determina a escolha das empresas entre investir no exterior através das F&A ou do estabelecimento de uma nova filial?

A maioria dos estudos empíricos realizados nesta área salienta que a escolha entre estes dois modos alternativos de entrada nos mercados externos é, muitas vezes, influenciada por: (1) factores específicos da empresa como a experiência multinacional (ou internacional), a experiência local, a diversidade dos produtos e a estratégia internacional; (2) factores específicos da indústria como a intensidade tecnológica, a intensidade em publicidade e a intensidade da força de vendas; e (3) factores ao nível do país, tais como a dimensão e o crescimento do mercado alvo, as diferenças culturais entre o país de origem e o país alvo e a cultura específica do país de origem, no que se refere, principalmente, à aversão à incerteza e à propensão ao risco.

Contudo, apesar de um existir um certo consenso acerca da relevância destes factores na escolha do modo de entrada, a adopção de diferentes perspectivas teóricas, como as acabadas de descrever no ponto 3.3.1, conduziu a resultados nem sempre consistentes por parte de alguns investigadores. Por exemplo, a diversificação do

⁵³ Como já referimos na secção 2.2 do Capítulo 2, Kogut e Singh (1988) distinguem no seu trabalho três modos alternativos de entrada: as aquisições, os investimentos de raiz em que as filiais são totalmente detidas (“*wholly owned greenfield*”) e os investimentos de raiz em que as filiais são parcialmente detidas através de uma joint venture (“*greenfield joint venture*”). Nestas circunstâncias, os autores tratam as joint ventures (isto é, a combinação de activos por parte de duas ou mais empresas que partilham a propriedade conjunta e o controlo sobre o usufruto desses activos) como uma escolha que é feita, em simultâneo, com os outros modos alternativos de entrada. Idêntica abordagem é feita por Hennart e Reddy (1997).

produto [Barkema e Vermeulen (1998)] e a experiência multinacional [Wilson (1980), Barkema e Vermeulen (1998) e Brouthers e Brouthers (2000)] têm sido apontadas como estando positivamente correlacionadas com os investimentos de raiz. No entanto, Kogut e Singh (1988) descobriram que estes mesmos factores não tinham qualquer influência na escolha do modo de entrada⁵⁴.

Nestas circunstâncias, pensamos ser conveniente proceder à discussão de como é esperado que as variáveis específicas da empresa, da indústria e do país influenciem a decisão quanto à forma de entrada. Por uma questão de organização, começamos por rever os trabalhos empíricos que enfatizam os factores específicos da empresa e da indústria e, em seguida, aqueles que realçam o papel dos factores específicos do país na escolha do modo de entrada do IDE.

3.3.2.1.1 Factores Específicos da Empresa e da Indústria que influenciam a Escolha do Modo de Entrada

Ao nível estratégico, o modo de entrada é influenciado por motivos ligados à acção de diversificação da empresa.

Se os investidores têm como objectivo a procura de recursos complementares, um dos determinantes importantes na escolha do modo de entrada é a qualidade dos recursos, a sua complementaridade em relação ao actual portfólio de recursos da empresa, assim como o grau em que esses recursos estão “embutidos” na organização alvo.

Num estudo sobre a escolha do modo de entrada de 175 empresas industriais japonesas nos EUA, mais concretamente sobre a escolha entre aquisições *versus* investimentos de raiz em que as filiais são parcialmente detidas através de uma *joint venture* (“*greenfield joint venture*”)⁵⁵, Hennart e Reddy (1997) descobriram que quando as empresas investidoras estão interessadas numa parte dos activos da empresa alvo,

⁵⁴ A este propósito, veja-se a tabela 3.3, relativa ao sumário da revisão da literatura sobre os determinantes do modo de entrada.

⁵⁵ Tal como Kogut e Singh (1988), estes autores consideram as decisões quanto ao “modo de entrada” e ao “grau de propriedade” como sendo simultâneas e não sequenciais. Neste sentido, consideram as *joint ventures* como um terceiro modo alternativo de entrada.

elas devem escolher as aquisições, apenas se esses activos puderem ser separados dos “menos interessantes” (a esta propriedade, os autores designam de “*digestibility*” dos activos).

Utilizando como perspectiva teórica a TCT⁵⁶, estes autores consideram que a capacidade de separar os activos complementares dos outros pode ser dependente da forma organizacional da empresa alvo. Logo, se a empresa alvo é divisionável, talvez o investidor possa adquirir apenas a divisão específica que contenha os activos de maior interesse. Por outro lado, se esses activos estão extremamente embutidos e distribuídos ao longo da organização, a escolha mais racional será investir num “*greenfield joint venture*”. Assim sendo, os investimentos de raiz que resultam de uma *joint venture* são preferíveis às aquisições, quando os activos desejáveis são “*indigestible*”, isto é, não são separáveis dos activos não necessários, o que implica que para os adquirir se tenha, na maioria dos casos, de comprar toda a empresa [Hennart e Reddy (1997)].

Para além disso, os autores acrescentam que a dimensão das empresas alvo também pode influenciar esta propriedade de “*indigestibility*” dos activos. Desta forma, se a empresa alvo for de grande dimensão e não divisionável, menor será a capacidade em separar os activos e, consequentemente, maior a probabilidade da empresa investidora preferir os “*greenfield joint ventures*”, em detrimento das aquisições. Numa linha de ideias idêntica, Hennart e Park (1993) afirmam que as empresas japonesas escolhem normalmente os investimentos de raiz relativamente às aquisições, quando pretendem explorar vantagens específicas da empresa que sejam difíceis de separar da organização.

Anand e Delios (2002), num estudo recente sobre as entradas de empresas inglesas, alemãs e japonesas nos EUA entre 1974 e 1991, salientam a importância dos recursos da empresa. Adoptando, a estrutura teórica do *Resource-Based-View* (RBV), eles identificaram as capacidades tecnológicas que são fungíveis entre países e as capacidades de marketing que são mais específicas a cada mercado e, portanto, menos fungíveis. De acordo com estes autores, as capacidades a montante (tecnológicas) e as a jusante (marketing) são determinantes significativos da escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros. Deste modo, os investidores estrangeiros tendem a adquirir

⁵⁶ Embora dentro do corpo teórico da TCT, os autores centram-se essencialmente nos custos de integração (vulgarmente ligados aos problemas de integração pós-aquisição) e, desta forma, chegam a resultados diferentes dos obtidos por Kogut e Singh (1988), os quais focam a sua análise nos custos de transacção.

empresas domésticas, quando o sector no qual a empresa estrangeira está a investir é tecnicamente superior ao mesmo sector do seu país de origem. Caso contrário, a empresa investidora optará por entrar nos mercados via investimentos de raiz.

Neste sentido, Anand e Delios (2002) concluem que as vantagens tecnológicas relativas (i.e as diferenças entre a intensidade de I&D do país alvo e a do país de origem) e as vantagens de marketing absolutas, medidas pela intensidade da força de vendas no país alvo, aumentam a propensão em adquirir. Embora tendo utilizado dados ao nível da indústria, os autores argumentam que as empresas distinguem entre aquisições que visam a procura de capacidades (“*capability-seeking investments*”) e as que procuram explorar essas capacidades (“*capability-exploiting investments*”), dependendo da disponibilidade e da importância dos diferentes tipos de recursos⁵⁷.

Assim, dentro dos sectores onde as empresas estão a realizar “*capability-seeking investments*”, a propensão em adquirir é determinada pela posição tecnológica absoluta do sector. Relativamente às vantagens de marketing, Anand e Delios (2002) referem que as marcas tendem a ser apenas uma motivação para as aquisições nos sectores onde as empresas estrangeiras estejam a realizar investimentos para explorar uma vantagem tecnológica relativa.

Considerando, ainda, a importância dos recursos, nomeadamente a base de conhecimento da empresa, Vermeulen e Barkema (2001) argumentam que as aquisições internacionais incrementam a base de conhecimento da empresa. Eles consideram que a exploração da base de conhecimento da empresa, através do estabelecimento de novas filiais cria um caminho de dependência que, provavelmente, irá conduzir à inércia da empresa. Logo, partindo da perspectiva da aprendizagem organizacional, os autores concluem que as F&A aumentam a base de conhecimento da empresa e diminuem a inércia organizacional.

Num estudo anterior, Barkema e Vermeulen (1998), utilizando também a perspectiva de aprendizagem organizacional, desenvolveram um estudo sobre as operações no exterior (aquisições *versus* investimentos de raiz), realizadas por 25 grandes empresas holandesas não financeiras entre 1966 e 1994. Segundo esta

⁵⁷ Os tipos de recursos mais valorizados pelas empresas investidoras são os intangíveis e, sobretudo, os recursos baseados no conhecimento. No entanto, identificar e gerir este tipo de recursos pode ser muito complicado, por parte das empresas investidoras. Desta forma, Delios e Beamish (1999) referem que os modos de entrada baseados em participações de capital tendem a ser preferíveis em indústrias onde os activos intangíveis são importantes e onde a intensidade em I&D e publicidade é elevada.

perspectiva, a experiência é a principal fonte de aprendizagem das organizações. A escolha estratégica das empresas, no que respeita à entrada nos mercados estrangeiros, é influenciada quer pela diversidade (ou experiência) multinacional, quer pela diversidade dos produtos. Este tipo de diversidades que reflectem as diferentes necessidades dos consumidores, fornecedores, etc., oferece às empresas investidoras, um conjunto de oportunidades para aprender e reforçar as suas capacidades tecnológicas, justificando a sua preferência pelos investimentos de raiz.

No mesmo sentido, a teoria dos recursos (RBV) argumenta que, quanto maiores as capacidades tecnológicas de uma empresa, maior é a sua propensão para estabelecer novas filiais, em vez de adquirir empresas já existentes, por duas razões. Primeiro, como referimos atrás, as potenciais empresas alvo já existentes têm pouco a oferecer em termos de capacidades tecnológicas. Segundo, se as empresas adquirentes possuem capacidades tecnológicas superiores às das empresas alvo, poderá ser difícil ou, mesmo impossível, trazer essas capacidades para dentro destas últimas, devido à inércia organizacional. Consistente com esta visão, vários estudos obtiveram evidência de que a intensidade em I&D da empresa investidora aumenta a probabilidade das entradas ocorrer via investimentos de raiz [Hennart e Park (1993); Andersson e Svensson (1994); Cho e Padmanabhan (1995); Brouthers e Brouthers (2000); Harzing (2002), Larimo (2003)]⁵⁸.

No que respeita à experiência multinacional, Barkema e Vermeulen (1998) constatarem a existência de uma relação positiva entre esta e a probabilidade das empresas realizarem IDE de raiz, uma vez que este tipo de investimento está associado a um reforço adicional das capacidades tecnológicas. Idênticos resultados foram obtidos por Wilson (1980) e Brouthers e Brouthers (2000). Todavia, face a um trabalho anterior de Kogut e Singh (1988), no qual nenhuma relação entre as variáveis foi encontrada, Barkema e Vermeulen (1998) argumentaram que a sua análise tinha sido mais válida, porque controlaram a diversidade de produto e possuíam uma amostra melhor, quer em termos do período amostral, quer dos países utilizados (não utilizando apenas os EUA como país alvo). Caves e Mehra (1986) chegaram a resultados contrários aos obtidos

⁵⁸ O estudo de Anand e Delios (2002), como referimos atrás, salienta também a importância da intensidade em I&D na escolha do modo de entrada, só que utiliza uma medida relativa para esta variável. Nestas circunstâncias, os autores concluem que quanto maior a intensidade tecnológica do país alvo relativamente à do país de origem, maior será a propensão em adquirir, caso contrário, maior será a propensão para o IDE de raiz.

por Barkema e Vermeulen (1998) na estimação do efeito da multinacionalidade, mas o estudo sofria das mesmas deficiências apontadas ao trabalho de Kogut e Singh (1988).

Adicionalmente, Barkema e Vermeulen (1998) descobriram uma relação curvilínea entre o grau de diversidade dos produtos e a expansão através dos investimentos de raiz. De facto, operar em diversos países e em múltiplos produtos pode trazer benefícios de aprendizagem. Contudo, a diversidade de produtos está sujeita a restrições organizacionais, no sentido de que se o número de produtos for muito elevado, (p. 11) “(...) *os limites cognitivos da equipa de gestão irão impedir a compreensão de todas as oportunidades e estímulos.*” Do mesmo modo, Shimizu *et al.* (2004) referem que um montante excessivo de linhas de produtos pode colocar em perigo os fluxos de troca de informação e de conhecimento dentro de toda a organização. Consequentemente, a relação é curvilínea (U-invertido) e a aprendizagem diminui com níveis elevados de diversidade de produto.

Embora o estudo de Barkema e Vermeulen (1998) tenha sido o único a considerar esta relação curvilínea, outros consideraram efeitos lineares entre a diversificação do produto e o modo de entrada, mas os resultados têm sido algo confusos. Por exemplo, Kogut e Singh (1988), Hennart e Park (1993), Cho e Padmanabhan (1995) e Harzing (2002) não encontraram qualquer relação entre as duas variáveis. Em contrapartida, Wilson (1980), Caves e Mehra (1986), Zejan (1990), Brouthers e Brouthers (2000), Larimo (2003) e Slangen e Hennart (2008) concluíram que a diversidade de produto diminui a probabilidade da entrada ocorrer via investimentos de raiz.

Uma outra variável que pode influenciar a escolha do modo de entrada é o nível de experiência local no país alvo. Barkema e Vermeulen (1998) identificaram uma relação positiva entre esta variável e as aquisições. Resultados idênticos são obtidos por Andersson e Svensson (1994), Hennart e Reddy (1997) e Slangen e Hennart (2008). No entanto, existe um conjunto de autores que não encontraram qualquer influência da experiência local sobre os modos de entrada [por exemplo, Kogut e Singh (1988), Hennart e Park (1993), Cho e Padmanabhan (1995) e Larimo (2003)].

A dimensão do investimento é, de igual modo, apontada por alguns autores como sendo determinante do modo de entrada. Nomeadamente, Brouthers e Brouthers (2000) descobriram que as empresas tendem a preferir as F&A, quando os

investimentos são relativamente pequenos. Também Caves e Mehra (1986), Hennart e Park (1993), Andersson e Svensson (1994), Barkema e Vermeulen (1998), Brouthers e Brouthers (2000), Harzing (2002) e Slangen e Hennart (2008) chegaram a conclusões semelhantes.

No entanto, partindo do argumento teórico de que as grandes empresas são, regra geral, difíceis de integrar, Hennart e Reddy (1997) descobriram que o contrário se verifica empiricamente. Segundo estes, quanto maior a dimensão da empresa alvo, maiores serão os problemas de integração pós-aquisição e, conseqüentemente, menor a probabilidade das empresas investidoras preferirem entrar nos mercados estrangeiros via aquisições.

Contrariamente às descobertas anteriores, Cho e Padmanabhan (1995) não encontraram qualquer relação entre a dimensão do investimento e o modo de entrada.

Um outro determinante do modo de entrada, que tem escapado à maioria da investigação, é a estratégia internacional adoptada pelas empresas.

Recentemente, Harzing (2002) incorporou essa variável na análise da decisão do modo de entrada. Com esse efeito, verificou se a estratégia internacional (estratégia multi-doméstica *versus* estratégia global⁵⁹) seguida pela empresa investidora influenciava a sua entrada nos mercados estrangeiros. Servindo-se da abordagem institucional, a autora descobriu que a estratégia internacional assume um forte poder explicativo na decisão da entrada. Especificamente, como referimos no ponto 3.3.1.5, aquando da discussão da abordagem institucional, a autora descobriu que as empresas que seguem uma estratégia multi-doméstica e, por isso sujeitas a fortes pressões externas (i.e. impostas pelos países alvo), normalmente, escolhem as aquisições, enquanto as que prosseguem uma estratégia global, optam, regra geral, pelos investimentos de raiz.

Por último, podemos identificar, ainda, o “*timing*” do investimento, isto é, o ano de entrada nos mercados estrangeiros, como outra das variáveis específicas da empresa investidora, considerada relevante na decisão do modo de entrada.

As primeiras empresas a investir no exterior enfrentaram vários desafios, sobretudo, quando as entradas eram realizadas via F&A [e.g. Wilson (1980)]. Há cerca de 30 a 40 anos atrás, as limitações impostas a esta forma de entrada eram bastante

⁵⁹ Cada uma destas estratégias encontra-se definida no ponto 3.3.1.5 referente à abordagem institucional.

superiores às dos investimentos de raiz. Todavia, com o passar dos anos, vários países têm relaxado algumas restrições [ver, por exemplo, UNCTAD (2000)], tornando as operações de aquisição mais fáceis de se concretizar. Nos últimos 20 anos, vários outros factores favoreçam a concretização destas operações, tais como o aumento da concorrência internacional; a redução do ciclo de vida do produto; o aumento da liquidez dos mercados financeiros e a redução das taxas de juro em termos reais.

Para além disso, as empresas que se internacionalizaram recentemente podem apresentar uma desvantagem, relativamente aquelas que investiram no exterior há mais tempo, devido ao acumular de experiências e conhecimentos [e.g. Wilson (1980); Andersson e Svensson (1994); Harzing (2002)]. Nestas circunstâncias, as empresas podem preferir as aquisições face aos investimentos de raiz, de forma a reduzir o montante de tempo necessário ao estabelecimento de uma presença global nos mercados. Na mesma linha de ideias, Hennart e Park (1993) consideram as F&A internacionais como a forma mais rápida de penetrar nos mercados estrangeiros⁶⁰. Vários autores demonstraram que, quanto mais recentes fossem os investimentos, maior era a probabilidade das entradas serem efectuadas através das F&A internacionais [Wilson (1980); Zejan (1990); Andersson e Svensson (1994); Barkema e Vermeulen (1998); Larimo (2003)].

No que respeita aos factores específicos da indústria, para além das variáveis associadas ao grau de intensidade tecnológica e de publicidade, Hennart e Park (1993), Hennart e Reddy (1997) e Anand e Delios (2002) introduziram uma outra – o rácio de concentração da indústria alvo –, enquanto determinante do modo de entrada. Apesar de todos eles testarem a hipótese de que a propensão a adquirir aumentava com o rácio de concentração, uma vez que as F&A não implicavam aumento da capacidade e, por esta via, seria de esperar a sua preferência em indústrias caracterizadas por uma elevada concentração, os resultados a que chegaram não foram significativos.

Finalmente, o crescimento da indústria alvo pode afectar igualmente a escolha das empresas entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Hennart e Park (1993), utilizando a mesma medida de crescimento da indústria que Caves e Mehra

⁶⁰ Norbäck e Persson (2002) também referem a rapidez como uma das vantagens associadas às F&A internacionais.

(1986) e Hennart e Reddy (1997)⁶¹, afirmam que o impacto desta variável no modo de entrada é algo complexo. Os autores demonstram que as aquisições são preferíveis aos investimentos de raiz, quando as taxas de crescimento da indústria são, ou muito elevadas, ou muito baixas. No primeiro caso, porque o custo de oportunidade de entrada via IDE de raiz é superior, quando a indústria alvo está a crescer a um ritmo muito rápido. No segundo caso, porque os investimentos de raiz implicam um aumento de capacidade, o qual irá originar um decréscimo dos lucros em mercados de crescimento lento. Desta forma, os trabalhos de Caves e Mehra (1986), Hennart e Park (1993) e Hennart e Reddy (1997) demonstram uma relação em U-invertido entre o crescimento da indústria alvo e a propensão a adquirir. Ao invés, Zejan (1990) e Brouthers e Brouthers (2000) constataam uma relação linear negativa entre as duas variáveis, no sentido de que o crescimento da procura no mercado alvo facilita o estabelecimento de novas capacidades produtivas, encorajando, desta forma, os investimentos de raiz.

3.3.2.1.2 Factores Específicos do País que influenciam a Escolha do Modo de Entrada

Apesar da maioria dos estudos empíricos sobre a escolha do modo de entrada enfatizar os factores específicos da empresa e da indústria⁶², alguns trabalhos realçam igualmente as características específicas dos países, como sendo factores importantes na tomada daquela decisão.

De acordo com a Teoria dos Recursos, a capacidade para integrar recursos, particularmente os recursos humanos, é um assunto importante do ponto vista cultural que determina a escolha da forma de entrada nos mercados estrangeiros.

O problema associado à integração de diferentes culturas tem sido, desde há já algum tempo, examinado na literatura, sendo que a maioria dos investigadores argumenta que elevados níveis de distância cultural podem impedir o sucesso de

⁶¹ Estes autores utilizam como medida de crescimento da indústria alvo, o valor absoluto do desvio da taxa de crescimento da indústria relativamente à sua media amostral, dividido pelo seu desvio-padrão. Esta variável assume um valor elevado quando a taxa de crescimento da indústria é muito elevada ou muito baixa.

⁶² Tal facto, não será, no entanto, de estranhar, uma vez que se tratam de estudos essencialmente microeconómicos, conduzidos na perspectiva da empresa investidora.

integração [Kogut e Singh (1988), Hennart e Reddy (1997) e Brouthers e Brouthers (2000)]. Assim sendo, segundo Shimizu *et al.* (2004, p. 321) “(...) a distância cultural é uma proxy importante do risco do país para a empresa; de facto, ela indica as diferenças entre a empresa investidora e o país alvo e, desta forma, representa o grau, no qual as vantagens estratégicas do investidor se podem aplicar a uma localização diferente.”

Kogut e Singh (1988) adoptando uma perspectiva teórica múltipla⁶³, a qual incorporava variáveis associadas aos custos de transacção e aos contextos cultural e institucional (correspondendo a uma TCT modificada) descobriram que a distância cultural entre o país investidor e o país alvo afecta a escolha do modo de entrada⁶⁴. Especificamente, quanto mais distante for a cultura do país alvo face à do país de origem, maior é a probabilidade dos investidores preferirem os investimentos de raiz (em que as filiais são total ou parcialmente detidas), relativamente às aquisições. Os autores sublinham que a principal desvantagem de tais diferenças culturais, será reflectida em elevados custos de gestão que resultam do processo de integração dos recursos humanos.

Centrando a análise exclusivamente nos factores específicos do país, os autores testaram a relação entre os factores culturais e o modo de entrada sob duas hipóteses. Primeira, quanto maior a distância cultural entre o país de origem e o país alvo, maior a probabilidade da entrada ser feita via investimentos de raiz (para ambos os casos em que as filiais são total ou parcialmente detidas), relativamente às aquisições. Segunda, quanto mais a cultura do país de origem for caracterizada pela aversão à incerteza (“*uncertainty avoidance*”), no que respeita às práticas organizacionais, maior será a probabilidade das empresas preferirem o IDE de raiz. Ambas as hipóteses foram corroboradas pelo modelo testado por Kogut e Singh (1988).

⁶³ Kogut e Singh (1988) recomendam que as explicações da escolha do modo de entrada baseadas na TCT devem ser complementadas por factores institucionais e culturais. Isto é, os autores argumentam que para estudar a escolha entre aquisições e *greenfields*, os contextos culturais/institucionais e os custos de transacção, devem ser examinados simultaneamente. Mais tarde, outros autores, como, por exemplo, Erramilli e Rao (1993), Brouthers e Brouthers (2000) e Brouthers (2002), salientam essa mesma necessidade de estender a TCT.

⁶⁴ Como já referimos no Capítulo 2, Kogut e Singh (1998) consideram três modos alternativos de entrada: aquisições; investimentos de raiz em que as filiais são totalmente detidas (“*greenfields*”) e investimentos de raiz em que as filiais são parcialmente detidas através de uma *joint venture* (“*greenfield joint ventures*”). Desta forma, Kogut e Singh consideram as *joint ventures* como uma terceira forma de entrada, a qual é decidida, em simultâneo, com as outras duas formas (aquisições e investimentos de raiz).

Idênticas conclusões foram obtidas por Harzing (2002), que utilizou a teoria institucional, e por Barkema e Vermeulen (1998), que empregaram a teoria da aprendizagem organizacional. Ambos os estudos constataram que a propensão das empresas em adquirir diminuíu com a distância cultural. Também Larimo (2003), num estudo sobre as formas de entrada das empresas nórdicas nos mercados mundiais, observou uma relação negativa entre as duas variáveis.

Recentemente, Slangen e Hennart (2008) analisaram uma amostra de 171 investimentos de raiz e aquisições efectuados por empresas multinacionais holandesas em 35 países recipientes, e descobriram que estas multinacionais preferem entrar em países culturalmente distantes, através dos investimentos de raiz. Contudo, segundo os autores, esta preferência é menor, quando as empresas investidoras têm uma reduzida experiência internacional e quando planeiam atribuir uma grande autonomia à nova filial.

Contrariamente, Brouthers e Brouthers (2000), partindo da mesma perspectiva teórica múltipla de Kogut e Singh (1988), não observaram qualquer relação significativa entre a distância cultural e a escolha do modo de entrada. Estes autores sustentam, no entanto, uma ideia oposta de que os investimentos de raiz são preferíveis às F&A internacionais, quando a distância cultural entre o país alvo e o país de origem é reduzida. Isto porque as empresas que entram com diferenças culturais reduzidas têm uma percepção de um nível de risco do país reduzido e, assim, usam os investimentos de raiz, em ordem a maximizar as suas vantagens específicas no país alvo. Ao invés, quando a distância cultural é elevada, as empresas devem optar, provavelmente, pelas aquisições por forma a obter um elevado grau de autonomia no país alvo.

Brouthers e Brouthers (2000, p. 91) sugerem que “(...) *o contexto cultural ajuda a definir os riscos potenciais associados a uma entrada num mercado específico.*” Para estes autores, a cultura nacional constitui apenas uma parte do contexto cultural. Este último possui um carácter mais abrangente e inclui os riscos de investimento associados aos diferentes sistemas legais, económicos, políticos e culturais, assim como a atractividade dos mercados. Assim sendo, os autores defendem que, quanto menores os riscos de investimento, associados a uma reduzida distância cultural, maior a probabilidade das empresas preferirem os investimentos de raiz.

Relativamente à segunda hipótese levantada por Kogut e Singh (1988), Brouthers e Brouthers (2000) obtêm resultados idênticos. Ou seja, mostram que, quanto maior o grau de aversão à incerteza (“*uncertainty avoidance*”) de um país, menos atractivas são as aquisições, devido aos riscos organizacionais de integrar uma gestão estrangeira na empresa investidora.

Ainda, no que respeita aos factores específicos do país, a questão da legitimidade parece desempenhar, igualmente, um papel importante para os investidores estrangeiros, uma vez que esta é necessária para ganhar aceitação no país alvo.

A legitimidade ganha especial relevo para os clientes e para as instituições locais. Segundo Davis *et al.* (2000), as instituições definem as regras do jogo, incluindo as leis e regulamentos a aplicar no país alvo. Assim, a estrutura institucional pode gerar barreiras à entrada, tais como as restrições legais à propriedade estrangeira [Delios e Beamish (1999) e Gatignon e Anderson (1988)]. Ou seja, os governos podem, por vezes, adoptar medidas restritivas de forma a proteger as empresas domésticas da concorrência estrangeira. Devido a tais restrições, a capacidade das empresas em explorar ou melhorar as suas vantagens específicas no exterior irá depender dos contextos institucionais dos países nos quais elas investem.

Neste contexto, Delios e Beamish (1999) referem que, nos países onde existem fortes restrições legais, as empresas investidoras tendem a optar por modos de entrada menos integradores (como as exportações e os acordos de licenciamento), por forma a ganhar legitimidade e eficiência.

Wilson (1980), utilizando uma perspectiva institucional, analisou a relação entre a experiência e as instituições. Argumentou que as empresas sem experiência estrangeira significativa podem achar necessário comprar empresas locais já existentes, com o objectivo de adquirir a capacidade de lidar com o ambiente local.

Também Davis *et al.* (2000) e Harzing (2002), como vimos atrás no ponto 3.3.1.5, adoptam igualmente a abordagem institucional para explicar a forma de entrada nos mercados estrangeiros.

Para além dos factores associados ao contexto cultural e institucional, outras variáveis específicas do país poderão ser apontadas como relevantes na decisão do modo de entrada do IDE. Concretamente, o crescimento do mercado alvo e o seu nível de desenvolvimento económico e social.

Nesta linha de ideias, Larimo (2003) argumenta e demonstra que em mercados em crescente expansão existe espaço para o aumento da capacidade via investimentos de raiz.

Contudo, Andersson e Svensson (1994) levantam a hipótese de um efeito ambíguo entre o crescimento da economia alvo e a escolha do modo de entrada. Se, por um lado, um elevado ritmo de crescimento implica a necessidade de agir rapidamente no mercado de forma a não perder ganhos potenciais, por outro, poderá induzir a entrada de novas empresas. Desta forma, o crescimento do mercado alvo poderá estar positivamente relacionado com a propensão a adquirir, no primeiro caso, e com a propensão a investir via IDE de raiz, no segundo. No entanto, os autores não chegam a qualquer conclusão, uma vez que observam um efeito não significativo entre o crescimento do mercado e o modo de entrada.

Quanto ao nível de desenvolvimento económico e social do país alvo (medido, na maioria dos casos, pelo PIB *per capita*), o qual corresponde ao seu grau de sofisticação, incluindo a qualidade das potenciais empresas alvo para as aquisições, será de esperar uma relação positiva entre esta variável e a escolha das aquisições, relativamente aos investimentos de raiz [Larimo (1993); Andersson e Svensson (1994); Cho e Padmanabhan (1995) e Zejan (1990)]. Convém, no entanto, salientar que no estudo de Zejan (1990), o nível de desenvolvimento é apenas significativo quando se exclui da regressão a variável associada ao crescimento da indústria alvo ou quando introduzimos a variável respeitante ao *timing* do investimento.

Alguns estudos incluem ainda a dimensão do mercado alvo na análise da decisão do modo de entrada. Todavia, conforme salienta Zejan (1990), é difícil prever a forma como a dimensão do mercado irá afectar o modo de entrada. Por um lado, quanto maior a dimensão, maior a dificuldade em estabelecer uma nova filial (devido ao aumento da capacidade produtiva). Por outro, quanto maior a dimensão, menores os distúrbios que a entrada via investimentos de raiz irá causar, quer nas quotas de mercado existentes, quer nos lucros das empresas existentes. Desta forma, o sinal esperado permanece indeterminado, tendo Zejan (1990) e Barkema e Vermeulen (1998) observado uma relação não significativa entre esta variável e a forma de entrada.

Ainda dentro da perspectiva microeconómica, podemos encontrar alguns trabalhos que salientam a importância de variáveis financeiras, associadas ao mercado

de capitais e às taxas de câmbio, na escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros. Por exemplo, Blomström, Kokko e Zejan (2000) examinaram a escolha das multinacionais suecas que iniciaram as suas actividades no exterior, através do estabelecimento de novas filiais ou da aquisição de empresas já existentes. Relacionaram esta escolha com as características individuais das multinacionais, assim como com as características dos países alvo. Desta forma, identificaram dois grupos de características dos países alvo que merecem atenção. Um dos grupos está relacionado com as características do mercado de capitais que afectam a probabilidade de se encontrar empresas adequadas para adquirir. Outro, relacionado com os efeitos potenciais das aquisições e dos investimentos de raiz no output local e no preço dos bens (neste caso, os efeitos são obtidos a partir de uma *proxy* dada pelo crescimento da taxa de produção no mercado alvo, no período imediatamente anterior ao da entrada). Entre outras coisas, eles constataram que a dimensão do mercado do país alvo parece não ter qualquer influência na escolha do modo de entrada das empresas suecas, talvez porque esta variável não seria uma boa *proxy* da dimensão do *stock* de capitais, para a amostra de países escolhida.

Feliciano e Lipsey (2002) estudaram as entradas de empresas estrangeiras em 50 indústrias norte-americanas, quer por via das aquisições, quer dos investimentos de raiz, durante o período 1980-1998. Segundo os autores, as entradas estrangeiras, quer por uma ou outra via, tendem a ocorrer em períodos de elevado crescimento dos EUA e em indústrias onde o país investidor possua certas vantagens comparativas na exportação. Adicionalmente, e, tomando por base as variáveis utilizadas ao nível do país, os autores observaram que um elevado preço do dólar desencoraja as aquisições, enquanto a taxa de câmbio não é significativa na explicação do IDE de raiz. Por outro lado, o preço das acções norte-americanas está positivamente relacionado com os investimentos de raiz e não com as aquisições.

Em síntese, a sistematização da literatura empírica sobre a escolha do modo de entrada permitiu-nos identificar um conjunto diversificado de variáveis, quer ao nível da empresa investidora, da indústria e, mesmo, do país, susceptíveis de influenciar a decisão das empresas entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Na tabela 3.3 apresentamos um sumário da investigação empírica conduzida ao nível da empresa, sobre os determinantes do modo de entrada do IDE.

Na secção seguinte, tendo por base o âmbito do nosso trabalho, apresentamos alguns dos recentes estudos que têm sido conduzidos ao nível macroeconómico sobre os determinantes das F&A internacionais.

Tabela 3.3 – Sumário da investigação empírica sobre os determinantes da escolha do modo de entrada do IDE

Determinantes	Relação entre os determinantes e a propensão a adquirir		
	Positiva	Negativa	Não Significativa
Factores específicos da Empresa			
Experiência Local (no País Alvo)	Andersson e Svensson (1994) Hennart e Reddy (1997) Barkema e Vermeulen (1998) Slangen e Hennart (2008)		Kogut e Singh (1988) Hennart e Park (1993) Cho e Padmanabhan (1995) Larimo (2003)
Experiência Multinacional	Caves e Mehra (1986) Andersson e Svensson (1994) Harzing (2002)	Wilson (1980) Barkema e Vermeulen (1998) Brouthers e Brouthers (2000)	Kogut e Singh (1988) Zejan (1990) Cho e Padmanabhan (1995) Larimo (2003)
Diversificação dos Produtos	Wilson (1980) Caves e Mehra (1986) Zejan (1990) Brouthers e Brouthers (2000) Larimo (2003) Slangen e Hennart (2008)	Barkema e Vermeulen (1998) ^a	Kogut e Singh (1988) Hennart e Park (1993) Cho e Padmanabhan (1995) Harzing (2002)
Dimensão relativa da Filial	Caves e Mehra (1986) Hennart e Park (1993) Andersson e Svensson (1994) Barkema e Vermeulen (1998) Brouthers e Brouthers (2000) Harzing (2002) Slangen e Hennart (2008)	Hennart e Reddy (1997)	Cho e Padmanabhan (1995)
Tempo de Entrada	Wilson (1980) Zejan (1990) Andersson e Svensson (1994) Barkema e Vermeulen (1998) Larimo (2003)		

(Continua)

Tabela 3.3 – Sumário da investigação empírica sobre determinantes da escolha do modo de entrada do IDE (cont.)

Factores específicos da Indústria			
Intensidade Tecnológica		Hennart e Park (1993) Andersson e Svensson (1994) Cho e Padmanabhan (1995) Brouthers e Brouthers (2000) Harzing (2002) Larimo (2003)	Caves e Mehra (1986) Kogut e Singh (1988)
Intensidade em Publicidade	Anand e Delios (2002)		Caves e Mehra (1986) Kogut e Singh (1988) Hennart e Park (1993)
Rácio da Concentração	Caves e Mehra (1986)		Hennart e Park (1993) Hennart e Reddy (1997) Anand e Delios (2002)
Crescimento da Indústria Alvo	Caves e Mehra (1986) ^a Hennart e Park (1993) ^a Hennart e Reddy (1997) ^a	Zejan (1990) Brouthers e Brouthers (2000)	Anand e Delios (2002)
Factores específicos do País			
Distância Cultural		Kogut e Singh (1988) Barkema e Vermeulen (1998) Harzing (2002); Larimo (2003) Slangen e Hennart (2008)	Cho e Padmanabhan (1995) Brouthers e Brouthers (2000)
Dimensão Mercado Alvo			Zejan (1990) Barkema e Vermeulen (1998)
Crescimento Mercado Alvo		Larimo (2003)	Andersson e Svensson (1994) Barkema e Vermeulen (1998)
Desenvolvimento Mercado Alvo	Zejan (1990) Andersson e Svensson (1994) Cho e Padmanabhan (1995) Larimo (2003)		Barkema e Vermeulen (1998)

Fonte: Elaboração própria; **Nota:** ^a os autores demonstram uma relação curvilínea (U-invertido).

3.3.2.2 Estudos Macroeconómicos

A evidência empírica sobre a relevância dos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais ou dos investimentos de raiz é indirectamente fornecida pelos estudos, conduzidos ao nível da empresa, sobre a escolha do modo de entrada do IDE. Tal como vimos no ponto anterior, tais estudos realçam essencialmente os factores específicos das empresas que condicionam a sua escolha entre as F&A e os investimentos de raiz. Contudo, dado que as características identificadas diferem entre os conjuntos de empresas localizadas nos vários países recipientes e de origem, elas contribuem para a existência de potenciais diferenças de localização específicas dos países, as quais tendem a influenciar as empresas na escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz [Globerman e Shapiro (2005)].

Por exemplo, como vimos atrás, Hennart e Park (1997) identificam a experiência internacional acumulada no país alvo (experiência local) como um determinante importante na escolha das empresas entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz que resultam de uma *joint venture* (“*greenfield joint ventures*”). Segundo os autores, as empresas investidoras com maior experiência local serão as que apresentam uma maior propensão em adquirir, *ceteris paribus*. Logo, a inferência que podemos realizar é que os países com um número elevado de multinacionais “experientes” irão evidenciar quotas de saídas de IDE sobre a forma de F&A superiores, relativamente aos países com poucas multinacionais “experientes”, mantendo tudo o resto constante.

Num outro estudo, Harzing (2002) identifica a importância da estratégia internacional das empresas multinacionais, como um determinante importante na escolha das empresas entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Especificamente, as multinacionais que seguem uma estratégia multi-doméstica são mais favoráveis ao modo de F&A, enquanto as que seguem uma estratégia global são mais propensas a realizar IDE de raiz. Desta forma, poderemos inferir que os países onde o número de multinacionais que seguem uma estratégia global é relativamente elevado, serão caracterizados por fluxos de IDE compostos, maioritariamente, por investimentos de raiz. Ao invés, os países onde predominam as multinacionais que seguem estratégias multi-domésticas irão observar uma quota de F&A internacionais relativamente elevada.

No entanto, isto são apenas inferências que se podem efectuar a partir dos estudos empíricos conduzidos ao nível da empresa. O ideal é, numa perspectiva macroeconómica, tentar identificar os determinantes específicos de localização das F&A internacionais e/ou dos investimentos de raiz.

Todavia, tal como salientam Globerman e Shapiro (2005), a maioria dos estudos existentes assenta na identificação e avaliação dos determinantes de localização da produção internacional [Dunning (1993), Caves (1996)], onde se procura identificar as variáveis mais significativas associadas às entradas e saídas de IDE. Estes estudos empíricos são levados a cabo, primariamente, ao nível do país e da indústria e, geralmente, estão concentrados nos fluxos agregados de IDE, sem distinguir entre os diferentes modos de entrada.

Apenas ao nível conceptual, encontrámos um número relativamente elevado de estudos que identificam um conjunto de potenciais determinantes de localização específicos do modo de entrada⁶⁵ [e.g. Pugel (1985); Dunning (2001); Mody e Negishi (2001); Bridgeman (2002)], enquanto outros providenciam evidência empírica sobre a escolha do modo de entrada do IDE, utilizando, como descrevemos no ponto anterior, amostras de empresas individuais, e não de países.

Segundo Lall (2002), os estudos empíricos baseados nos fluxos de IDE, especialmente os que são realizados ao nível do país assumem, implicitamente, que os mesmos factores motivam todos os modos de entrada, de forma indiferenciada. No mesmo sentido, Globerman e Shapiro (2005, p. 69) sustentam que não tem existido uma tentativa sistemática de avaliar “(...) o grau no qual os modos empíricos do IDE agregado, ao nível macroeconómico, se aplica aos modos individuais de IDE, em particular às F&A internacionais.”. Mais, constata-se que a maioria dos trabalhos sobre IDE concentra-se nos investimentos de raiz⁶⁶.

⁶⁵ Entre esses determinantes destacam-se, de uma forma geral, a qualidade das infra-estruturas humanas e físicas, o ambiente político e institucional e a actividade dos mercados financeiros.

⁶⁶ De facto, tal como salientam Stephan e Pfaffmann (2001), no que respeita à literatura teórica, o IDE é tipicamente tratado como um investimento de raiz, onde o estabelecimento de novas filiais é considerado como um substituto das exportações. Contudo, tal é empiricamente incorrecto, uma vez que as F&A constituem, de longe, o modo preferencial de entrada nos mercados estrangeiros.

Em contrapartida, apesar da maioria dos fluxos agregados de IDE serem criados através da actividade de F&A internacionais [Kang e Johansson (2000), Chen e Findlay (2003) e UNCTAD (*World Investment Report*, vários anos)], poucos estudos têm sido conduzidos com vista a investigar o papel das características específicas dos países na determinação das F&A internacionais⁶⁷. Contudo, recentemente, tem-se observado uma literatura crescente sobre este tópico [Globerman e Shapiro (2005); Rossi e Volpin (2004); Di Giovanni (2005); Aminian *et al.* (2005); Kamaly (2007); Hyun e Kim (2007)].

Nomeadamente, Globerman e Shapiro (2005) tentam preencher esta lacuna da literatura. Para isso, especificam e estimam modelos econométricos de determinantes dos fluxos de entrada e saída das F&A internacionais para uma amostra de 154 países, ao longo do período agregado 1995-2001. Utilizando os dados publicados pela UNCTAD, os autores identificam as variáveis que são potencialmente específicas deste modo de entrada.

Concretamente, avaliam se as variáveis que são estatisticamente significativas nos modelos das F&A são, igualmente, significativas nos modelos do IDE agregado. Deste modo, avaliam, implicitamente, se os determinantes das F&A internacionais são suficientemente similares aos determinantes de outras formas de IDE, por exemplo, aos investimentos de raiz.

Estes autores concluem que, em termos gerais, as variáveis mais proeminentes na determinação dos fluxos de entrada e saída de F&A internacionais são as mesmas que se sobressaem na explicação dos modelos de IDE. Todavia, existem algumas diferenças entre a estrutura das F&A e os modelos do IDE agregado. Em particular, o crescimento económico é um determinante importante nos fluxos agregados de IDE,

⁶⁷ Apesar de não constituir nosso objectivo proceder à revisão de toda a literatura sobre F&A internacionais, uma vez que a nossa atenção será direccionada para os seus determinantes macroeconómicos e para a escolha do modo de entrada do IDE, constatamos que a grande maioria dos resultados estão fragmentados por diversas disciplinas (incluindo a Gestão Estratégica, o Negócio Internacional, a Gestão dos Recursos Humanos e as Finanças Empresariais), mas que se têm centrado, fundamentalmente, num conjunto de assuntos, tais como: i) os determinantes do modo de entrada do IDE [e.g. Barkema e Vermeulen (1998); Brouthers e Brouthers (2000); Hennart e Reddy (1997); Kogut e Singh (1988)]; ii) os resultados em termos de performance das empresas envolvidas [e.g. Brouthers (2002); Nitsch *et al.* (1996)] e iii) a criação de riqueza para os accionistas [e.g. Datta e Puia (1995); Harris e Ravenscraft (1991); Markides e Itter (1994); Morck e Yeung (1992)]. Recentemente, tem-se dado um maior enfoque aos assuntos relacionados com o processo de integração pós-aquisição de que, são exemplo, os seguintes estudos: Olie (1994), Morosini *et al.* (1998), Inkpen *et al.* (2000) e Child *et al.* (2001). Para uma discussão dos diversos temas relacionados com a actividade de F&A internacionais, ver também o trabalho de Hopkins (1999).

mas não nos fluxos de F&A internacionais. Outra diferença proeminente entre a estrutura das duas equações é a identificação de um efeito “país” muito forte para a China, no que respeita apenas aos fluxos de IDE, e não aos fluxos de F&A.

Um outro estudo, conduzido a nível macroeconómico, sobre as F&A internacionais foi realizado por Evenett (2003), o qual procurou avaliar econometricamente o efeito das aquisições norte-americanas em 13 países da OCDE, a nível do sistema bancário. O autor apresentou evidência de que as aquisições norte-americanas dependiam de um conjunto de características do país alvo, nomeadamente: do produto interno bruto (PIB); da distância relativamente aos EUA; da taxa de IRC; da taxa de tributação média e do regime legal.

Rossi e Volpin (2004) reportaram os resultados de um estudo econométrico sobre os determinantes *cross-country* das F&A internacionais e das domésticas, focando-se, essencialmente, no papel das leis e da regulamentação dos países. De uma forma geral, constataram que o volume da actividade de F&A (domésticas e internacionais) tendia a ser maior nos países com melhor protecção ao investidor. Além disso, através de uma análise comparativa das características dos países de origem e dos países recipientes⁶⁸, descobriram que as empresas provenientes de países com um reduzido grau de protecção ao investidor são as mais prováveis de serem adquiridas, relativamente àquelas cujo país de origem oferece um elevado grau de protecção ao investidor. Por outro lado, as empresas compradoras provêm, com maior probabilidade, de países com forte protecção ao investidor. Para tal, os autores utilizaram os dados desenvolvidos por La Porta *et al.* (1998), quanto à variável protecção do investidor. Também encontraram evidência de que os países com uma estrutura de propriedade mais concentrada e com elevados níveis de normalização contabilística realizam mais F&A, incluindo as internacionais.

Mais recentemente tem surgido uma nova corrente de estudos macroeconómicos que tem enfatizado o papel das variáveis de índole financeira e institucional na explicação dos fluxos de F&A internacionais.

Di Giovanni (2005) utilizou o modelo gravitacional para estimar os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais para o período 1990-1999,

⁶⁸ Especificamente, conduziram uma análise de “pares ordenados”, de modo a investigar o número de operações de F&A internacionais efectuadas pelo país adquirente *i* no país alvo *j*.

com base numa grande amostra de dados em painel. O autor estimou a importância de diversas variáveis macroeconómicas e financeiras na explicação destes fluxos de F&A internacionais. Em particular, constatou que a dimensão dos mercados financeiros, medida pelo rácio de capitalização dos mercados de capitais em percentagem do PIB, tem uma forte correlação positiva com as F&A. Este resultado reforça, assim, a importância das condições financeiras domésticas no estímulo dos investimentos internacionais, durante o *boom* dos anos 90 e, também, está de acordo com o decréscimo da importância das F&A internacionais nos anos recentes. Relativamente à outra variável financeira utilizada – rácio do crédito privado em percentagem do PIB – verificou a existência de uma relação positiva, mas não significativa. Adicionalmente, concluiu que os fluxos de F&A tendem a aumentar para países de maior dimensão e, com os quais se partilha a mesma língua. Por outro lado, os custos de investimento associados à distância e à informação, assim como as taxas de tributação nos países alvo tendem a reduzir as aquisições. Finalmente, os coeficientes associados à taxa câmbio real (negativo), à volatilidade das taxas de câmbio nominais (positivo) e às diferenças salariais (negativo) têm sinais idênticos aos esperados.

Hyun e Kim (2007) estenderam o trabalho anterior de Di Giovanni e incluíram, para além das variáveis associadas ao desenvolvimento dos mercados financeiros, factores relacionados com a qualidade das instituições, para analisar os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais. Utilizando uma amostra em painel dos fluxos bilaterais de F&A entre 101 países, ao longo do período 1989-2005, concluíram que, quer a qualidade das instituições, quer o desenvolvimento dos mercados financeiros, aumentam o volume de F&A entre os países. Todavia, o efeito significativo dos factores institucionais tende a desaparecer quando as transacções ocorrem entre países com um nível de desenvolvimento semelhante.

Aminian *et. al.* (2005) desenvolveram igualmente um modelo gravitacional para analisar os determinantes macroeconómicos de todas as F&A anunciadas entre a Europa e a Ásia, no período de 1/1/1999 a 31/12/2004. Os autores identificaram alguns factores subjacentes à actividade de F&A entre países europeus e asiáticos, dos quais se salientam: o grau de abertura ao exterior; as taxas de câmbio e, tal como Di Giovanni

(2005), a profundidade dos mercados financeiros⁶⁹, medida pelo rácio de capitalização do mercado de capitais em percentagem do PIB.

Por último, Kamaly (2007) utilizou um modelo dinâmico de painel para estudar os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais nos países em desenvolvimento, durante os anos 90. Os resultados obtidos demonstraram que a taxa de juro internacional afecta negativamente as F&A, enquanto o grau de abertura ao exterior exerce um efeito positivo, embora muito reduzido. Para além disso, o autor constatou que uma depreciação na taxa de câmbio doméstica afecta forte e positivamente a actividade de F&A nos países em desenvolvimento. Finalmente, e ao contrário do que seria de esperar, constatou que um elevado nível de actividade dos mercados de capitais reduz o montante das entradas de F&A, nos países em desenvolvimento. Este resultado é inesperado, uma vez que a maioria da investigação empírica que utiliza dados dos EUA confirmou, em grande parte dos casos, uma relação positiva entre o retorno das acções e as F&A [por exemplo, Di Giovanni (2005)].

Em suma, do ponto de vista macroeconómico, podemos concluir acerca da existência de um número significativo de variáveis, ao nível económico, financeiro e institucional, capazes de influenciar, não só a decisão de localização do IDE agregado, mas, também, a das F&A internacionais. Todavia, no que respeita aos investimentos de raiz, e, tendo por base o nosso melhor conhecimento, não se conhecem estudos que analisem, de forma explícita, os factores macroeconómicos específicos associados a este modo de IDE.

3.4 Conclusões

Os determinantes do IDE agregado têm sido, desde algumas décadas, alvo de uma intensa investigação. Apesar da sua grande extensão, tanto em termos de abordagens teóricas, como das metodologias e amostras utilizadas, a maioria dos

⁶⁹ A expressão “profundidade” dos mercados de capitais é, normalmente, utilizada para descrever o número e a variedade dos títulos entre os quais os investidores podem escolher, a quantidade e a qualidade da informação financeira e a liquidez geral dos mercados em relação ao volume de negócios. Desta forma, esta expressão aparece intimamente associada à dimensão e à liquidez dos mercados financeiros.

estudos, sobretudo, os teóricos, tem enfatizado o papel dos factores específicos das empresas e, poucos são os que se dedicam à análise macroeconómica do IDE. Por outro lado, dentro da perspectiva macroeconómica, a literatura empírica existente nesta área tem-se focado, essencialmente, nos factores de atracção ou locacionais (*“pull factors”*).

Adicionalmente, estes estudos, em especial, os conduzidos ao nível do país, não distinguem os diferentes modos de entrada, nomeadamente as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Regra geral assumem, implicitamente, que os mesmos factores motivam, de forma indiferenciada, todos os modos de entrada [Lall (2002)].

A partir dos anos 90, num contexto associado a uma intensa actividade de F&A internacionais, pudemos assistir a um florescimento da investigação empírica sobre a escolha do modo de entrada. Tais estudos sugerem que a escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz, enquanto modos potenciais de entrada nos mercados estrangeiros, depende de um conjunto de factores, em particular, os associados às características específicas das empresas, das indústrias e dos países. No entanto, a utilização de diferentes contextos empíricos e perspectivas teóricas, conduziu, na maioria das vezes, a resultados nem sempre consistentes.

Além disso, a literatura empírica sobre a escolha do modo de IDE tem sido desenvolvida numa perspectiva essencialmente microeconómica, centrada na análise de amostras de empresas individuais, e não de países.

Neste contexto, por forma a colmatar algumas das lacunas existentes na literatura relacionada com este tópico, temos vindo a assistir, recentemente, a uma crescente investigação sobre os determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais. A partir de tais estudos, é de realçar a importância dos factores económicos e financeiros, tais como a dimensão e o crescimento da economia, a estabilidade cambial, o desenvolvimento dos mercados financeiros, assim como dos factores de índole institucional e cultural, na explicação dos fluxos de F&A internacionais. Todavia, esta investigação centra-se exclusivamente na análise dos factores macroeconómicos que motivam as operações de F&A internacionais, negligenciando a existência de formas alternativas de entrada, em particular os investimentos de raiz. Na verdade, no que respeita a estes últimos, não conhecemos, até ao momento, estudos que, numa óptica macroeconómica, tenham enfatizado os seus determinantes específicos. Nestas circunstâncias, a análise comparativa dos

determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz parece persistir enquanto lacuna na investigação empírica no domínio da Gestão Internacional.

Atendendo ao contexto mundial do IDE, no qual as F&A internacionais constituem o modo preferencial de entrada, parece-nos que a análise macroeconómica dos determinantes do modo de entrada assume uma relevância especial. A questão central que aqui se coloca prende-se com a necessidade de explicar, até que ponto as características específicas dos países determinam a escolha entre o IDE através das F&A internacionais ou o IDE de raiz.

Com vista a preencher esta lacuna na literatura sobre o IDE e os seus modos de entrada, iremos conduzir, no próximo capítulo, uma investigação empírica que visa determinar os factores específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, numa óptica macroeconómica. Além disso, procuraremos analisar, não só os factores locais ou de atracção do IDE (*“pull factors”*), mas, de igual modo, os factores que impulsionam este tipo de investimento (*“push factors”*). Enquanto os primeiros se referem às características dos países recipientes capazes de influenciar a decisão de onde investir, os segundos estão associados com as especificidades dos países de origem e justificam, na maioria das vezes, a propensão que determinados países apresentam para realizar IDE, em vez de investirem nos seus mercados locais. Toda a análise será conduzida, como iremos ver, numa perspectiva macroeconómica.

CAPÍTULO 4

ESTUDO EMPÍRICO DOS DETERMINANTES MACROECONÓMICOS DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ

4.1 Introdução

Como referimos atrás, a maioria da literatura empírica sobre os determinantes da escolha do modo de entrada do IDE é realizada ao nível das empresas, enfatizando as características específicas destas na decisão entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Todavia, do ponto de vista macroeconómico, a recente investigação conduzida a este nível, apenas se tem dedicado a analisar os determinantes de localização específicos das F&A internacionais, mas sem entrar em consideração com outros modos alternativos de entrada. Neste contexto, esperamos que este estudo empírico possa contribuir para uma melhor compreensão dos factores macroeconómicos associados ao IDE e, em particular, à escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros.

Neste capítulo, pretendemos testar se existem factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, nomeadamente das F&A internacionais e dos investimentos de raiz. Isto é, se podemos identificar, ao nível do país, factores que tornem as suas empresas mais propensas a adquirir do que a realizar investimentos de raiz, ou vice-versa. Assim, a análise das diferenças e semelhanças entre os determinantes macroeconómicos do IDE de raiz e do IDE através das F&A, permitir-nos-á classificar os países de acordo com a sua maior ou menor propensão para cada tipo de IDE.

Paralelamente, iremos estudar os determinantes macroeconómicos dos fluxos agregados do IDE, das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, quer na perspectiva dos países de origem, quer na dos países de acolhimento. Através da análise

dos factores de impulsão (“*push factors*”) e de atracção (“*pull factors*”), pretendemos obter evidência empírica suficiente que nos permita explicar a semelhança observada, em termos de comportamento, entre os fluxos de saída e de entrada das três séries de investimento e, simultaneamente, encontrar uma justificação para o facto de que os principais países investidores são, regra geral, os principais recipientes de IDE.

Desta forma, iremos especificar 6 equações: 1) duas relativas aos fluxos de entrada e saída do IDE agregado; 2) duas associadas aos fluxos de entrada e saída de F&A internacionais e, por último, 3) duas relativas às entradas e saídas de investimentos de raiz.

Este capítulo encontra-se organizado da seguinte forma: em primeiro lugar, iremos proceder à identificação das hipóteses que pretendemos testar neste estudo; em seguida, será definida a amostra, a metodologia e o modelo utilizado para testar as hipóteses anteriores. Por último, na secção 4.5, evidenciaremos os principais resultados empíricos.

4.2 Hipóteses

A nossa investigação empírica consiste em especificar e estimar 6 equações diferentes para identificar os determinantes macroeconómicos das entradas e saídas de IDE, de F&A internacionais e de investimentos de raiz.

Com este propósito, iremos utilizar como base o modelo empírico adoptado por Globerman e Shapiro (2005), os quais procuraram determinar os factores específicos de localização das F&A internacionais, com base numa amostra *cross-section* de 154 países, ao longo do período agregado 1995-2001. Isto é, testaram um conjunto de factores que só eram estatisticamente significativos na explicação das F&A internacionais, mas não na explicação do IDE agregado.

O nosso objectivo é, partindo do estudo anterior, testar se existem, para além de determinantes de localização específicos das F&A internacionais, factores específicos dos investimentos de raiz. Simultaneamente, iremos adoptar uma metodologia distinta da utilizada por Globerman e Shapiro (2005). Enquanto estes últimos recorreram à estimação de uma amostra *cross-section*, nós iremos utilizar um modelo de dados em

painel, que nos vai permitir desagregar a informação, quer ao nível dos países, quer ao nível do período temporal utilizado na amostra.

Colocando a ênfase nas vantagens de localização, tanto as associadas às condições macroeconómicas, como ao contexto cultural e institucional, pretendemos investigar em que medida essas vantagens poderão ser capazes de explicar, não só a decisão de localização do IDE agregado, mas igualmente a localização de cada um dos modos de IDE. Em termos específicos, pretendemos, partindo de uma perspectiva macroeconómica sobre o IDE, determinar quais as características específicas dos países que tornam uma determinada localização mais propensa ao IDE de raiz ou ao IDE através das F&A.

Nestas circunstâncias, e com base no modelo que será apresentado na secção 4.4, pretendemos testar duas hipóteses. A primeira prende-se com a existência de potenciais variáveis específicas das F&A internacionais, isto é, variáveis que esperamos que sejam apenas estatisticamente significativas nas equações das F&A. A segunda constitui uma extensão ao trabalho anterior de Globerman e Shapiro e encontra-se associada à possibilidade dos investimentos de raiz serem, de igual modo, influenciados por determinantes de localização específicos. Neste sentido, estamos interessados em identificar os factores macroeconómicos que são potencialmente específicos de cada modo de entrada.

Resumindo, iremos colocar sob hipótese a existência de variáveis específicas de cada modo de entrada, nomeadamente das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, em relação às quais é expectável que expliquem exclusivamente cada uma destas formas de investimento, e não os fluxos agregados de IDE.

4.3 Amostra e Metodologia

Após a identificação dos objectivos da investigação, torna-se necessário definir quais os dados que precisamos de compilar, assim como a metodologia a ser utilizada, de forma a testar as hipóteses formuladas.

4.3.1 Amostra

Como o nosso propósito consiste em analisar os factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, optamos por incluir na amostra uma diversidade razoável de países, entre países desenvolvidos e economias em desenvolvimento.

Ao contrário de Globerman e Shapiro (2005) que incluíram na análise 154 países, ou seja, o conjunto de países para os quais a base de dados da UNCTAD dispunha de informação, nós, sob pena de algum enviesamento da amostra, procedemos à selecção criteriosa de alguns países. Desta forma, apenas incluímos na amostra final os países que, durante a maioria dos anos em análise, apresentavam para o conjunto de variáveis dependentes, valores diferentes de zero. Este critério obrigou-nos a reduzir a amostra para 53 países, conforme descrito na tabela 4.1.

Tabela 4.1 - Lista de Países utilizados no Estudo Empírico, 1996-2006

Países Desenvolvidos (29 países)	Alemanha; Austrália; Áustria; Bélgica; Canadá; Dinamarca; Eslováquia; Eslovénia; Espanha; Estados Unidos da América; Estónia; Finlândia; França; Grécia; Holanda; Hungria; Irlanda; Israel; Itália; Japão; Luxemburgo; Noruega; Nova Zelândia; Polónia; Portugal; Reino Unido; República Checa; Suécia; Suíça.
Países Em Desenvolvimento (24 países)	África do Sul; Argentina; Brasil; Bulgária; Chile; China; Colômbia; Croácia; Egipto; Filipinas; Hong Kong (China); Índia; Indonésia; Malásia; México; Peru; República da Coreia; Roménia; Rússia; Singapura; Tailândia; Taiwan; Turquia; Venezuela.

Notas: 1. A classificação da amostra em países desenvolvidos e países em desenvolvimento foi efectuada segundo o critério utilizado pelas Nações Unidas (UNCTAD, *World Investment Report*, para vários anos). 2. Em relação ao grupo dos países em desenvolvimento, optamos por incluir, adicionalmente, a Bulgária, a Croácia, a Roménia e a Rússia, países que a UNCTAD tem englobado dentro de uma terceira categoria de países, designada de Economias em Transição do Sudeste da Europa e da Comunidade dos Estados Independentes (CEI).

Apesar de este critério potenciar algum enviesamento da amostra, permite-nos, simultaneamente, excluir um conjunto de países que, para o período de análise e, no que respeita às F&A internacionais e aos investimentos de raiz, não evidenciavam fluxos relevantes.

O facto de existir um número significativo de países que não tinham quaisquer fluxos ao nível das F&A internacionais, induziu Globerman e Shapiro (2005) a adoptarem na estimação das equações associadas aos fluxos de entrada e saída de F&A, o modelo Tobit, em vez do tradicional método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), dado que se tratava de uma amostra truncada⁷⁰. Todavia, os modelos de variáveis dependentes limitadas, como é o caso do Tobit, apresentam geralmente uma grande desvantagem, relacionada com o facto de a sua estimação ser muito sensível a erros de especificação, tais como a omissão de variáveis explicativas relevantes, a existência de heterocedasticidade e a não verificação da hipótese da normalidade das perturbações [Kennedy (2003)].

Deste modo, optamos por reduzir o número de países incluídos na estimação, seleccionando apenas aqueles que evidenciavam fluxos de investimento relevantes, o que resultou numa amostra seccional de 53 países. Em termos de horizonte temporal, a amostra abrange um período de 11 anos, compreendido entre 1 de Janeiro de 1996 e 31 de Dezembro de 2006. De salientar, no entanto, que em relação às variáveis associadas às entradas e saídas de investimentos de raiz, o horizonte temporal reporta-se apenas ao período de 2002 a 2006, uma vez que não se encontra disponível informação para os anos anteriores.

Estamos, assim, perante uma amostra de dados em painel composta por 53 observações seccionais (países) distribuídas ao longo de 11 anos, no caso dos fluxos agregados de IDE e de F&A internacionais, e de 5 anos para os investimentos de raiz.

A base de dados que iremos utilizar para as variáveis dependentes é uma base recentemente, disponibilizada e publicada pela UNCTAD⁷¹ sobre o IDE, a qual permite uma comparação entre este tipo de variáveis.

Esta base de dados anual cobre os fluxos de entrada (*inbound investment*) e de saída (*outbound investment*) de IDE para um grande número de países desenvolvidos e países em desenvolvimento, ao longo de vários anos. Possibilita também a análise das aquisições internacionais de empresas domésticas (*inbound*) e das compras internacionais realizadas pelas empresas domésticas (*outbound*). Quanto à informação

⁷⁰ Isto, porque dos 154 países incluídos na amostra, 31 não observavam qualquer fluxo de saída de F&A e 27 qualquer fluxo de entrada de F&A, ao longo de todo o período de análise.

⁷¹ Através da sua publicação anual (*World Investment Report*) ou da sua base de dados *on-line* (*FDI Statistical Database*). De salientar que a base de dados *on-line* não disponibiliza informação sobre os investimentos de raiz, apenas cobre os fluxos agregados de IDE e de F&A internacionais.

disponibilizada para os projectos de investimentos de raiz, a UNCTAD só dispõe de dados quanto ao número⁷² (e não aos fluxos) de projectos de *greenfields* que cada país realizou ou de que foi destino e apenas reporta, como já referimos, informação a partir do ano de 2002. Desta forma, teremos que ter um cuidado acrescido na interpretação dos resultados associados às equações dos investimentos de raiz e na comparação destes com os resultados das equações do IDE e das F&A internacionais.

De forma sucinta, iremos compilar dados para as 6 séries relativas às entradas e saídas de IDE agregado, de F&A internacionais e de investimentos de raiz, para 53 países, ao longo do período 1996-2006 (2002-2006, para os investimentos de raiz).

Na tabela 4.2 apresentamos as principais características da amostra. Os valores, em dólares americanos, dos fluxos de entrada e saída do investimento directo estrangeiro e das F&A internacionais estão expressos em logaritmos naturais. No caso dos investimentos de raiz, temos como unidade de medida o número dos projectos de investimento, também ele expresso em logaritmos naturais. Contudo, uma vez que estamos na presença de unidades de medida diferentes, a comparação entre as 6 variáveis não poderá ser efectuada de forma directa.

⁷² Como referimos anteriormente no Capítulo 2, apesar de o número ser uma medida rudimentar, quando comparada com os fluxos, providencia uma indicação do peso das empresas estabelecidas de raiz, nos diferentes países.

Tabela 4.2 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes

	Média (Desvio-padrão)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
FDI	8,563 (1,479)	1,000					
FDO	7,719 (2,507)	0,621	1,000				
IN-F&A	7,647 (1,931)	0,723	0,615	1,000			
OUT-F&A	6,909 (2,891)	0,631	0,699	0,707	1,000		
IN-IR	4,479 (1,044)	0,599	0,367	0,447	0,356	1,000	
OUT-IR	3,956 (1,599)	0,523	0,790	0,584	0,637	0,490	1,000

Notas: 1. FDI – Logaritmo natural dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes); FDO – Logaritmo natural dos fluxos de saída de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes); IN-F&A - Logaritmo natural dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos); OUT-F&A - Logaritmo natural dos fluxos de saída de F&A (em milhões de Dólares americanos); IN-IR - Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que foram destino os países da amostra; OUT-IR - Logaritmo natural do número de investimentos de raiz realizados, no exterior, pelos países da amostra; 2. Fonte de dados: UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line* e *World Investment Report* (vários anos).

Podemos, então, observar que as 6 variáveis estão fortemente correlacionadas, sendo esta correlação bem mais evidente entre os fluxos de IDE e de F&A, talvez pela razão atrás referida, dos investimentos de raiz estarem expressos numa unidade de medida distinta. Assim, países que observam elevados fluxos de entrada (saída) de IDE são, em média, mais propensos a observar grandes vendas (compras) de empresas, assim como a ser destino (origem) de um elevado número de investimentos de raiz.

Por outro lado, os dados da amostra sugerem que a retoma verificada no crescimento do IDE a partir de 2004, e, tal como tinha já acontecido nos finais da década de 90, se tem feito essencialmente à custa das F&A internacionais. Ao longo das últimas duas décadas, a actividade de F&A internacionais é responsável pela maioria do IDE, representando, em 2006, cerca de 70% dos fluxos mundiais de IDE⁷³. Constata-se, ainda, a existência de uma tendência de crescimento divergente entre as séries de F&A internacionais e de investimentos de raiz. Tal facto, não é, no entanto, surpreendente,

⁷³ Veja-se a este respeito o Capítulo 2.

uma vez que as empresas tendem a considerar estes dois modos de entrada, como opções alternativas⁷⁴.

No que respeita aos fluxos de IDE e de F&A internacionais (porque são os únicos que podemos comparar directamente), os dados sugerem igualmente que, quer os fluxos de entrada, quer os de saída de IDE, são menos concentrados que os fluxos de F&A, para os países da amostra. A variância dos resultados expressos em logaritmos é, muitas vezes, utilizada como medida de concentração [Globerman e Shapiro (2005)], no sentido de que quanto maior a variância do logaritmo, maior será o grau de concentração observado. Desta forma, pela observação da tabela 4.2, constatamos que a variância da série relativa aos influxos de IDE (série FDI) é inferior à da série relativa aos influxos de F&A (série IN-F&A) e a variância da série FDO é inferior à dos fluxos de saída das F&A (série OUT-F&A).

Consequentemente, podemos aferir que a actividade de F&A internacionais, quer em termos de fluxos de entrada, quer de saída, é mais concentrada que o IDE. Na verdade, quando examinamos os dados iniciais da amostra, descobrimos que dos 166 países, para os quais a UNCTAD, actualmente, dispõe de informação para as F&A internacionais, 25 não reportava qualquer influxo e, 29 não evidenciava nenhum fluxo de saída, ao longo de todo o período amostral. Contrariamente, todos os países observavam entradas de IDE, embora, ao nível das saídas, constatamos que 19 países não reportavam qualquer valor.

O facto da actividade de F&A internacionais estar concentrada é consistente com a evidência anterior. Por exemplo, Globerman e Shapiro (2003) salientaram o volume de aquisições efectuado, nos finais da década de 90, pelos investidores da União Europeia, onde as empresas inglesas apareciam como adquirentes activas. Também identificaram o aumento da preponderância das empresas norte-americanas, enquanto alvos de aquisições. Da mesma forma, Kang e Johansson (2000) indicaram a existência de uma concentração de mercado das F&A internacionais, num pequeno grupo de países desenvolvidos.

Resumindo, dada a preponderância da actividade de F&A como fonte de IDE e dada a elevada correlação entre as 6 variáveis utilizadas, esperamos encontrar fortes

⁷⁴ Todavia, a partir de 2004, constatamos que, quer as F&A internacionais, quer os investimentos de raiz, com origem nos países em desenvolvimento e nas economias em transição, aumentaram ambos, contrariando, assim, esta tendência divergente. Veja-se a este propósito o Capítulo 2.

semelhanças entre as equações estimadas para o IDE agregado e as relativas aos dois modos alternativos de entrada. Contudo, existem diferenças significativas entre as séries de IDE, de F&A e de investimentos de raiz para os vários países utilizados na amostra e, esperamos que estas diferenças possam reflectir as vantagens específicas de cada país, as quais poderão ser identificáveis a partir da análise econométrica.

Na secção 4.4 vamos descrever, de forma pormenorizada, todas as variáveis utilizadas.

4.3.2 Metodologia

Seguindo aquela que parece constituir a tendência observada na literatura recente sobre este tema⁷⁵ [e.g. Di Giovanni (2005); Aminian *et al.* (2005); Hyun e Kim (2007); Kamaly (2007)], e tendo em consideração os dados disponíveis, iremos escolher a análise de dados em painel como a metodologia que, em nossa opinião, se mostra mais apropriada para testar as hipóteses formuladas. Esta metodologia é, normalmente, utilizada na análise de regressões que envolvem, quer uma dimensão seccional (*cross-section*), quer temporal (*time-section*), com o objectivo de estimar os parâmetros relevantes.

Para além da introdução de duas regressões relativas aos investimentos de raiz, a utilização de dados em painel constitui um elemento adicional que, do nosso ponto vista, nos permitirá aprofundar o estudo desenvolvido por Globerman e Shapiro (2005).

Estes últimos utilizaram, no seu trabalho, dados agregados, nomeadamente os valores médios observados pelas diversas variáveis ao longo do período de 1995-2001, originando, assim, uma amostra *cross-section* de 154 países para a média do período. Segundo eles, a utilização de dados de um ano isolado poderia conduzir a más interpretações, as quais resultavam sobretudo da forma como os dados disponibilizados pela UNCTAD tinham sido compilados.

⁷⁵ Na verdade, a partir da sistematização da literatura efectuada no Capítulo 3, em particular a respeitante aos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais (secção 3.3.2.2), constatamos que a metodologia que, nos últimos anos, tem vindo a ser utilizada na maioria destes estudos é a análise de dados em painel.

Convém, desde logo, salientar que, apesar dos dados relativos às séries de investimento terem sido recolhidos pela UNCTAD, eles provêm de fontes diferentes e não são estritamente comparáveis⁷⁶. As variáveis relativas aos fluxos de entrada e saída do IDE agregado são compiladas pelo IMF (*International Monetary Fund*), as associadas às F&A internacionais são obtidas pela *Thomson Financial* e, por último, as séries relativas ao IDE de raiz provêm da *OCO Consulting*.

Segundo as publicações da UNCTAD (*World Investment Report*) os fluxos de entrada e saída de IDE incluem transferências de fundos realizadas entre as empresas mães e as suas filiais. Desta forma, podemos observar fluxos negativos, sempre que existam fundos que sejam retirados a partir de uma filial. As séries relativas às F&A internacionais respeitam ao valor da transacção no momento em que é finalizada e, deste modo, não podem ser negativas, o mesmo se verificando com o número de investimentos de raiz realizados. Podemos, no entanto, deparar-nos com situações em que o valor das F&A internacionais é superior ao valor do IDE, apesar deste último representar, regra geral, uma medida mais credível. Adicionalmente, as séries associadas ao IDE agregado e às F&A internacionais podem não envolver fluxos temporais coincidentes, sobretudo se uma operação de F&A envolver pagamentos desfasados no tempo.

Consequentemente, em ordem a minimizar os problemas criados pelos fluxos negativos, pelos pagamentos não coincidentes e pelas transacções singulares avultadas, Globerman e Shapiro (2005) optaram por escolher a média de cada uma das séries ao longo do período 1995-2001, e não os anos isolados.

Contudo, apesar das vantagens apontadas pelos autores na utilização de dados temporais agregados, existem, de igual modo, sérios inconvenientes associados a essa metodologia. E uma das grandes desvantagens, senão, a principal, é a perda de informação. Na verdade, os modelos estimados com dados temporais agregados perdem informação dinâmica e, devido quer à falta de dinamismo, quer à redução do número de graus de liberdade, o risco de enviesamento por omissão de variáveis aumenta.

Deste modo, optamos por incluir dados temporais desagregados, o que nos vai permitir obter mais observações, maior variabilidade dos dados, maior número de graus

⁷⁶ A este propósito, vejam-se as publicações anuais da UNCTAD – *World Investment Report*, nas quais são descritos alguns dos problemas metodológicos, ao nível da disponibilidade, das limitações e das estimativas dos dados sobre IDE disponibilizados por este organismo.

de liberdade, menos problemas de multicolineariedade e, assim, uma melhor eficiência dos estimadores. Estes factores constituem, de facto, algumas das vantagens da utilização de dados em painel, relativamente à aproximação *cross-section*. A inclusão da dimensão temporal e seccional confere uma maior variabilidade aos dados, na medida em que a utilização de dados agregados resulta em séries de evolução mais suave do que as séries individuais que lhes servem de base. Esta variabilidade dos dados contribui para a redução da eventual colinearidade existente entre as variáveis.

Adicionalmente, os estudos com amostras longitudinais facilitam uma análise mais eficiente das dinâmicas de ajustamento, isto porque, segundo Marques (2000, p. 1) “(...) os estudos seccionais, ao não contemplarem a possibilidade de a realidade de suporte ser dinâmica, transmitem uma falsa ideia de estabilidade.” A utilização dos dados em painel permite conjugar a diversidade de comportamentos individuais, com a existência de dinâmicas de ajustamento. Devido à sua natureza, em dados em painel é natural que exista heterogeneidade para os diferentes indivíduos e também dependência nas observações, porque a variável evolui cronologicamente.

Uma das grandes vantagens da estimação com dados em painel é, sem dúvida, a relevância da heterogeneidade individual, a qual é negligenciada nas estimações seccionais ou temporais, originando resultados enviesados [Verbeek (2004) e Baltagi (1995)]. Esta heterogeneidade é capturada pelos efeitos fixos específicos dos indivíduos (países, no nosso caso) ou pelas componentes de efeitos aleatórios, dependendo das características da amostra.

De forma sucinta, a análise em painel poderá enriquecer a investigação empírica de uma forma que não seria possível se usássemos apenas amostras temporais ou dados seccionais, isoladamente [Gujarati (2006)]. Esta constitui, de facto, a principal razão que nos levou a preferir este tipo de análise, em detrimento daquela que foi apresentada por Gliberman e Shapiro (2005).

Todavia, vamos trabalhar com uma amostra incompleta ou não balanceada, uma vez que o número de observações difere entre os participantes (países) do painel, devido à falta de informação disponível em relação a algumas das variáveis incluídas no modelo⁷⁷. No entanto, uma das soluções para minimizar este problema passaria por

⁷⁷ De facto, no caso de algumas variáveis, não existe informação disponível, ao nível dos anos ou dos países incluídos na amostra.

balancear a amostra, através da redução do número de observações. Optamos, contudo, por utilizar uma amostra não balanceada, porque como salienta Vieira (2005, p. 113) citando Baltagi e Chang (1994) “(...) *tornar a amostra balanceada, diminuindo o número de observações, piora a performance destes estimadores, quando comparados com os obtidos pela amostra completa não balanceada.*”

No que respeita à estimação das regressões com dados em painel, dispomos de três métodos usuais⁷⁸, nomeadamente: o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) combinado (vulgarmente, conhecido na literatura por “*pooled OLS*”⁷⁹); o método dos Efeitos Fixos (MEF) e o método dos Efeitos Aleatórios (MEA).

Uma outra possibilidade consistia na utilização de modelos dinâmicos com dados em painel. No entanto, este tipo de modelos, ao estar associado ao desfasamento temporal das variáveis dependentes, impõe algumas restrições quanto ao número mínimo de observações temporais. Por exemplo, Gaud *et al.* (2005) salientam que seria necessário um mínimo de 6 anos consecutivos para que uma empresa (ou país, no nosso caso) fosse incluída. Desta forma, como no caso das séries associadas aos investimentos de raiz, apenas dispomos de dados para 5 anos consecutivos (período 2002-2006), optamos por não utilizar, neste capítulo⁸⁰, este método.

O primeiro método de estimação – *pooled OLS* – consiste em aplicar o método convencional dos MQO a uma regressão combinada, isto é, a uma regressão em que empilhamos as 53 observações dos países, umas em cima das outras, de forma a obter 583 observações (53 países durante os 11 anos da amostra), para cada variável do modelo. Neste tipo de modelo, em que se aplica os MQO à amostra longitudinal, assumimos que todos os coeficientes são constantes ao longo do tempo e entre indivíduos, e, portanto, não é considerada a heterogeneidade individual. Consequentemente, ao não dar conta da heterogeneidade eventualmente existente, este modelo padecerá de um grave erro de especificação e os enviesamentos serão grandes. Além disso, por ignorar a existência de heterogeneidade nos dados, a aplicação do *pooled OLS* não é verdadeiramente um método de estimação em painel.

⁷⁸ Ver, por exemplo, Hsiao (2003) para uma discussão detalhada dos métodos aplicados a dados em painel.

⁷⁹ A sigla OLS é utilizada para designar “*Ordinary Least Squares*”.

⁸⁰ De igual modo, no Capítulo 5, pelas razões aqui apontadas e, pelo facto da análise conduzida ser em tudo semelhante à deste capítulo, só que aplicada às sub-amostras dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento, não iremos adoptar este método.

Em virtude de considerarmos que a nossa amostra apresenta uma grande heterogeneidade individual, uma vez que é composta por um conjunto de países com características muito distintas entre si e, depois de confirmarmos que os resultados de estimação obtidos pelo *pooled OLS* não eram estatisticamente significativos, quando comparados com o MEF, optamos por não apresentar os seus resultados de estimação.

Nestas circunstâncias, iremos evidenciar os resultados de estimação segundo o MEF⁸¹ e o MEA⁸². No primeiro, a heterogeneidade individual e/ou temporal⁸³ é captada pelo termo independente e, no segundo, é medida pelo termo de perturbação.

Apesar de existir, desde logo, uma vantagem em termos de manuseamento computacional ao pressupor-se efeitos fixos e não aleatórios, a escolha entre um e outro método deve ser decidida através da resposta a duas questões: (1) os objectivos do estudo e (2) o contexto dos dados, a forma como foram recolhidos e a envolvente onde foram gerados [Marques (2000)].

Assim, se o que se pretende é efectuar inferência estatística relativamente a uma população, a partir de uma amostra aleatória, os efeitos aleatórios serão a escolha apropriada. Por outro lado, se pretendemos estudar o comportamento de uma unidade individual em concreto (por exemplo, países), então os efeitos fixos são a escolha óbvia, na medida, em que é indiferente considerar-se a amostra como aleatória ou não. Em particular, tal como acontece no nosso caso, quando se está a analisar um grupo de N países, toda a inferência terá de ser condicional em ordem ao grupo específico sob observação.

Consequentemente, no nosso estudo, e de acordo com Gujarati (2006), será de esperar que as estimativas obtidas pelo MEF sejam preferíveis às do MEA, uma vez que iremos trabalhar com uma amostra não aleatória, onde o N (número de países) é superior ao T (número de anos).

⁸¹ O método dos Efeitos Fixos é igualmente conhecido por Análise de Covariância ou por Modelo de Variáveis *Dummies* Individuais. Este modelo também pode ser interpretado como um modelo clássico de regressão. Se o N é suficientemente pequeno, então o modelo poderá ser estimado pelo método dos MQO, com os mesmos regressores e com variáveis *dummies* indicando os diferentes países (para identificar o efeito país), ou os diferentes anos (para identificar o efeito período), ou ambos [Greene (2008)].

⁸² O método dos Efeitos Aleatórios também é conhecido por Modelo de Componentes de Variância.

⁸³ No nosso estudo, uma vez que estamos perante uma amostra não balanceada, apenas é possível estimar os modelos com uma componente de erro ("*one-way error component models*"). Assim, iremos apresentar os resultados considerando como componente de erro a heterogeneidade seccional, ignorando os efeitos temporais não observados.

De qualquer forma, para escolher o modelo apropriado para as nossas equações, iremos utilizar um teste estatístico específico, designado de Teste de Hausman (1978)⁸⁴. Este teste estatístico testa a hipótese nula de que o MEA é apropriado para uma determinada amostra quando comparado com o MEF e permite-nos decidir qual dos dois modelos fornece a melhor estimação. O teste de Hausman permite-nos verificar a presença de correlação entre a heterogeneidade não observada e as variáveis explicativas [Wooldridge (2002)]. Tal consiste na comparação dos coeficientes estimados segundo o modelo dos efeitos fixos e os estimados pelos efeitos aleatórios. A hipótese nula considera que os coeficientes em ambos os modelos são similares. Se os coeficientes diferirem de um modelo para outro, a estimação por efeitos fixos é, simultaneamente, consistente e eficiente. Consequentemente, se não rejeitarmos a hipótese nula, iremos interpretar os resultados obtidos pelo MEA. Caso contrário, se rejeitarmos a hipótese nula, iremos analisar os resultados do MEF.

Ainda, no que respeita à estimação, iremos evidenciar os valores das estatísticas-T, em relação às quais os desvios-padrão foram corrigidos para a heterocedasticidade e covariância com base no método de White (1980)⁸⁵.

Convém, igualmente, salientar que para cada regressão efectuamos várias especificações alternativas, no sentido de tentar avaliar o efeito isolado de algumas variáveis. O problema da multicolineariedade que é, normalmente, reduzido pela utilização de dados em painel, tornou-se evidente nalgumas situações onde a correlação entre as variáveis explicativas era elevada⁸⁶, justificando a apresentação de equações onde essas mesmas variáveis foram excluídas da análise.

⁸⁴ Ver Apêndice 1 para a descrição do Teste de Hausman (1978).

⁸⁵ A violação da hipótese de que os resíduos são homocedásticos tem implicações sérias na inferência efectuada com base nestes resultados. Assim, a aplicação de dados em painel, ignorando a possibilidade de variância dos resíduos não constante, levaria a estimadores cêntricos, consistentes, mas não eficientes. Ver Apêndice 2 para descrição sumária do Teste de White (1980).

⁸⁶ Ver Tabela 4.4 – Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes.

4.4 Especificação do Modelo

Para além da utilização de dados em painel, um outro aspecto que, em nosso entender, nos permite aprofundar a análise feita por Globerman e Shapiro (2005), consiste em adicionar às 4 equações estimadas (duas relativas ao IDE e duas referentes às F&A internacionais) por aqueles autores, mais duas relativas às entradas e saídas dos investimentos de raiz.

Desta forma, iremos introduzir duas novas regressões, para podermos incorporar os determinantes macroeconómicos dos investimentos de raiz, e, consequentemente, iremos estimar 6 conjuntos separados de equações, que obedecem à seguinte forma geral:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PIB}_{it} + \beta_2 \text{CRESCPIB}_{it-1} + \beta_3 \text{IG}_{it} + \beta_4 \text{GA}_{it} + \dots + \beta_4 X_{it} + v_{it} \quad [\text{eq.4.1}]$$

$$\text{Com } v_{it} = \alpha_i + u_{it}$$

$$i = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

Onde Y_{it} representa cada uma das 6 variáveis dependentes descritas atrás, para o país i no ano t , ou seja, os fluxos de entrada e saída de IDE, de F&A internacionais e o número de projectos de investimentos de raiz de que o país i foi destino ou fonte, no ano t ⁸⁷. A variável X representa o vector de variáveis de controlo que medirão as vantagens locais específicas de cada modo de entrada, as quais iremos concretizar no ponto seguinte.

As outras variáveis apresentadas no modelo (PIB – Produto Interno Bruto; CRESCPIB – Taxa de Crescimento Anual do PIB; IG – Índice de Governança e GA – Grau de Abertura) são algumas das variáveis independentes que pretendemos testar, como sendo aquelas que conceptualmente afectam, de igual forma, todos os modos de IDE⁸⁸.

⁸⁷ O modelo é especificado de forma que as variáveis dependentes e o PIB são medidos em logaritmos, com o coeficiente associado a este último medindo a elasticidade das séries relativas ao IDE.

⁸⁸ Ver Tabela 4.3 relativa à descrição das variáveis utilizadas e respectivas fontes.

Neste modelo, α_i representa um termo estocástico específico das unidades (países), de forma que $\alpha_i \sim (0, \sigma_u^2)$. Temos ainda que $E[u_{it}\alpha_i] = 0$ e $E[u_{it}Z_{it}] = 0$, sendo Z_{it} o vector de todas as variáveis explicativas. A existência de correlação entre o efeito individual e os regressores, como já referimos atrás, pode ser detectada através da aplicação do Teste de Hausman (1978), cuja hipótese nula é de não correlação entre α_i e Z_{it} . No caso de existir correlação, a estimação deve ser feita pelo MEF, caso contrário, o MEA é o mais apropriado.

4.4.1 Especificação das Variáveis

Partindo de um enquadramento teórico essencialmente macroeconómico sobre o IDE, no qual as vantagens de localização, associadas às características intrínsecas dos países, assumem um papel de relevo, iremos especificar um conjunto de variáveis explicativas. Neste contexto, os estudos associados aos determinantes de localização do IDE agregado, assim como aqueles que se têm dedicado à investigação da escolha do modo de entrada e, mais, recentemente, os trabalhos sobre os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais, em particular, o trabalho de Globerman e Shapiro (2005), constituirão a base para a fundamentação teórica das nossas variáveis.

Com vista a identificar os factores de localização potencialmente específicos de cada modo de entrada, iremos definir dois grupos distintos de variáveis explicativas: um associado às variáveis comuns a todos os modos de IDE e outro às variáveis específicas das F&A internacionais e dos investimentos de raiz.

4.4.1.1 Variáveis Comuns a todos os Modos de IDE

Entendemos como variáveis comuns a todos os modos, todas aquelas que esperamos que influenciem o IDE, independentemente, da forma de entrada adoptada nos mercados externos.

Desta forma, tal como Rossi e Volpin (2004), iremos incluir na análise a dimensão da economia, utilizando como *proxy* o logaritmo natural do Produto Interno

Bruto (variável PIB), e a sua taxa de crescimento (variável CRESCPIB) como duas variáveis susceptíveis de aumentar o IDE em geral.

Prevê-se que uma dimensão elevada dos mercados é capaz de atrair IDE, devido às economias de escala na produção e na distribuição de bens vendidos nos países alvo. Por outro lado, mercados grandes estão, muitas vezes, associados a economias de aglomeração que reduzem os custos para todos os produtores existentes naquele mercado. Estas vantagens, teoricamente, aumentam a atractividade dos influxos de IDE independentemente do modo de entrada escolhido. Adicionalmente, elevadas dimensões dos mercados alvo implicam que um número relativamente grande de empresas participe na economia e representem potenciais alvos para serem adquiridos.

Simultaneamente, as empresas multinacionais, situadas em economias de grandes dimensões, estão mais propensas a investir no exterior, pelo facto da sua localização numa grande economia doméstica lhes conferir vantagens específicas de propriedade. Nesta medida, Kyrkilis e Pantelidis (2003), ao estudar os determinantes macroeconómicos dos fluxos de saída de IDE, mostram que o produto interno bruto constitui, de facto, o factor mais importante na explicação desses fluxos.

A taxa de crescimento anual do PIB (CRESCPIB) desfasada um período será incluída para capturar futuras oportunidades económicas e a existência de rendas económicas⁸⁹. Especificamente, um rápido crescimento económico pode contribuir para o desequilíbrio nos mercados de inputs e outputs, o qual originará lucros potenciais para os investidores que identifiquem essas oportunidades e possuam recursos para as explorar. Segundo este argumento, muitas vezes designado de “*market-size hyphotesis*” ou “*the growth-driven hypothesis*” [Caves (1996) e Zhang (2001)], o crescimento económico é considerado como um importante factor de atracção na explicação do IDE⁹⁰. Esperamos, assim, que o crescimento da economia esteja positivamente relacionado com as três variáveis que medem os influxos de capitais.

⁸⁹ Especificações alternativas foram consideradas, nas quais testamos esta variável sem qualquer desfasamento e com um desfasamento de dois anos. Todavia, obtivemos resultados idênticos nas três especificações, pelo que optamos, de acordo com Globerman e Shapiro (2005), por estimar esta variável desfasada um período.

⁹⁰ De acordo com a revisão da literatura efectuada no capítulo anterior, vários estudos identificaram um efeito positivo do crescimento económico sobre os fluxos de entrada de IDE, por exemplo, Culem (1988), Serven e Solimano (1993), Billington (1999) e Nonnemberg e Mendonça (2005).

No que respeita à relação entre o crescimento da economia e os fluxos de saída de investimento, Globerman e Shapiro (2005) argumentam e demonstram uma correlação negativa. Segundo estes, uma economia em crescimento atrai não apenas investidores estrangeiros, mas também encoraja as empresas domésticas a investirem localmente.

Na verdade, parece-nos sustentável a ideia de que a taxa de crescimento anual do PIB provoca um aumento da dimensão da economia que irá estimular a produção local. Contudo, à medida que aumenta a produção interna, assiste-se, igualmente, a um agravamento da concorrência nos mercados locais, o qual poderá conduzir à saturação desses mercados. Como resultado, é provável que as empresas locais, por forma a ultrapassar a concorrência que enfrentam nos mercados domésticos, optem pelo investimento externo, em detrimento da produção nacional [Bae e Hwang (1997)]. Parece, de facto, ser esta a tendência observada nos grandes países em desenvolvimento⁹¹, nomeadamente, no caso da China e da Índia, onde o rápido crescimento económico “(...) *lhes está a causar preocupações em termos da falta de recursos e inputs chave para a sua expansão económica.*” [UNCTAD (2006, p. 164)] e, o investimento no exterior aparece aqui como uma estratégia viável. Neste sentido, ao contrário de Globerman e Shapiro (2005), admitimos a hipótese que um rápido crescimento económico, ao provocar um aumento da concorrência e saturação nos mercados locais, induzirá um aumento do investimento realizado no exterior.

Quanto à variável Índice de Governação (IG) é esperado que esta afecte, quer os fluxos de entrada, quer de saída de IDE, tal como salientam Globerman e Shapiro (2005). Esta variável associada à infra-estrutura governamental refere-se ao ambiente político, institucional e legal do país, sendo obtida a partir de um índice composto por uma variedade de factores específicos do país, como sejam, o risco político, as políticas macroeconómicas e reguladoras, o nível de corrupção, etc.

De facto, a qualidade das instituições tem recebido uma atenção crescente na recente literatura sobre o IDE, como sendo um dos determinantes chave na decisão de localização das empresas multinacionais [e.g. Hausmann e Fernández-Arias (2001); Stein e Daude (2002); Amal (2005); Hyun e Kim (2007)]

⁹¹ Segundo as publicações *World Investment Report* (2006, 2007) da UNCTAD, o IDE resultante das economias em desenvolvimento e em transição tem vindo a crescer, atingindo, em 2006, o valor máximo de 193 milhares de milhões de dólares, representando cerca de 17% dos fluxos de saída mundiais de IDE.

Especificamente, espera-se que os países alvo “bem governados” (isto é, com níveis reduzidos de corrupção, de oportunismo e com uma lei bem elaborada) possam atrair mais IDE, comparativamente aos outros países, cujos ambientes governamentais sejam “menos atractivos” para os investimentos privados. De igual modo, países “bem governados” têm maiores probabilidades de gerar empresas com capacidades de serem competitivas nos mercados estrangeiros.

Adicionalmente, espera-se que o índice de governação seja, igualmente, relevante para todos os modos de IDE, nomeadamente, para as F&A e os investimentos de raiz. Por exemplo, no trabalho de Hyun e Kim (2007), os resultados confirmam a importância dos factores institucionais na explicação dos fluxos de F&A internacionais observados entre os países da amostra. Também Evenett (2003) chama a atenção para a importância dos regimes políticos nas F&A internacionais. Segundo o autor, as F&A internacionais nos países industrializados (e nalguns países em desenvolvimento) são, tipicamente, influenciadas por dois tipos diferentes de políticas: as políticas de controlo das fusões e as regulações sectoriais. Em relação aos investimentos de raiz, conforme já tivemos oportunidade de referir no capítulo 3, não se conhecem, até ao momento, estudos que investiguem, de forma explícita, os seus determinantes macroeconómicos. Daí a razão para não evidenciarmos aqui estudos que incorporem os factores institucionais na explicação do IDE de raiz. Todavia, a maioria da literatura sobre IDE reconhece estes factores como sendo importantes na determinação de qualquer uma das formas de entrada nos mercados estrangeiros [e.g. Hausmann e Fernández-Arias (2001); Stein e Daude (2002); Amal (2005)].

À semelhança de trabalhos anteriores [Hausmann e Fernández-Arias (2001); Stein e Daude (2002) e Globerman e Shapiro (2005)], propomos utilizar como indicador do índice de governação, uma medida de grande amplitude que foi, inicialmente, desenvolvida por Kaufmann, Kraay e Zoido-Lobaton (1999) e tem sido, ao longo dos anos, constantemente actualizada e expandida por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (KKM) (2007). Contudo, uma vez que estes autores desenvolveram 6 sub-índices separados para cada uma das medidas governamentais (estabilidade política e segurança, “força” da lei (“*rule of law*”⁹²), participação do cidadão e liberdade de

⁹² A expressão “*rule of law*”, traduzida em português pelos termos “força” da lei ou Estado de Direito, é normalmente adoptada na literatura estrangeira para se referir ao sistema legal e político vigente num país.

expressão, controlo da corrupção, eficiência governativa e qualidade da regulação) e, dado se tratar de índices fortemente correlacionados, torna-se impossível a sua utilização numa única equação. Consequentemente, na estimação utilizaremos uma medida agregada do IG, através do cálculo de uma média aritmética simples desses 6 sub-índices.

Uma outra variável que podemos utilizar como explicativa do IDE é o Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), publicado pelas Nações Unidas. Este índice é composto por 3 sub-índices: PIB *per capita*, nível educacional e esperança de vida à nascença. Enquanto as medidas de saúde e de educação são medidas directas do capital humano, o PIB *per capita* é uma medida de riqueza⁹³ que iremos utilizar, à semelhança de Globerman e Shapiro (2005), como *proxy* do montante de infra-estruturas físicas de um país.

Consequentemente, este índice fornece-nos um indicador do nível de infra-estruturas físicas e humanas existentes num dado país, o qual esperamos que esteja positivamente relacionado com os fluxos de saída de todas as formas de investimento⁹⁴. Isto porque esperamos que estes factores estejam associados com a capacidade das empresas domésticas em gerar vantagens específicas de propriedade, as quais têm sido identificadas como necessárias para a produção internacional [Dunning (1993); Caves (1996)]. Desta forma, iremos incluir esta variável nas três regressões relativas aos fluxos de saída de IDE, de F&A e de investimentos de raiz.

Uma variável que pretendemos adicionar, relativamente ao estudo de Globerman e Shapiro (2005), será o Grau de Abertura ao Exterior (GA), medido pela soma das exportações e importações relativamente ao PIB do país. Esta variável é, muitas vezes, interpretada como uma medida das restrições ao comércio impostas por um país.

⁹³ Vários estudos, nomeadamente o de Rossi e Volpin (2004), recorrem ao PIB *per capita* como *proxy* do nível de riqueza de um país.

⁹⁴ Também no que diz respeito aos fluxos de entrada, seria de esperar um efeito positivo destes factores sobre a capacidade dos países em atrair IDE. Todavia, no nosso estudo, tal como no de Globerman e Shapiro (2005), a variável associada ao IDH nunca se mostrou estatisticamente significativa (excepto quando considerada isoladamente) nas várias equações associadas às entradas de investimento. Deste modo, optamos por não evidenciar esta variável nas tabelas relativas à estimação daquelas regressões (tabelas 4.5 a 4.7). Apenas nas equações associadas às saídas de investimento (tabelas 4.8 a 4.10), reportamos os resultados de estimação onde a variável IDH aparece incluída.

Assim, admitimos a hipótese de que quanto mais aberto for um país ao exterior (logo, com menos restrições ao comércio), maior será a probabilidade das empresas estrangeiras aí investirem, devido à redução dos custos de transacção. De facto, a ideia mais comum⁹⁵ é que um grau de abertura elevado encoraja quer o IDE, quer os fluxos de comércio [e.g. Culem (1988); Lehmann (2002); Janicki e Wunnavva (2004)]. Na verdade, esta variável representa uma boa *proxy* do tipo de relação que um país tem com o exterior, supondo-se que, quanto maior o grau de abertura de um país face ao exterior, maior a sua propensão em facilitar a entrada do investimento externo. Alguns estudos, nomeadamente os de Aminian *et al.* (2005) e Kamaly (2007), referem igualmente a importância desta variável na explicação da actividade de F&A internacionais.

De igual modo, como sustentam Kyrkilis e Pantelis (2003), espera-se que a liberalização das transacções económicas internacionais de um país influencie de forma positiva os fluxos de saída de todas as formas de investimento. Primeiro, porque a ausência de controlo de capitais facilita os investimentos no exterior. Segundo, uma economia orientada para as exportações permite às suas empresas adquirir informação relevante sobre os mercados estrangeiros. Por último, as empresas podem optar por combater a concorrência das importações, através do seu envolvimento nos mercados produtores das suas importações, constituindo o IDE um certo modo de retaliação.

Testamos, ainda, a inclusão no modelo da taxa de inflação vigente em cada país. Todavia, verificamos que apresentava em quase todas as regressões um valor não significativo⁹⁶, pelo que optamos por não a incluir na estimação. Existem, no entanto, estudos, nomeadamente o de Black (2000), onde esta variável parece estar negativamente correlacionada com os fluxos agregados de IDE. Isto porque será de esperar que a taxa de inflação aumente os custos de financiamento de qualquer tipo de investimento.

⁹⁵ Contudo, existem autores que sustentam que o efeito do grau de abertura no IDE é ambíguo, dependendo do tipo de investimento realizado. Por exemplo, se os investimentos são do tipo “*market-seeking*”, as restrições ao comércio podem ter um efeito positivo, resultante da hipótese do “*tariff-jumping*”. Contrariamente, se as empresas multinacionais desenvolvem investimentos orientados para a exportação elas tendem a localizar-se em economias abertas, com poucas restrições ao comércio, uma vez que a protecção ao comércio implica, geralmente, custos de transacção mais elevados associados à exportação [Aminian *et al.* (2005)].

⁹⁶ Apenas nas equações relativas aos fluxos de entrada e saída de IDE agregado e, quando considerada isoladamente com a variável PIB, é que esta variável se mostrava significativa.

Para além das variáveis acabadas de descrever, as quais têm sido consideradas, pela maioria da literatura empírica, como os principais determinantes associados à distribuição geográfica do IDE agregado, outras poderiam ter sido introduzidas. Em particular, a taxa de IRC vigente em cada país e os custos de mão-de-obra constituem alguns desses factores adicionais que, apesar de conceptualmente terem já sido apontados como relevantes na explicação do IDE, não foram estudados empiricamente, neste contexto. Todavia, o grande objectivo do nosso estudo não é investigar os determinantes do IDE agregado, mas sim determinar até que ponto existem factores específicos de cada modo de entrada. Por esta razão e, porque se tornaria complicado, devido à perda de graus de liberdade, a estimação com um número tão grande de variáveis, optamos por não incluir mais variáveis explicativas comuns a todos os modos de IDE.

Na subsecção seguinte, iremos apresentar as variáveis que, potencialmente, poderão ser identificadas como específicas de cada modo de entrada.

4.4.1.2 Variáveis Específicas do Modo de Entrada

Das potenciais variáveis que tornam a entrada via F&A internacionais mais atractiva, as mais óbvias são aquelas que estão associadas à liquidez e à eficiência dos mercados de capitais.

Tal como Globerman e Shapiro (2005), pretendemos utilizar o rácio de capitalização dos mercados de capitais em percentagem do PIB (CAP), como uma das possíveis medidas da liquidez desses mercados e esperamos que, quer as aquisições, quer as vendas de empresas domésticas, estejam positivamente correlacionadas com a liquidez dos mercados. Outros autores, em particular Di Giovanni (2005) e Aminian *et al.* (2005), introduziram também a variável CAP como indicador da dimensão e liquidez dos mercados financeiros e, constataram ambos uma forte correlação positiva entre esta e a actividade de F&A internacionais.

Como medida indirecta da eficiência dos mercados, vamos utilizar, como propõem Rossi e Volpin (2004), o grau de protecção ao investidor (PROTINV), definido como uma interacção entre um índice de direitos dos accionistas e um índice

de “*rule of law*” (“força” da lei). Ambos os índices foram desenvolvidos, inicialmente, por La Porta *et al.* (1998) e, mais tarde, alargados às economias em transição, por Pistor *et al.* (2000).

Segundo Rossi e Volpin (2004), as F&A internacionais podem ser facilitadas por regimes legais e pelo grau de protecção ao investidor, quer nos países investidores, quer nos países alvo. Em particular, La Porta *et al.* (1998) argumentam que os países cujos regimes legais têm como origem a “*common law*” (e não a lei civil) são aqueles que apresentam uma melhor protecção aos accionistas, aos direitos de propriedade e são os mais flexíveis, no que respeita às adaptações resultantes de alterações económicas, oferecendo, assim, uma melhor intermediação financeira.

Desta forma, o regime legal e o grau de protecção aos accionistas de um país têm sido identificados como determinantes críticos do desenvolvimento dos mercados financeiros [La Porta *et al.* (1997, 2000)].

Neste sentido, pensamos que, ao utilizar um índice relativo ao grau de protecção do investidor e uma variável *dummy* associada ao regime legal do país, podemos medir indirectamente a eficiência dos mercados de capitais e, explicar o predomínio da actividade de F&A internacionais (tanto ao nível dos fluxos de entrada, como dos de saída), nos países onde os mercados sejam mais eficientes.

Todavia, verificamos que a introdução da variável *dummy* relativa ao regime legal, a qual assumia o valor um se o país tivesse um regime legal baseado na “*common law*” e zero, caso contrário, não nos permitia estimar as regressões pelo método de efeitos fixos (MEF). Como esta variável assumia, na maioria dos casos, o valor zero, o modelo de efeitos fixos não conseguia capturar a heterogeneidade individual que, neste caso, era muito reduzida. Consequentemente, como a estimação por este método se tornava impraticável, optamos por excluir, da nossa análise, esta variável⁹⁷.

Resumidamente, iremos utilizar duas variáveis susceptíveis de influenciar a actividade de F&A desenvolvida por um país, nomeadamente: 1) a capitalização do mercado de capitais como indicador da liquidez e dimensão dos mercados financeiros e 2) o grau de protecção do investidor, enquanto *proxy* da eficiência desses mercados.

⁹⁷ No modelo de efeitos fixos, a introdução desta variável binária conduzia a uma matriz singular, impossível de estimar. Por outro lado, constatamos que se utilizássemos, em alternativa, o método de efeitos aleatórios, a variável evidenciava, na maioria das regressões, uma estimativa não significativa.

Estas variáveis irão ser adicionadas às 6 equações propostas e esperamos que elas sejam apenas significativas nas regressões relativas aos fluxos de F&A internacionais.

Relativamente à definição das variáveis específicas dos investimentos de raiz, teremos que nos basear nos estudos microeconómicos sobre a escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros.

Na verdade, uma vez que a investigação empírica sobre os determinantes macroeconómicos dos investimentos de raiz é praticamente inexistente⁹⁸, optamos por considerar algumas das variáveis que têm sido incluídas nos estudos realizados, na óptica da empresa, sobre os determinantes da escolha do modo de entrada. A grande maioria destes estudos analisou do ponto de vista das empresas, a preferência destas por um modo de entrada em detrimento do outro. Estes trabalhos apontavam para três tipos de factores associados à escolha do modo de entrada: 1) os específicos das empresas; 2) os específicos da indústria e 3) os específicos dos países. Serão, essencialmente, estes últimos que nos interessam na perspectiva do nosso trabalho.

Segundo Kogut e Singh (1988), os factores culturais podem ser apontados como os determinantes específicos do país que maior impacto terão na escolha entre uma e outra forma de entrada nos mercados estrangeiros. Segundo estes autores, o número de projectos de *greenfields* será tanto maior, quanto maior a distância cultural entre o país alvo e o país investidor. Contrariamente, a actividade de F&A tende a diminuir com a distância cultural, uma vez que o risco associado ao processo de integração pós-fusão será maior.

Nesta linha de ideias, o contexto cultural é interpretado como uma *proxy* do risco do país para a empresa investidora [Shimizu *et al.* (2004)]. Idênticas conclusões foram obtidas por Barkema e Vermeulen (1998), Harzing (2002), Larimo (2003) e mais, recentemente, por Slangen e Hennart (2008)⁹⁹.

Tomando, por base, o trabalho pioneiro de Kogut e Singh (1988) sobre a importância dos factores culturais na decisão do modo de entrada, pretendemos

⁹⁸ Conforme referimos no capítulo anterior, não conhecemos, até ao momento, estudos que tenham investigado, de forma explícita, os determinantes macroeconómicos do IDE de raiz. Os únicos trabalhos de que temos conhecimento e que incorporam os factores específicos do país na explicação deste tipo de IDE, são aqueles que se têm dedicado à investigação, numa óptica da empresa, da decisão do modo de entrada.

⁹⁹ Contudo, estes autores salientam que a preferência pelos investimentos de raiz em países culturalmente distantes é menor, quando as empresas investidoras têm uma reduzida experiência internacional e, quando planeiam atribuir uma grande autonomia à nova filial.

confirmar a evidência anterior de que estes factores estão, de facto, positivamente correlacionados, sobretudo com os investimentos de raiz.

Com este propósito, iremos incluir nas 6 regressões duas variáveis associadas aos factores culturais do país.

Uma diz respeito à distância cultural (DC), a outra está relacionada com a cultura do país quanto ao grau de aversão à incerteza (UA) face às práticas organizacionais e de gestão. Esta última é designada vulgarmente na literatura estrangeira por “*uncertainty avoidance*”.

Admitimos a hipótese de que quanto maior a distância cultural e quanto mais avesso for um país à incerteza, maior será o número de investimentos de raiz, relativamente às F&A internacionais, devido ao risco, nomeadamente o organizacional, em termos do processo de integração de uma gestão estrangeira já existente.

As medidas para ambas as variáveis são resultantes de um trabalho pioneiro de Hofstede (1980), o qual considerava que as diferenças nas culturas nacionais variavam substancialmente ao longo de 4 dimensões (individualismo, masculinidade, distância relativamente ao poder e aversão à incerteza). Desta forma, Hofstede (1980) disponibilizou para uma amostra de 56 países, um índice para cada uma destas dimensões, às quais acrescentou recentemente, para alguns países, uma nova variável cultural relativa à orientação de longo prazo.

Assim sendo, a variável distância cultural (DC) vai ser obtida a partir de um índice composto pelas 4 (ou 5)¹⁰⁰ dimensões culturais desenvolvidas por Hofstede, para cada país da nossa amostra.

A segunda variável associada ao contexto cultural – aversão à incerteza ou, como é conhecida na literatura, “*uncertainty avoidance*” (UA) –, refere-se à tolerância da sociedade perante a incerteza e ambiguidade, nomeadamente à tolerância em aceitar novas práticas de organização e de gestão. Consiste numa das dimensões culturais incluídas no índice de distância cultural (DC) e para a qual iremos utilizar o índice que Hofstede propôs para esta dimensão.

Na tabela 4.3 são apresentadas, de forma pormenorizada, todas as variáveis incluídas na estimação e as respectivas fontes¹⁰¹. Relativamente às variáveis

¹⁰⁰ No caso dos países para os quais Hofstede calculou a quinta variável cultural – Orientação de Longo Prazo.

¹⁰¹ Dada a dimensão desta tabela, optamos por apresentá-la no fim deste capítulo.

independentes, estas estão classificadas em três categorias principais, correspondendo a três níveis de análise.

O primeiro conjunto de variáveis inclui aquelas que traduzem vantagens de localização que são comuns a todos os modos de entrada e explicam de forma indiferenciada o IDE, as F&A internacionais e os Investimentos de Raiz. (IR). Neste grupo estão incluídas, quer as variáveis de localização associadas ao mercado, tais como a dimensão e crescimento da economia e o grau de abertura, quer os factores associados à estabilidade política, institucional e legal do país.

No segundo conjunto evidenciamos as variáveis específicas das F&A internacionais, as quais esperamos que sejam apenas significativas nas equações relativas às F&A e que se encontram relacionadas com a liquidez e a eficiência dos mercados de capitais.

Por último, realçando a importância dos factores culturais neste contexto, apresentamos duas variáveis específicas dos investimentos de raiz, nomeadamente as variáveis ligadas à distância cultural e ao grau de aversão à incerteza de um país.

Desta forma, a inclusão de diferentes variáveis de índole macroeconómica, financeira, institucional e cultural, traduziu-se na formulação de um modelo empírico multidimensional, como o apresentado na equação 4.1.

Na tabela 4.4 apresentamos as médias, os desvios-padrão e os coeficientes de correlação das variáveis independentes. A correlação mais elevada é, sem dúvida, a observada entre o índice de governação (IG) e o índice de desenvolvimento humano (IDH). Constatamos também que o IG apresenta uma correlação significativa com a capitalização do mercado de capitais (CAP) e o grau de protecção ao investidor (PROTINV). Estas correlações elevadas são indicativas do carácter generalista e da amplitude que o IG representa. Por outro lado, observamos, como seria de esperar, uma elevada correlação entre as duas variáveis associadas à distância cultural, o que nos levou a apresentar os resultados de estimação onde as variáveis DC e UA foram consideradas separadamente. Por último, constatamos que a variável CAP, obtida pelo rácio da capitalização do mercado de capitais em percentagem do PIB, estava um pouco relacionada com todas as outras. Na verdade, estando esta variável associada à liquidez dos mercados financeiros e tendo, como denominador, o PIB (o qual entrava, por exemplo, na especificação do GA e do IDH), era de esperar esta associação. Com efeito,

apresentamos, na secção seguinte, os resultados de estimações, onde, por vezes, esta variável foi excluída.

Tabela 4.4 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes

	Média (Desvio- padrão)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
PIB	12,231 (1,419)	1,000								
CRESCPIB	3,675 (3,263)	-0,073	1,000							
IG	71,085 (21,932)	0,173	-0,089	1,000						
IDH	0,853 (0,089)	0,270	-0,147	0,826	1,000					
GA	0,719 (0,554)	-0,342	0,127	0,197	0,159	1,000				
CAP	70,682 (72,022)	0,168	0,041	0,380	0,286	0,400	1,000			
PROTINV	5,734 (1,685)	-0,071	0,066	0,328	0,178	0,399	0,363	1,000		
DC	54,089 (9,147)	0,177	-0,005	-0,313	-0,174	-0,143	-0,183	-0,335	1,000	
UA	63,809 (23,183)	-0,020	-0,154	-0,243	-0,023	-0,422	-0,381	-0,350	0,555	1,000

4.5 Resultados Empíricos

De acordo com a metodologia descrita atrás, apresentamos, nas tabelas 4.5 a 4.10¹⁰², os resultados da estimação com dados em painel das regressões relativas a cada uma das séries de investimento. Com este efeito, reproduzimos os resultados obtidos, quer pelo método dos efeitos fixos (MEF), quer pelo método dos efeitos aleatórios (MEA), corrigidos para a heterocedasticidade usando o método de White (1980).

O teste de Hausman (1978)¹⁰³ testa a hipótese nula de que o MEA é apropriado para uma determinada amostra quando comparado com o MEF e permite-nos decidir qual dos dois modelos fornece a melhor estimação. Assim, por exemplo, na tabela 4.5, quando comparamos a equação (1), estimada pelo MEF, com a equação (9), estimada pelo MEA, verificamos que o valor observado pelo teste de Hausman é de 13,532, sendo o valor crítico da distribuição qui-quadrado para 2 graus de liberdade e a um nível

¹⁰² Dada a dimensão das tabelas, optamos por apresentá-las no fim deste capítulo.

¹⁰³ Ver Apêndice 1 para a descrição do teste.

de significância de 1%, de 11,345. Nestas circunstâncias, como o valor observado é superior ao valor crítico, rejeita-se a hipótese do MEA ser apropriado. Deste modo, iremos interpretar apenas os resultados obtidos pela equação (1), estimada pelo MEF. Será adoptada a mesma metodologia para todas as equações, cabendo-nos interpretar apenas os resultados das regressões que, segundo o teste de Hausman, serão os mais apropriados.

Várias especificações alternativas (algumas para além das reportadas), foram testadas, no sentido de apurar o efeito isolado de algumas das variáveis explicativas.

4.5.1 Estimação das Regressões associadas às Entradas de Investimento Estrangeiro

Os resultados de estimação das três variáveis associadas às entradas de investimento (FDI, IN-F&A e IN-IR¹⁰⁴) estão reportados nas tabelas 4.5 a 4.7.

Uma das principais preocupações na análise destas três tabelas consiste em verificar se as variáveis específicas das F&A e dos investimentos de raiz são estatisticamente significativas nas respectivas equações, e não nas equações dos fluxos agregados de IDE (variável FDI). Isto é, estamos interessados em identificar as variáveis que são específicas destes dois modos de entrada, mas centrando-nos, nesta subsecção, na perspectiva dos países recipientes.

No que respeita às variáveis comuns a todos os modos de entrada (PIB, CRESCPIB, GA, IG) verificamos que a maioria é significativa em quase todas as equações estimadas e com sinal positivo de acordo com esperado. Isto é, quanto maior a dimensão e o ritmo de crescimento económico, assim como o grau de abertura e o índice de governação de um determinado país, maior será capacidade deste em atrair investimentos a partir do exterior, seja por via das F&A, seja dos investimentos de raiz.

São, no entanto, detectadas duas diferenças em relação a estas variáveis quando olhamos para as três tabelas.

¹⁰⁴ Conforme descrito atrás na tabela 4.2, as variáveis FDI e IN-F&A referem-se aos fluxos de entrada de IDE e de F&A internacionais, respectivamente, enquanto a IN-IR respeita ao número de projectos de investimentos de raiz de o país foi destino. Todas as variáveis estão expressas em logaritmos naturais.

Primeira, a variável CRESCPIB (desfasada um ano) parece influenciar de forma positiva as entradas do IDE agregado, mas não via F&A, uma vez que esta variável não é significativa nas equações relativas à variável dependente IN-F&A (tabela 4.6). Apesar deste resultado parecer anômalo, ele está de acordo com o obtido por Globerman e Shapiro (2005, p. 24), os quais sugerem que “(...) *o crescimento do PIB representa o potencial para que as rendas económicas sejam criadas pelo processo de crescimento*”. Todavia, a apropriação de tais rendas pode estar associada, primariamente, ao estabelecimento de novas filiais. Assim, constatamos que a variável CRESCPIB, apesar de não ser significativa nas equações das F&A, é relevante na explicação do IDE agregado e, também, dos investimentos de raiz.

Idênticos resultados foram obtidos por Larimo (2003) que afirmava que o crescimento dos mercados alvo poderia induzir a entrada de novas empresas, encorajando, deste modo, os investimentos de raiz em detrimento das F&A. Mais importante, este resultado parece ir de encontro ao facto de que os investimentos de raiz tendem a constituir o modo preferencial de entrada nos países em desenvolvimento e nas economias em transição¹⁰⁵, em relação aos quais se associam, por norma, elevadas taxas de crescimento económico.

Uma segunda diferença diz respeito aos resultados obtidos nas equações associadas aos investimentos de raiz (tabela 4.7), nas quais as variáveis PIB, CRESCPIB e GA deixam de ter capacidade explicativa quando incluímos, na análise, as duas variáveis associadas à distância cultural (DC e UA).

Em relação às variáveis específicas de cada modo de entrada, constatamos que a variável inerente à capitalização do mercado de capitais (CAP) é significativa em todas as equações. Não obtivemos, assim, evidência para suportar a nossa hipótese de que a capitalização, enquanto indicador da profundidade dos mercados financeiros, fosse específica das F&A internacionais. Contrariamente, a evidência empírica sugere que esta variável afecta de forma positiva e indiferenciada todos os modos de entrada.

Em contrapartida, a variável associada ao índice de protecção do investidor (PROTINV) parece influenciar apenas as entradas de F&A internacionais. Na verdade, quando olhamos para as três tabelas verificamos que esta variável não é significativa nas equações relativas ao IDE agregado e aos investimentos de raiz. A sua significância

¹⁰⁵ Veja-se a este propósito o Capítulo 2.

aparece, unicamente, destacada nas regressões das F&A e quando excluímos do modelo, variáveis como a CAP, DC e UA, com as quais a PROTINV apresenta uma correlação importante^{106,107}. Este resultado sugere-nos que os países que apresentem um elevado índice de protecção do investidor, enquanto medida indirecta da eficiência dos seus mercados, tendem a ser mais propensos a atrair IDE sob a forma de F&A.

Quanto às duas variáveis potencialmente específicas do IDE de raiz, nomeadamente as associadas à distância cultural (DC e UA), encontramos também alguma evidência de que estas assumem um papel importante na explicação deste tipo de investimento. Constatamos, a partir da tabela 4.7, que estas duas variáveis são significativas na explicação dos investimentos de raiz (e não na explicação do IDE agregado e das F&A), mas apenas quando consideradas separadamente. Tal facto, não será de admirar uma vez que a variável UA é uma das dimensões culturais incluídas no índice da DC, apresentando as duas, entre si, uma correlação significativa.

Podemos, assim, afirmar que, isoladamente, as duas variáveis associadas ao contexto cultural contribuem para o aumento dos investimentos de raiz, corroborando a evidência de Kogut e Singh (1988) de que, quanto maior a distância cultural e a aversão à incerteza, maiores serão os riscos associados ao processo de integração pós-fusão, levando as empresas a preferir os investimentos de raiz como modo alternativo de entrada.

Resumidamente, constatamos uma grande correspondência entre as três séries de investimento e as variáveis explicativas comuns a todos os modos de entrada. Na verdade, a dimensão da economia, o seu grau de abertura e de governação influenciam positivamente todos os modos de entrada. Por outro lado, apesar do cuidado que devemos ter na comparação dos coeficientes obtidos para cada uma das três equações, constatamos que os valores estimados são bastante similares para a maioria das variáveis. Uma das diferenças que podemos identificar, diz respeito à influência do crescimento económico, o qual parece afectar, primariamente, as entradas via investimentos de raiz. Quanto à corroboração da hipótese de existirem factores específicos das F&A, não encontramos evidência, tal como Globerman e Shapiro (2005), de que a capitalização do mercado de capitais seja específica das entradas de

¹⁰⁶ Ver tabela 4.4 referente à Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes.

¹⁰⁷ A relação da PROTINV com a CAP sugere que o impacto da protecção ao investidor pode estar, em grande parte, relacionado com o papel que ela desempenha no aumento da liquidez dos mercados.

F&A internacionais. Contudo, constatamos, ainda que com algumas ressalvas, que a variável PROTINV apenas é significativa nas equações das F&A, podendo ser considerada como um factor mais específico desse modo de entrada. No que respeita à existência de factores específicos dos investimentos de raiz, encontramos evidência estatística suficiente que nos permite afirmar que as variáveis associadas à distância cultural e à aversão ao risco, quando consideradas separadamente, aumentam a probabilidade dos investimentos estrangeiros serem realizados através do estabelecimento de novas filiais nos países recipientes.

Em seguida, passaremos à análise das três equações relativas às saídas de investimento. Neste caso, a análise vai recair nas características dos países de origem que poderão influenciar a propensão destes em realizar IDE, em particular, a sua propensão em estabelecer empresas de raiz ou em adquirir empresas já existentes, nos mercados estrangeiros.

4.5.2 Estimação das Regressões associadas às Saídas de Investimento para o Estrangeiro

Os resultados básicos para as três variáveis associadas às saídas de investimento (FDO, OUT-F&A, OUT-IR¹⁰⁸) estão reportados nas tabelas 4.8 a 4.10.

Existe uma simetria considerável entre as regressões relativas às entradas e às saídas de investimento, no que respeita às variáveis associadas à dimensão dos mercados (PIB) e ao índice de governação (IG). Constatamos, assim, que as grandes economias observam, quer mais fluxos de saída, quer de entrada, independentemente da forma de investimento adoptada. De igual modo, países “bem governados” encorajam não apenas as multinacionais estrangeiras a estabelecer filiais nesses países, como também facilitam o crescimento de multinacionais domésticas que depois estabelecem as suas próprias filiais no exterior.

¹⁰⁸ Conforme descrito atrás na tabela 4.2, as variáveis FDO e OUT-F&A referem-se aos fluxos de saída de IDE e de F&A internacionais, respectivamente, enquanto a OUT-IR respeita ao número de projectos de investimentos de raiz de que o país foi origem. Todas as variáveis estão expressas em logaritmos naturais.

Todavia, centrando ainda a nossa análise nas variáveis comuns a todos os modos de IDE, são detectadas algumas diferenças quando comparamos estes resultados com os obtidos na estimação das regressões associadas às entradas de investimento estrangeiro (tabelas 4.5 a 4.7).

Uma primeira diferença relaciona-se com a variável CRESCPIB, a qual apresenta um efeito positivo e significativo nas equações do FDO e das OUT-F&A (tabelas 4.8 e 4.9, respectivamente), mas não nas equações dos OUT-IR (tabela 4.10). Esta relação positiva, contrária à obtida por Globerman e Shapiro (2005), vem suportar a nossa hipótese de que um país com uma taxa de crescimento (desfasada um ano) elevada, acaba por estimular as multinacionais domésticas a investirem no exterior, de forma a compensar a saturação que enfrentam nos seus mercados locais. Por outro lado, constatamos que as empresas provenientes de países com elevados ritmos de crescimento, preferem as F&A como modo de entrada no exterior. Se um elevado crescimento do PIB atrai, pelo menos numa primeira fase, investimentos via *greenfields*, impulsiona, por outro, as suas empresas a expandir-se para o exterior através das F&A, talvez por ser esta a forma mais rápida de concretizar as suas vantagens de internacionalização. De facto, segundo a publicação *World Investment Report* (2006) da UNCTAD, parece ser esta a evidência das grandes economias em desenvolvimento como, por exemplo, da China e da Índia.

Adicionalmente, identificamos, ao nível da variável associada ao grau de abertura (GA), uma outra diferença. Contrariamente às equações das entradas de capitais, nas quais esta variável exercia um impacto positivo sobre as três séries de investimento, ao nível das regressões associadas às saídas, o GA tem apenas capacidade para explicar o IDE agregado (série FDO – tabela 4.8), evidenciando, no entanto, um sinal positivo de acordo com o esperado. Ou seja, tal como no estudo de Kyrkilis e Pantelis (2003), a evidência sugere que quanto mais aberto for um país relativamente ao exterior, maior será o investimento estrangeiro que este realizará. Todavia, quando desagregamos o IDE nas suas principais componentes, não encontramos evidência de que o grau de abertura afecta, directamente, as compras de empresas e o estabelecimento de novas filiais no exterior. Isto é, apesar da variável GA se mostrar significativa na explicação dos fluxos de saída do IDE agregado, os resultados sugerem

que esta não é, suficientemente, importante para justificar a preferência das empresas por um modo particular de entrada.

Por último, os resultados obtidos sugerem (ao contrário do que acontecia ao nível da estimação das equações relativas às entradas de investimento¹⁰⁹) que o índice de desenvolvimento humano (IDH) exerce um efeito positivo e significativo nas três regressões associadas às saídas de investimento. Desta forma, concluímos que as empresas localizadas em países dotados de boas infra-estruturas físicas e humanas têm uma maior capacidade em gerar vantagens específicas de propriedade, necessárias à produção internacional.

Quanto às variáveis específicas das F&A internacionais, encontramos evidência que nos permite afirmar que a profundidade dos mercados de capitais, medida pela variável CAP, exerce um efeito positivo e significativo nas equações do FDO e das F&A (tabelas 4.8 e 4.9). Consequentemente, pelo menos no que respeita aos fluxos de saída, a capitalização parece estimular as empresas a investirem no exterior, sobretudo através das F&A internacionais. No entanto, não podemos considerar esta variável como específica das F&A, uma vez que ela também é significativa nas equações do FDO.

Quanto à segunda variável específica das F&A – PROTINV – observamos que esta é significativa e com sinal positivo de acordo com o esperado nas equações das F&A (e não nas equações do FDO), mas apenas quando excluímos da análise as variáveis CAP, DC e UA (equações 3 e 4 da tabela 4.9). Por outro lado, observamos que nas equações (6), (7) e (8) da tabela 4.10 relativas aos investimentos de raiz, a PROTINV também é significativa, mas com sinal negativo. Ou seja, ambos os resultados corroboram a nossa hipótese de que quanto maior o grau de protecção ao investidor que um país apresenta, maior é a probabilidade das empresas aí localizadas investirem no exterior através das F&A, ao invés do IDE de raiz. Encontramos, assim, alguma evidência de que esta variável seja específica das F&A.

De forma simétrica aos resultados obtidos nos modelos relativos às entradas, verificamos que as variáveis associadas à distância cultural (quando consideradas

¹⁰⁹ Como referimos anteriormente, em relação às três regressões associadas aos fluxos de entrada de investimento, esta variável mostrou-se sempre (excepto quando considerada isoladamente) não significativa. Este facto levou-nos a não incluir o IDH nas tabelas relativas aquelas regressões (tabelas 4.5 a 4.7).

separadamente), apenas são significativas quando a variável dependente é a OUT-IR (tabela 4.10). Este resultado sustenta a hipótese, por nós levantada, de que, quando a distância cultural e a aversão ao risco são elevadas, as empresas, apesar de investirem menos de uma forma geral, tendem a fazê-lo, preferencialmente, via investimentos de raiz. Com base na evidência empírica obtida, podemos afirmar, com algumas ressalvas, que estas variáveis são específicas dos investimentos de raiz, corroborando a nossa hipótese.

Em termos de síntese, podemos afirmar que, de uma forma geral, existe alguma simetria com as regressões associadas às entradas de IDE, de F&A e de investimentos de raiz. Todavia, obtivemos evidência de que o IDH é apenas significativo na explicação das saídas das várias formas de investimento. Além disso, no que respeita à variável associada ao crescimento da economia, os dados sustentam uma ideia contrária à de Globerman e Shapiro (2005), no sentido de que as economias com um ritmo de crescimento acelerado tendem a investir mais no exterior, mas fazem-no, essencialmente, recorrendo às F&A.

Por outro lado, ainda que com algumas limitações, encontramos evidência de que o grau de protecção do investidor e as variáveis associadas à distância cultural (embora quando estas entram, nas regressões, em separado) podem ser considerados como determinantes específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, respectivamente. O mesmo já não é verdade para a variável associada à capitalização do mercado de capitais, a qual se mostrou significativa, não só nas regressões dos fluxos de saída de F&A internacionais, mas também nas associadas aos fluxos agregados de IDE.

4.6 Conclusões

O objectivo deste estudo consistiu na identificação de potenciais factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, nomeadamente das F&A internacionais e dos investimentos de raiz. Para isso comparamos os determinantes das entradas e saídas das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, com os determinantes dos fluxos agregados de IDE. Ao fazer isto, verificamos se existiam ou não factores específicos a cada modo de entrada.

Procuramos estender a análise efectuada por Globerman e Shapiro (2005), na qual os autores estimaram unicamente os determinantes de localização específicos das F&A internacionais. Simultaneamente, adoptamos uma metodologia diferente, ao introduzir um modelo de dados em painel onde combinamos uma amostra *cross-section* de 53 países com um horizonte temporal de 11 anos, compreendido entre 1996-2006.

De uma forma geral, podemos dizer que existe um conjunto de variáveis que são importantes na explicação de qualquer uma das formas de investimento, seja ao nível dos fluxos de entrada, seja dos de saída. Concretizando, a dimensão da economia, o grau de abertura e o índice de governação estão, na maioria das equações, correlacionados positivamente com as variáveis dependentes associadas às entradas e saídas de investimento. Adicionalmente, os valores dos coeficientes destas variáveis são muito semelhantes em cada conjunto de equações. No que respeita apenas às equações associadas às saídas de investimento, observou-se igualmente uma relação positiva entre o índice de desenvolvimento humano e as três séries de investimento (FDO, OUT-F&A e OUT-IR).

Parece, então, existir uma grande similitude entre os principais factores de atracção e de impulsão dos fluxos de investimento directo no exterior. Este resultado está de acordo com a evidência empírica, na qual se constata que os fluxos de entrada e saída de IDE tendem a evoluir, conjuntamente, quer ao longo dos países, quer ao longo dos anos. De facto, os países que mais investem no exterior, como é o caso dos Estados Unidos da América, do Reino Unido, da França e da Alemanha são, na maioria das vezes, os principais recipientes de IDE¹¹⁰.

Existem, no entanto, algumas diferenças entre os resultados das F&A, dos investimentos de raiz e do IDE agregado. Em particular, e, de acordo com Globerman e Shapiro (2005), observamos que o crescimento económico constitui um determinante importante na atracção de IDE, sobretudo quando este assume a forma de investimentos de raiz. Pelo contrário, este crescimento tende a impulsionar o aumento dos fluxos de saída, ou seja, dos investimentos realizados pelas empresas nacionais no exterior, principalmente via F&A. Por outras palavras, um país que observe um rápido crescimento económico tende a ser alvo, pelo menos numa primeira fase, de investimentos estrangeiros através do estabelecimento de novas filiais. Na verdade,

¹¹⁰ Veja-se a este propósito o Capítulo 2.

parecer ser este o cenário actual, onde os países em desenvolvimento e as economias em transição – países caracterizados por elevados ritmos de crescimento – têm sido os principais alvos de atracção deste tipo de IDE. Ao invés, um ritmo de crescimento elevado irá incentivar as empresas domésticas a investirem no exterior, preferencialmente, sob a forma de aquisições de empresas estrangeiras.

Quanto ao modo de entrada, podemos afirmar, embora com algumas limitações, que a variável associada ao grau de protecção do investidor é importante na explicação, quer dos fluxos de entrada, quer dos de saída de F&A. Este resultado, obtido quando excluímos das regressões das F&A, variáveis como a capitalização e as associadas à distância cultural, sugere-nos que o grau de protecção do investidor poderá, em certa medida, impulsionar as F&A e constituir, assim, um factor específico a este modo de IDE, contrariamente à evidência obtida por Globerman e Shapiro (2005). Mais, em algumas das equações associadas às saídas do IDE de raiz, observamos que esta variável figurava como significativa, mas com sinal negativo, sugerindo que quanto maior a protecção ao investidor que um país oferece, menor a probabilidade das empresas desse país preferirem os investimentos de raiz no exterior face às F&A internacionais.

Todavia, no que diz respeito à variável associada à capitalização do mercado de capitais, não encontramos qualquer evidência de que esta variável seja específica das F&A internacionais.

Adicionalmente, observamos que as duas variáveis associadas à distância cultural, quando consideradas separadamente, influenciam de forma positiva a probabilidade das empresas optarem pelos investimentos de raiz. Desta forma, podemos afirmar, com alguma segurança, que estas duas variáveis desempenham um papel de relevo na escolha dos investimentos de raiz como modo preferencial de entrada de IDE.

Em termos gerais, a análise das semelhanças e diferenças entre os dois principais modos de entrada de IDE, permite-nos concluir que os países com elevado grau de protecção ao investidor apresentam uma maior propensão para o IDE via F&A, enquanto países com um elevado grau de distância cultural e de aversão à incerteza, tendem a preferir o IDE de raiz. Convém, salientar que este resultado é válido, quer ao nível da análise dos países de origem, quer dos recipientes.

Assim sendo, a investigação das características específicas dos países (quer de origem, quer recipientes) ao possibilitar, em certa medida, a classificação destes, em termos da sua maior propensão para um determinado tipo de IDE, ajudará os gestores na tomada de decisão quanto à forma de investimento que devem adoptar nos mercados externos.

Para além disso, as descobertas deste artigo têm importantes implicações políticas, quer para os países recipientes, quer para os de origem. Instituições estáveis e uma política aberta ao comércio podem contribuir significativamente para atrair mais IDE (independentemente da forma de entrada escolhida) e, simultaneamente, facilitar os investimentos no exterior realizados pelas empresas domésticas. Tal facto, poderá sugerir que os governos deverão focar-se mais nos fundamentos de longo prazo, em vez de reformas políticas de curto prazo. Também o desenvolvimento dos mercados financeiros parece assumir um papel crucial no IDE, em particular nas F&A internacionais. Deste modo, uma vez que os governos da maioria dos países estão empenhados na promoção de políticas que visem incentivar, quer as entradas, quer as saídas do seu IDE, os determinantes específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, devem ser tomados em consideração como importantes variáveis políticas.

Em termos gerais, podemos concluir que a introdução de dados em painel face à análise efectuada por Globerman e Shapiro (2005) permitiu-nos obter evidências, do nosso ponto de vista, mais conclusivas no que respeita aos determinantes específicos de cada modo de entrada.

Constituindo, este estudo, um primeiro passo na análise dos determinantes macroeconómicos associados à escolha do modo de entrada, mais investigação será, no entanto, necessária. Um dos aspectos importantes que não nos foi possível investigar, quer devido ao número de observações ser distinto para as várias regressões, quer ao facto das variáveis dependentes não serem directamente comparáveis entre si, foi a magnitude dos efeitos das variáveis independentes e a sua comparação entre as várias séries de investimento. Desta forma, relacionada com os aspectos metodológicos, em particular com as limitações observadas ao nível das várias fontes de dados sobre IDE, torna-se necessária uma maior investigação, por forma a melhor compreender os determinantes macroeconómicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz,

nomeadamente, a sua magnitude, constituindo um dos aspectos relevantes a ser objecto de investigação futura.

Seria, igualmente, de grande interesse, estimar estas equações utilizando um modelo dinâmico com uma estrutura desfasada. Contudo, num painel como o nosso que dispõe de um reduzido horizonte temporal, esta metodologia não seria a mais apropriada.

Por último, uma outra questão que parece merecer a nossa atenção consiste em averiguar, se os determinantes das três séries de investimento (IDE agregado, F&A internacionais e investimentos de raiz) mantêm, ou não, a mesma estrutura quando se analisa, separadamente, os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento. Na verdade, tendo em consideração o actual contexto do IDE, no qual se tem vindo a assistir a um aumento da importância dos países em desenvolvimento e das economias em transição neste tipo de investimento, parece-nos pertinente investigar os determinantes dos fluxos de IDE, seja por via das F&A, seja dos investimentos de raiz, no caso particular destas economias.

Neste sentido, no capítulo seguinte, iremos aprofundar a análise dos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, dividindo, a nossa amostra, em dois grupos distintos: países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

TABELAS

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Dependentes		
FDI	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
FDO	Logaritmo natural dos fluxos de saída de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
IN-F&A	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos), isto é, das vendas de empresas nacionais a investidores estrangeiros.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
OUT-F&A	Logaritmo natural dos fluxos de saída de F&A (em milhões de Dólares americanos), isto é, das compras de empresas estrangeiras efectuadas pelas empresas nacionais.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
IN-IR	Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que o país foi destino.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>World Investment Report</i> , Geneva: United Nations, para vários anos.
OUT-IR	Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que o país foi origem.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>World Investment Report</i> , Geneva: United Nations, para vários anos.

(Continua)

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Independentes Comuns a todos os Modos de IDE		
PIB	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto a preços correntes (em milhões de Dólares americanos).	International Monetary Fund (2007), <i>World Economic Outlook Database 2007</i> , disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata [consultado em 14/01/2008]
CRESCPIB	Taxa de crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB). Produto Interno Bruto a preços constantes de 2000 (em milhões de Dólares americanos).	World Bank, <i>World Development Indicators On-line</i> , disponível em http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0..contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html . [consultado em 18/02/08]
GA	Grau de Abertura ao Exterior. Foi obtido a partir do seguinte rácio: (Exportações + Importações)/PIB. Todas as variáveis estão definidas em milhões de Dólares americanos e a preços correntes.	International Monetary Fund (2007), <i>World Economic Outlook Database 2007</i> , disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata [consultado em 14/01/2008]
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano composto por 3 sub-índices: 1) PIB <i>per capita</i> , 2) Educação e 3) Esperança de vida à nascença. Este índice, publicado pelas Nações Unidas, não cobre o caso particular de Taiwan.	United Nations, <i>Human Development Report</i> , para vários anos, disponível em http://hdr.undp.org/en/ [consultado em 14/01/2008]

(Continua)

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Independentes Comuns a todos os Modos de IDE		
IG	Índice de Governança utilizado como <i>proxy</i> do ambiente político, institucional e legal de um país. Este índice foi obtido a partir da média aritmética de 6 sub-índices, estimados por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (KKM), os quais correspondem às dimensões-chave da governação, nomeadamente: 1) estabilidade política e segurança; 2) eficiência governativa; 3) qualidade da regulação; 4) “força” da lei (“<i>rule of law</i>”); 5) controlo da corrupção e 6) participação do cidadão e liberdade de expressão. O índice está definido numa escala de 0 a 100, correspondendo o valor máximo a um país com IG elevado, i.e., “bem governado”. Este índice só apresenta valores para os anos de 1996, 1998, 2000, 2002 e depois, sucessivamente, até 2006. Como os valores são muito estáveis ao longo de todo o período de análise, assumimos para os anos em falta, os valores observados nos anos imediatamente anteriores.	Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (2007), “Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006”, World Bank Policy Research Working Paper Series, WP 4280, disponível em http://info.worldbank.org/governance/wgi2007/ [consultado em 23/03/2008]

(Continua)

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Independentes Específicas das F&A internacionais		
CAP	Rácio de Capitalização do Mercado de Capitais em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB). A base de dados utilizada não disponibiliza informação para o caso particular de Taiwan e, em relação a alguns países, não se encontrava disponível informação para o ano de 2006.	Para o período de 1996-2000: World Bank, <i>World Development Indicators</i> (1998-2002), Washington, D.C.: The World Bank. Para o período de 2001-2006: World Bank, <i>World Development Indicators On-line</i>, disponível em http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html [consultado em 18/01/2008]
PROTINV	Índice de Protecção do Investidor foi desenvolvido, inicialmente, por La Porta <i>et al.</i> (1998) e, mais tarde, estendido às economias em transição, por Pistor <i>et al.</i> (2000), como sendo uma interacção de um índice de direitos dos accionistas e um índice da “força” da lei (“<i>rule of law</i>”). Para os anos mais recentes, este índice é disponibilizado pela publicação <i>Doing Business</i> do World Bank. Assume, valores compreendidos entre 0 e 10, sendo o valor 0 representativo de uma reduzida protecção ao investidor e o valor 10 indicativo da protecção máxima que um país pode oferecer aos investidores. Contudo, esta publicação só disponibiliza informação a partir de 2004, inclusive.	World Bank, <i>Doing Business</i> (2005-2007), disponíveis em http://www.doingbusiness.org/CustomQuery/ [consultado em 04/03/08].

(Continua)

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Independentes Específicas das F&A internacionais		
PROTINV	Adicionalmente, como os índices fornecidos por La Porta <i>et al.</i> (1998) e pelo World Bank não são directamente comparáveis, devido à utilização de diferentes metodologias, tivemos que optar por uma das fontes. Deste modo, decidimos utilizar os dados fornecidos pelo World Bank, uma vez que esta fonte disponibiliza informação para os anos mais recentes, ao contrário de La Porta <i>et al.</i> (1998). Para os anos em falta, assumimos os valores do último ano para os quais dispúnhamos de informação, uma vez que os valores deste índice são muito estáveis ao longo do tempo.	

(Continua)

Tabela 4.3 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
Variáveis Independentes Específicas dos Investimentos de Raiz		
DC	Distância Cultural é um índice composto, desenvolvido por Hofstede (1980), que incorpora 4 dimensões culturais associadas a cada país: 1) Masculinidade; 2) Distância ao Poder; 3) Aversão à Incerteza (“<i>Uncertainty Avoidance</i>”) e 4) Individualismo. Recentemente, Hofstede calculou para alguns países, uma quinta dimensão cultural – Orientação de Longo Prazo. Desta forma, o índice de Distância Cultural foi construído, a partir da média aritmética simples dos 4 (ou 5, consoante os países) índices relativos às dimensões culturais. A informação não se encontra disponível para três países da nossa amostra: Croácia, Eslovénia e Egipto. Todavia, no caso do Egipto, assumimos o valor observado para o Mundo Árabe, do qual este país faz parte.	Hofstede (1980), <i>Culture’s Consequences: International Differences in Work-Related Values</i>, Beverly Hills CA: Sage Publications. Os valores dos índices estão disponíveis em http://www.geert-hofstede.com/ [consultado em 07/03/2008].
UA	Aversão à incerteza (“<i>Uncertainty Avoidance</i>”). Esta variável é considerada uma das dimensões culturais propostas por Hofstede (1980) e faz parte do índice de Distância Cultural. A informação não se encontra disponível para três países da nossa amostra: Croácia, Eslovénia e Egipto. Todavia, no caso do Egipto, assumimos o valor observado para o Mundo Árabe, do qual este país faz parte.	Hofstede (1980), <i>Culture’s Consequences: International Differences in Work-Related Values</i>, Beverly Hills CA: Sage Publications. O valor deste índice está disponível em http://www.geert-hofstede.com/ [consultado em 07/03/2008].

Resultados de Estimação

As tabelas 4.5 a 4.10 que a seguir apresentamos reportam as regressões das variáveis dependentes, relativas às entradas e saídas de investimento estrangeiro, contra um conjunto de variáveis explicativas. Estas tabelas apresentam os resultados estimados pelo Método dos Efeitos Fixos (MEF) e pelo Método dos Efeitos Aleatórios (MEA). Evidenciam a Estatística F e o R^2 Ajustado, enquanto indicadores da qualidade de ajustamento das regressões. Reportam, igualmente, o Teste de Hausman (1978), o qual testa H_0 : efeitos aleatórios são consistentes e eficientes, *versus* a H_1 : efeitos aleatórios são inconsistentes, em ordem a escolher o modelo apropriado para cada regressão. Os valores entre parêntesis são as Estatísticas-T corrigidas para a heterocedasticidade usando o método de White (1980).

Tabela 4.5 - Regressão da Variável dependente FDI

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-5,880 (-0,975)	-5,510* (-3,463)	-3,691*** (-1,926)	-4,915* (-2,575)	-4,653** (-2,336)	-7,042*** (-1,699)	-9,776 (-1,539)	-9,919 (-1,542)	-1,835** (-2,166)	-2,648* (-3,194)	-1,659*** (-1,789)	-2,473* (-2,836)	-1,649*** (-1,889)	-1,385 (-1,286)	-1,337 (-1,298)	-1,371 (-1,243)
PIB	0,905* (6,962)	0,856* (6,534)	1,049* (7,947)	0,867* (6,519)	0,713* (5,167)	0,634* (2,882)	0,626* (3,178)	0,599* (2,616)	0,727* (10,691)	0,779* (11,803)	0,778* (11,275)	0,781* (11,833)	0,724* (10,969)	0,705* (9,929)	0,703* (10,338)	0,702* (9,486)
CRESCPIB	0,019*** (1,656)	0,020*** (1,667)	0,024** (1,998)	0,025** (2,083)	0,020*** (1,818)	0,018 (1,502)	0,019*** (1,656)	0,018 (1,512)	0,030* (2,727)	0,021*** (1,909)	0,030* (2,728)	0,021*** (1,918)	0,017 (1,546)	0,020*** (1,818)	0,020*** (1,805)	0,020*** (1,807)
IG	0,040* (4,444)	0,042* (4,667)		0,042* (4,657)	0,044* (4,889)	0,046* (4,554)	0,044* (4,411)	0,045* (4,091)	0,019* (4,751)	0,015* (3,746)		0,016* (3,181)	0,015* (3,745)	0,015* (2,998)	0,015* (3,746)	0,015* (3,010)
GA		0,826* (3,177)		0,829* (3,189)	0,662** (2,244)	0,497*** (1,651)	0,504*** (1,702)	0,502*** (1,662)		0,706* (4,468)		0,743* (4,476)	0,591* (3,320)	0,568* (3,156)	0,561* (3,049)	0,557* (2,886)
PROTINV			-0,113 (-0,475)	-0,131 (-0,565)	0,113 (0,428)	0,102 (0,383)	0,073 (0,271)	0,078 (0,289)			0,103 (1,561)	-0,050 (-0,769)	-0,067 (-1,063)	-0,060 (-0,896)	-0,061 (-0,924)	-0,061 (-0,910)
CAP					0,004* (3,524)	0,004* (3,576)	0,004* (3,423)	0,004* (3,458)					0,003* (2,955)	0,003* (2,967)	0,003* (2,989)	0,003* (2,985)
DC						0,062 (0,602)		0,027 (0,227)						-0,001 (-0,083)		0,001 (0,067)
UA							0,101 (0,808)	0,085 (0,586)							-0,001 (-0,249)	-0,001 (-0,167)
R ² Ajustado	0,746	0,750	0,736	0,750	0,765	0,744	0,744	0,743	0,219	0,252	0,196	0,250	0,277	0,265	0,265	0,262
Est. F	31,380*	31,544*	29,950*	30,956*	31,254*	27,335*	27,358*	26,822*	54,360*	48,986*	47,286*	38,971*	34,817*	27,208*	27,170*	23,568*
T. Hausman									13,532*	12,921**	6,050	12,602**	17,066*	17,062**	17,270**	17,312**
N	571	571	571	571	531	509	509	509	571	571	571	571	531	509	509	509

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (9), (10), (12), (13), (14), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (1), (2), (11), (4), (5), (6), (7) e (8).

Tabela 4.6 - Regressão da Variável Dependente IN-F&A

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-8,429* (-3,573)	-8,061* (-3,451)	-6,611** (-2,362)	-7,350* (-2,605)	-5,306*** (-1,752)	-5,739 (-0,954)	-19,049** (-2,047)	-18,277*** (-1,954)	-5,195* (-6,027)	-5,892* (-6,439)	-5,251* (-5,241)	-5,962* (-6,369)	-4,870* (-5,254)	-3,967* (-3,735)	-4,161* (-4,108)	-3,918* (-3,682)
PIB	1,141* (5,881)	1,017* (5,297)	1,224* (6,375)	1,032* (5,292)	0,799* (3,859)	0,843* (2,602)	0,540*** (1,888)	0,688** (2,054)	0,905* (13,116)	0,954* (13,068)	0,978* (13,041)	0,952* (13,222)	0,875* (12,324)	0,869* (12,069)	0,841* (12,368)	0,866* (11,703)
CRESCPIB	-0,002 (-0,118)	-0,011 (-0,647)	0,002 (0,117)	-0,011 (-0,647)	-0,010 (-0,588)	-0,009 (-0,563)	-0,002 (-0,117)	-0,001 (0,006)	-0,001 (-0,062)	-0,006 (-0,374)	-0,001 (-0,063)	-0,006 (-0,375)	-0,009 (-0,563)	-0,007 (-0,467)	-0,008 (-0,534)	-0,007 (-0,466)
IG	0,030** (2,143)	0,033**		0,033** (2,537)	0,042* (2,997)	0,039** (2,573)	0,039* (2,786)	0,034** (2,267)	0,025* (4,989)	0,022* (5,496)		0,022* (4,396)	0,021* (4,210)	0,020* (4,975)	0,021* (5,251)	0,020* (4,987)
GA		1,370* (3,577)		1,375* (3,590)	1,251* (2,805)	1,241** (2,457)	1,008** (2,163)	1,174** (2,325)		0,411** (2,258)		0,384** (2,010)	0,107 (0,538)	0,120 (0,632)	0,041 (0,216)	0,102 (0,507)
PROTINV			0,128** (1,969)	0,120*** (1,765)	0,100*** (1,667)	0,118 (1,616)	0,119 (1,627)	0,124 (1,598)			0,162** (2,418)	0,105 (1,567)	0,013 (0,209)	-0,001 (-0,016)	0,011 (0,186)	0,001 (0,016)
CAP					0,002** (1,972)	0,002** (1,974)	0,002** (1,988)	0,002** (1,979)					0,003* (2,955)	0,003* (2,947)	0,003* (2,952)	0,003* (2,451)
DC						0,005 (0,033)		-0,148 (-0,850)						-0,013 (-1,182)		-0,012 (-0,923)
UA							0,281 (1,527)	0,372 (1,596)							-0,003 (-0,751)	-0,001 (-0,198)
R ² Ajustado	0,662	0,669	0,691	0,690	0,670	0,666	0,667	0,667	0,281	0,281	0,227	0,283	0,324	0,332	0,343	0,338
Est. F	21,657*	21,979*	21,381*	21,564*	20,200*	19,460*	19,599*	19,257*	76,606*	57,789*	57,752*	46,758*	44,105*	37,775*	39,622*	34,149*
T. Hausman									5,174	13,410*	9,374**	13,380*	13,613**	14,233**	21,216*	20,907*
N	581	581	581	581	540	520	520	520	581	581	581	581	540	520	520	520

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (10), (11), (12), (13), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (9), (2), (3), (4), (5), (6), (7) e (8).

Tabela 4.7 - Regressão da Variável Dependente IN-IR

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-4,437*	-3,901**	-4,311*	-3,589**	-2,057	-16,053***	-10,065	-18,992***	-2,017*	-2,657*	-2,469*	-2,642*	-2,502*	-3,226*	-2,078**	-2,845*
	(-2,712)	(-2,384)	(-3,128)	(-2,094)	(-1,113)	(-1,855)	(-1,224)	(-1,835)	(-2,861)	(-3,785)	(-3,396)	(-3,639)	(-3,237)	(-3,414)	(-2,234)	(-2,998)
PIB	0,717*	0,646*	0,728*	0,655*	0,586*	0,129	0,496*	0,124	0,544*	0,584*	0,536*	0,585*	0,578*	0,558*	0,576*	0,522*
	(6,639)	(5,819)	(6,679)	(5,796)	(4,688)	(0,418)	(3,081)	(0,401)	(7,967)	(10,814)	(9,745)	(10,833)	(9,965)	(8,956)	(9,442)	(8,156)
CRESCPIB	0,019***	0,017***	0,019***	0,017***	0,018***	0,013	0,015	0,015	0,032*	0,022**	0,033*	0,022**	0,022**	0,022**	0,022**	0,023**
	(1,909)	(1,711)	(1,902)	(1,695)	(1,636)	(1,182)	(1,502)	(1,364)	(3,556)	(2,443)	(3,667)	(2,445)	(2,441)	(2,395)	(2,210)	(2,298)
IG	0,029**	0,030*		0,030*	0,033*	0,030**	0,033**	0,033**	0,016*	0,015*		0,016*	0,018*	0,016*	0,017*	0,017*
	(2,636)	(2,727)		(2,721)	(2,747)	(2,308)	(2,538)	(2,536)	(3,989)	(3,752)		(3,987)	(4,488)	(4,023)	(5,667)	(4,221)
GA		0,525**		0,531**	0,207	0,024	0,151	0,011		0,536*		0,540*	0,532*	0,520*	0,493*	0,384**
		(2,283)		(2,309)	(0,661)	(0,070)	(0,458)	(0,032)		(4,323)		(4,154)	(3,410)	(3,291)	(2,988)	(2,299)
PROTINV			-0,056	-0,068	-0,125	-0,144	-0,166	-0,162			0,029	-0,005	-0,010	0,012	-0,018	0,005
			(-0,523)	(-0,636)	(-0,968)	(-1,099)	(-1,221)	(-1,191)			(0,604)	(-0,102)	(-0,198)	(0,226)	(-0,333)	(0,094)
CAP					0,003*	0,002**	0,003*	0,002***					0,001	0,001	0,001	0,001
					(2,755)	(2,226)	(2,643)	(1,857)					(1,101)	(1,104)	(1,098)	(1,099)
DC						0,358***		0,322						0,014		0,030**
						(1,654)		(1,412)						(1,426)		(2,487)
UA							0,181***	0,077							-0,005	-0,011**
							(1,667)	(0,520)							(-1,246)	(-2,197)
R ² Ajustado	0,903	0,904	0,902	0,904	0,904	0,900	0,901	0,899	0,302	0,347	0,297	0,344	0,351	0,342	0,338	0,357
Est. F	45,436*	45,619*	45,297*	44,696*	39,700*	37,173*	37,563*	36,368*	39,121*	36,133*	38,179*	28,692*	22,100*	17,667*	17,348*	16,531*
T. Hausman									20,342*	12,734**	21,178*	13,161**	28,301*	31,626*	27,491*	29,311*
N	265	265	265	265	235	225	225	225	265	265	265	265	235	225	225	225

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 4.8 - Regressão da Variável Dependente FDO

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-21,422*	-21,128*	-16,429*	-21,037*	-20,762*	-15,806*	-15,019***	-13,184	-17,284*	-17,217*	-12,674*	-17,350*	-16,210*	-14,801*	-15,315*	-14,830*
	(-8,967)	(-8,482)	(-6,423)	(-7,394)	(-6,834)	(-3,886)	(-1,696)	(-1,413)	(-12,470)	(-12,763)	(-8,366)	(-12,236)	(-11,679)	(-9,403)	(-10,341)	(-9,345)
PIB	1,254*	1,272*	1,955*	1,274*	1,308*	1,486*	1,407*	1,524*	1,105*	1,182*	1,525*	1,181*	1,138*	1,159*	1,096*	1,133*
	(5,702)	(5,483)	(10,922)	(5,421)	(5,339)	(4,732)	(4,737)	(4,618)	(11,632)	(12,312)	(13,496)	(12,175)	(12,505)	(11,707)	(11,298)	(10,689)
CRESCPIB	0,039**	0,038**	0,045*	0,038**	0,029***	0,028***	0,026	0,025	0,047*	0,039**	0,050*	0,039**	0,029***	0,029***	0,029***	0,029***
	(2,438)	(2,375)	(2,647)	(2,235)	(1,706)	(1,647)	(1,529)	(1,470)	(2,938)	(2,438)	(3,125)	(2,434)	(1,813)	(1,812)	(1,810)	(1,811)
IG	0,022***	0,021		0,021	0,018	0,019	0,025***	0,020	0,016**	0,018**		0,017**	0,015***	0,013***	0,013***	0,014***
	(1,692)	(1,615)		(1,615)	(1,286)	(1,267)	(1,786)	(1,251)	(2,101)	(2,512)		(2,125)	(1,875)	(1,645)	(1,647)	(1,753)
IDH	14,088*	13,380*		13,379*	11,673*	14,521*	12,932*	14,609*	11,729*	9,950*		10,035*	9,453*	9,381*	10,151*	9,880*
	(4,551)	(3,795)		(3,790)	(3,236)	(3,315)	(3,337)	(3,328)	(6,357)	(5,237)		(5,216)	(5,132)	(5,033)	(5,169)	(4,959)
GA		0,168		0,169	0,230	0,128	0,025	0,143		0,624*		0,602**	0,505**	0,469***	0,440***	0,468***
		(0,420)		(0,421)	(0,494)	(0,258)	(0,052)	(0,287)		(2,811)		(2,562)	(2,095)	(1,922)	(1,705)	(1,766)
PROTINV			-0,007	-0,021	0,125	0,149	0,185	0,171			0,249**	0,024	0,005	-0,022	-0,011	-0,024
			(-0,022)	(-0,068)	(0,346)	(0,419)	(0,512)	(0,474)			(2,184)	(0,276)	(0,063)	(-0,259)	(-0,131)	(-0,279)
CAP					0,002	0,002***	0,002***	0,002***					0,004*	0,004*	0,004*	0,004*
					(1,024)	(1,958)	(1,953)	(1,959)					(3,982)	(3,955)	(3,899)	(3,952)
DC						-0,180		-0,152						-0,025		-0,017
						(-1,040)		(-0,813)						(-1,563)		(-0,895)
UA							-0,138	-0,076							-0,009	-0,006
							(-0,749)	(-0,382)							(-1,503)	(-0,752)
R ² Ajustado	0,846	0,845	0,839	0,845	0,849	0,849	0,849	0,849	0,408	0,426	0,272	0,423	0,469	0,460	0,458	0,457
Est. F	54,031*	52,996*	52,335*	51,976*	49,637*	48,470*	48,402*	47,541*	94,249*	81,539*	68,451*	67,258*	64,139*	52,163*	51,721*	45,867*
T. Hausman									6,261	5,256	13,665*	5,134	10,296	11,612	10,506	11,201
N	543	543	543	543	502	481	481	481	543	543	543	543	502	481	481	481

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado, apenas na equação (11), a qual deverá ser estimada pelo MEF (equação (3)).

Tabela 4.9 - Regressão da Variável Dependente OUT-F&A

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-17,051*	-16,795*	-10,402*	-16,389*	-15,313*	-5,873	-11,767	-8,158	-15,512*	-15,804*	-12,696*	-16,507	-14,808*	-13,631*	-13,906*	-13,674*
	(-4,633)	(-4,450)	(-2,576)	(-3,734)	(-3,135)	(-0,614)	(-0,819)	(-0,557)	(-8,839)	(-9,114)	(-7,504)	(-9,211)	(-8,659)	(-7,325)	(-7,978)	(-7,419)
PIB	0,477	0,500	1,393*	0,507	0,435	0,843***	0,536	0,815	1,172*	1,252*	1,387*	1,238*	1,166*	1,164*	1,089*	1,110*
	(1,329)	(1,366)	(5,065)	(1,374)	(1,096)	(1,663)	(1,121)	(1,552)	(10,852)	(11,179)	(10,921)	(11,153)	(11,545)	(10,679)	(10,274)	(9,487)
CRESCPIB	0,114*	0,113*	0,124*	0,113*	0,112*	0,106*	0,106*	0,107*	0,109*	0,102*	0,112*	0,102*	0,092*	0,093*	0,081*	0,091*
	(4,561)	(4,520)	(4,962)	(4,521)	(4,308)	(4,077)	(3,926)	(3,963)	(4,739)	(4,435)	(4,667)	(4,435)	(3,834)	(3,875)	(3,375)	(3,792)
IG	0,035***	0,035***		0,035***	0,038***	0,036	0,045**	0,035	0,038*	0,038*		0,034*	0,032*	0,028*	0,026*	0,026**
	(1,842)	(1,752)		(1,751)	(1,809)	(1,515)	(1,969)	(1,458)	(3,802)	(3,801)		(3,411)	(3,202)	(2,812)	(2,632)	(2,562)
IDH	17,664*	16,881*		16,892*	15,241*	21,600*	17,098*	21,523*	5,702**	4,402***		4,921**	4,238***	4,894**	6,137**	5,978**
	(3,606)	(3,065)		(3,063)	(2,614)	(2,983)	(2,678)	(2,966)	(2,339)	(1,786)		(1,983)	(1,835)	(2,093)	(2,507)	(2,390)
GA		0,194		0,196	0,057	0,256	-0,026	0,245		0,541**		0,397	0,0045	0,067	-0,161	-0,011
		(0,311)		(0,314)	(0,075)	(0,315)	(-0,033)	(0,301)		(2,011)		(1,393)	(0,016)	(0,238)	(-0,551)	(-0,035)
PROTINV			0,305**	0,295***	0,068	0,058	0,072	0,038			0,363*	0,142	0,098	0,058	0,066	0,058
			(1,968)	(1,788)	(0,223)	(0,192)	(0,237)	(0,125)			(3,129)	(1,464)	(1,153)	(0,065)	(0,077)	(0,066)
CAP					0,004**	0,004**	0,004**	0,004**					0,007*	0,007*	0,007*	0,007*
					(1,993)	(1,995)	(1,991)	(1,989)					(3,511)	(3,499)	(3,506)	(3,510)
DC						-0,364		-0,391						-0,022		-0,009
						(-1,309)		(-1,282)						(-1,375)		(-0,474)
UA							-0,106	0,068							-0,012***	-0,010
							(-0,356)	(0,207)							(-1,714)	(-1,251)
R ² Ajustado	0,710	0,710	0,703	0,709	0,703	0,686	0,685	0,686	0,327	0,339	0,218	0,344	0,428	0,416	0,427	0,422
Est. F	25,436*	24,946*	24,933*	24,470*	22,125*	20,116*	20,016*	19,727*	68,754*	58,236*	52,734*	49,782*	56,210*	45,356*	47,438*	41,366*
T. Hausman									12,135**	12,501*	8,039**	12,503***	13,342***	13,374***	12,863	14,149
N	559	559	559	559	518	499	499	499	559	559	559	559	518	499	499	499

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (9), (10), (11), (12) e (13). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (1), (2), (3), (4), (5), (6), (15) e (16).

Tabela 4.10 - Regressão da Variável Dependente OUT-IR

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-12,256*	-11,847*	-6,799*	-10,942*	-8,038**	-8,537	-19,513***	-17,434	-10,058*	-10,263*	-8,051*	-10,421*	-9,595*	-8,848*	-9,414*	-8,874*
	(-3,893)	(-3,552)	(-3,476)	(-3,247)	(-2,087)	(-0,639)	(-1,668)	(-1,109)	(-9,534)	(-9,728)	(-8,148)	(-9,474)	(-7,858)	(-6,769)	(-7,525)	(6,738)
PIB	0,364***	0,367***	0,951*	0,387***	0,323	0,295	0,206	0,280	0,829*	0,872*	0,913*	0,869*	0,817*	0,878*	0,827*	0,869*
	(1,677)	(1,691)	(6,175)	(1,783)	(1,363)	(0,646)	(0,783)	(0,613)	(13,817)	(14,065)	(12,338)	(13,794)	(11,507)	(11,865)	(11,176)	(10,863)
CRESCPIB	-0,007	-0,008	-0,008	-0,007	-0,005	-0,004	0,001	0,002	-0,005	-0,011	-0,013	-0,012	-0,014	-0,014	-0,014	-0,014
	(-0,501)	(-0,571)	(-0,572)	(-0,502)	(-0,333)	(-0,267)	(0,063)	(0,125)	(-0,417)	(-0,917)	(-0,998)	(-1,002)	(-1,077)	(-1,078)	(-1,076)	(-1,076)
IG	0,031***	0,031***		0,033**	0,041**	0,044**	0,036***	0,037***	0,019*	0,018*		0,017*	0,016*	0,014**	0,014**	0,014**
	(1,938)	(1,939)		(2,063)	(2,412)	(2,316)	(1,895)	(1,851)	(3,167)	(2,985)		(2,833)	(2,667)	(2,333)	(2,330)	(2,101)
IDH	16,017*	15,385*		15,791*	14,348**	14,383**	13,269**	14,037**	2,748***	2,150		2,329	2,229	1,860	2,563	2,044
	(3,311)	(3,001)		(2,727)	(2,549)	(2,051)	(2,272)	(2,001)	(1,794)	(1,392)		(1,478)	(1,336)	(1,134)	(1,460)	(1,148)
GA		0,127		0,140	-0,125	-0,104	-0,162	-0,140		0,323*		0,302*	0,130	0,161	0,056	0,140
		(0,378)		(0,418)	(-0,268)	(-0,211)	(-0,337)	(-0,283)		(2,374)		(2,083)	(0,710)	(0,894)	(0,293)	(0,697)
PROTINV			-0,180	-0,236	-0,298	-0,304***	-0,358***	-0,358***			0,122***	0,024	0,013	-0,010	0,003	-0,010
			(-1,192)	(-1,605)	(-1,619)	(-1,652)	(-1,855)	(-1,855)			(1,906)	(0,453)	(0,228)	(-0,169)	(0,052)	(-0,169)
CAP					0,003	0,003	0,002	0,002					0,002**	0,003*	0,003*	0,003*
					(1,506)	(1,524)	(1,214)	(1,203)					(2,321)	(2,895)	(2,904)	(2,942)
DC						0,345***		0,237						-0,018***		-0,016
						(1,760)		(1,097)						(-1,646)		(-1,231)
UA							0,346***	0,226							-0,005	-0,001
							(1,688)	(1,071)							(-0,987)	(-0,167)
R ² Ajustado	0,922	0,923	0,919	0,923	0,916	0,914	0,914	0,667	0,526	0,537	0,365	0,530	0,534	0,554	0,544	0,549
Est. F	56,792*	55,566*	54,581*	55,069*	44,155*	42,130*	42,436*	19,257*	73,531*	61,461*	50,979*	50,107*	38,754*	35,304*	33,936*	30,936*
T. Hausman									26,513*	22,540*	7,582***	24,872*	22,693*	23,298*	23,774*	25,105*
N	262	262	262	262	232	222	222	222	262	262	262	262	232	222	222	222

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

CAPÍTULO 5

ESTUDO EMPÍRICO DOS DETERMINANTES MACROECONÓMICOS DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ: PAÍSES DESENVOLVIDOS *VERSUS* PAÍSES EM DESENVOLVIMENTO

5.1 Introdução

Embora os países desenvolvidos continuem a ser os principais impulsionadores do IDE global, uma análise das diferentes fontes de dados¹¹¹ evidencia uma crescente e significativa presença internacional das empresas provindas dos países em desenvolvimento e das economias em transição.

De igual modo, se olharmos para as componentes do IDE, nomeadamente para as F&A internacionais e para os investimentos de raiz, confirmamos a importância crescente destes países, sobretudo como fontes de investimento. Concretizando, entre 1987 e 2006, o peso destas economias no valor total dos fluxos de saída de F&A internacionais aumentou de 4% para 15%¹¹² e, a sua quota no número total de projectos de investimentos de raiz excedeu os 17%, em 2006 [UNCTAD (2006, 2007)].

Perante a importância crescente das economias em desenvolvimento e em transição na produção internacional, as quais evidenciam um conjunto de características socioeconómicas distintas das observadas pelos países desenvolvidos, julgamos ser pertinente aprofundar a análise anterior, acerca dos determinantes macroeconómicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, procedendo ao desdobramento da amostra em dois grupos: um associado aos países desenvolvidos e outro aos países em desenvolvimento (onde incluiremos, também, as economias em transição). Tentaremos,

¹¹¹ UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line* e World Bank, *World Development Indicators On-line*.

¹¹² Veja-se a este propósito a figura 2.8 do Capítulo 2.

assim, providenciar mais evidência sobre os factores macroeconómicos específicos de cada modo de entrada, ao mesmo tempo que procuraremos investigar as especificidades, em termos dos determinantes do IDE agregado, associadas a cada grupo de países.

Com este objectivo, iremos apresentar dois conjuntos separados de regressões, (um para os países desenvolvidos e outro para os países em desenvolvimento), no sentido de averiguar se existem ou não diferenças significativas quando dividimos a amostra nestes dois grupos, face aos resultados obtidos no capítulo anterior.

Em termos de estrutura do capítulo apresentaremos, de seguida, as hipóteses a testar, a amostra e a metodologia, bem como a especificação do modelo empírico. Terminaremos este capítulo com a discussão dos resultados.

5.2 Hipóteses

Neste capítulo, o nosso principal objectivo consiste em averiguar se os resultados obtidos anteriormente para a amostra total de 53 países (desenvolvidos e em desenvolvimento) se mantêm (ou não), quando desdobramos essa amostra em dois grupos distintos, um representado pelos países desenvolvidos e outro pelos países em desenvolvimento (e economias em transição).

Desta forma, iremos apresentar as regressões associadas às 6 séries de investimento (FDI, FDO, IN-F&A, OUT-F&A, IN-IR e OUT-IR)¹¹³, para cada uma das sub-amostras que definiremos no ponto seguinte.

Assim sendo, para além das duas hipóteses formuladas no capítulo anterior, associadas à existência de potenciais factores específicos de localização, quer das F&A internacionais, quer dos investimentos de raiz, iremos acrescentar uma terceira hipótese. Esta última relaciona-se com a questão de investigar até que ponto os determinantes do IDE exibem um padrão de comportamento idêntico quando se analisa separadamente os países desenvolvidos e as economias em desenvolvimento. Neste sentido, iremos testar a hipótese nula de que os determinantes dos fluxos de entrada e saída das três séries de

¹¹³ Ver a tabela 4.3 relativa à definição das variáveis.

investimento (IDE agregado, F&A internacionais e Investimentos de raiz) nos países desenvolvidos são similares aos observados nos países em desenvolvimento.

Em relação, sobretudo, aos determinantes do IDE agregado é preciso realçar que existem diferenças substanciais entre os fluxos que envolvem apenas os países desenvolvidos, tanto enquanto países de origem como recipientes e, aqueles que respeitam aos países em desenvolvimento. De acordo com Dunning (2002b), no primeiro caso, ocorrem investimentos do tipo procura de activos estratégicos (PAE), em que o IDE é, normalmente, representado por operações de F&A do tipo horizontal. Na segunda situação, os investimentos são caracterizados essencialmente pela procura de mercados e de recursos (PM e PR). Conclusões idênticas às de Dunning (2002b) são reportadas pela publicação *World Investment Report* da UNCTAD (2006), quando se analisam os motivos que estão por detrás dos investimentos realizados pelos países desenvolvidos e pelos países em desenvolvimento. Regra geral, e como seria de esperar, a maioria do IDE com vista à procura de recursos é realizado pelos países em desenvolvimento, enquanto os países desenvolvidos são responsáveis por grande parte do IDE que visa a criação de activos estratégicos (“*created-asset seeking FDI*”).

Contudo, apesar dos motivos subjacentes às estratégias de investimento estrangeiro, levadas a cabo por cada grupo de países, serem distintos, não existe, até ao momento, evidência empírica suficiente que nos leve a considerar que os determinantes das várias séries de investimento sejam, de igual modo, muito diferentes entre essas economias.

Na verdade, conforme salientamos aquando da revisão da literatura no capítulo 3, grande parte dos trabalhos empíricos sobre os determinantes do IDE, sejam os conduzidos ao nível dos países desenvolvidos, sejam os associados aos países em desenvolvimento, realça um conjunto idêntico de variáveis, entre as quais podemos destacar, variáveis de índole: 1- económica, tais como a dimensão e crescimento da economia, o grau de abertura, as taxas de câmbio, entre outras; 2- institucional, associadas ao risco político e à eficácia governativa do país e, por último, 3- financeira, relacionadas, principalmente, com a eficiência e liquidez dos mercados de capitais.

Adicionalmente, convém referir que, apesar da maioria dos estudos macroeconómicos sobre IDE centrar a sua atenção nos factores locais, isto é, nos determinantes dos fluxos de entrada, no que respeita às economias em desenvolvimento,

esta tendência torna-se ainda mais evidente. Enquanto vários trabalhos se têm dedicado a explicar os determinantes de localização ou de atracção de IDE nestas economias [e.g. Serven e Solimano (1993); Milman (1996); Nonnenberg e Mendonça (2005); Amal (2005)], muito poucos são os que se preocupam com os factores que explicam o IDE realizado a partir destes países.

Pensamos, assim, que a divisão da amostra nestes dois subgrupos, nos permitirá aprofundar a análise efectuada no capítulo anterior e, simultaneamente, providenciar mais evidência sobre os determinantes das entradas e saídas de IDE, quer nos países desenvolvidos, e, principalmente, nos países em desenvolvimento.

Em particular, um dos resultados observado atrás que nos suscitou um interesse acrescido, sobretudo porque obtivemos um efeito positivo, contrário ao evidenciado no trabalho de Globerman e Shapiro (2005), diz respeito à relação entre a variável associada à taxa de crescimento anual do PIB (CRESCPIB) e os fluxos de saída do IDE agregado e das F&A internacionais. Enquanto a evidência por nós obtida sugere que o crescimento económico influencia de forma positiva as saídas de IDE, ainda que sob a forma de F&A, Globerman e Shapiro (2005) constataram a existência de uma relação negativa, sugerindo que as economias com elevados ritmos de crescimento tendem a promover o investimento local, ao invés do investimento no exterior.

Deste modo, pretendemos, com o desdobramento da amostra, esclarecer se os resultados obtidos no capítulo anterior, nomeadamente no que se refere à variável CRESCPIB, foram, de certo modo, condicionados pela inclusão, na nossa amostra, de grandes economias em crescimento, como a China e a Índia. Dado que se trata de economias em desenvolvimento caracterizadas por elevados ritmos de crescimento, nas quais os dados amostrais revelam um aumento acentuado dos fluxos de saída de IDE, estas podem ser responsáveis, numa amostra mais pequena como a nossa, pelo enviesamento dos resultados, originando, assim, efeitos contrários aos obtidos por Globerman e Shapiro (2005). Ao invés, podemos ser capazes de concluir que esta variável assume um padrão de comportamento semelhante em ambos os grupos de países, evidenciando um sinal positivo, idêntico ao obtido no capítulo 4.

5.3 Amostra e Metodologia

Como referimos atrás, iremos desagregar a amostra utilizada no capítulo anterior, constituída por 53 países, em dois subgrupos, mantendo o mesmo horizonte temporal.

Desta forma, no primeiro subgrupo vamos ter 29 países desenvolvidos e, no segundo, 24 países em desenvolvimento, conforme é discriminado na tabela 5.1. A classificação dos países, em desenvolvidos ou em desenvolvimento, teve por base o critério utilizado pelas Nações Unidas nos relatórios anuais sobre IDE, publicados por um dos seus organismos (UNCTAD, *World Investment Report*). Convém salientar que, no grupo dos países em desenvolvimento, incluímos também as Economias em Transição do Sudeste da Europa (no caso particular da nossa amostra, incluímos a Bulgária, a Croácia e a Roménia) e da Comunidade dos Estados Independentes (como é o caso da Rússia). Desta forma, quando, ao longo deste capítulo, nos referirmos ao grupo dos países em desenvolvimento, estamos de, igual modo, a considerar as Economias em Transição.

Temos, assim, para os países desenvolvidos uma amostra em painel composta por 29 observações seccionais (países) ao longo do período 1996-2006, sendo que, no caso dos investimentos de raiz, a análise reporta-se apenas ao período 2002-2006. Em relação aos países em desenvolvimento (e em transição), as observações seccionais serão de 24 para o mesmo horizonte temporal.

Tabela 5.1 – Divisão da Amostra
Países Desenvolvidos versus Países em Desenvolvimento

SUBGRUPO I Países Desenvolvidos (29 países)	Alemanha; Austrália; Áustria; Bélgica; Canadá; Dinamarca; Eslováquia; Eslovénia; Polónia; Espanha; Estados Unidos da América; Estónia; Finlândia; França; Grécia; Holanda; Hungria; Irlanda; Israel; Itália; Japão; Luxemburgo; Noruega; Nova Zelândia; Portugal; Reino Unido; República Checa; Suécia e Suíça.
SUBGRUPO II Países Em Desenvolvimento (24 países)	África do Sul; Argentina; Brasil; Bulgária; Chile; China; Colômbia; Croácia; Egipto; Filipinas; Hong Kong (China); Índia; Indonésia; Malásia; México; Peru; República da Coreia; Roménia; Rússia; Singapura; Tailândia; Taiwan; Turquia e Venezuela.

A base de dados utilizada para medir as variáveis dependentes será a mesma do capítulo anterior.

Adicionalmente, iremos compilar os dados para as 6 séries de investimento relativas às entradas e saídas de IDE, de F&A internacionais e de investimentos de raiz, mas desdobrando-as, agora, nos dois subgrupos.

Na tabela 5.2 apresentamos as principais características de cada uma das subamostras utilizadas.

Tal como no capítulo anterior, observamos correlações significativas entre as 6 séries de investimento, quer nas economias em desenvolvimento, quer nos países desenvolvidos, sendo, nestes últimos, as correlações ainda mais elevadas. Nestas circunstâncias, os países com fluxos de entrada e de saída de IDE mais elevados são igualmente os que observam uma actividade mais intensa ao nível das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, quer como recipientes, quer como investidores. Esta situação, não será de admirar, até porque, conforme constatamos a partir dos resultados obtidos no capítulo anterior, existe um conjunto de determinantes, tais como a dimensão da economia, o grau de abertura, o índice de governação e o índice de desenvolvimento humano que influenciam, de forma indiferenciada, todos os modos de entrada do IDE.

Existem, no entanto, diferenças, quando comparamos os dois subgrupos. De uma forma geral, os fluxos (medidos em logaritmos naturais) de entrada e saída, quer de IDE, quer de F&A internacionais dos países desenvolvidos são ambos, em termos médios, superiores aos verificados nos países em desenvolvimento. As diferenças mais significativas são observadas nos fluxos de saída, onde, de igual modo, os países desenvolvidos investem mais em novas filiais no exterior que as economias em desenvolvimento. Em contrapartida, estas últimas são, em média, mais receptoras de investimentos de raiz do que os países desenvolvidos. Tal situação vem de encontro aos resultados obtidos atrás, onde se constatou que os países com rápido crescimento económico, dos quais a maioria são países em desenvolvimento, atraíam IDE, sobretudo (pelo menos numa primeira fase) sob a forma de investimentos de raiz.

Tabela 5.2 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Dependentes
Países Desenvolvidos (I) versus Países em Desenvolvimento (II)

	Média (Desvio-padrão)		(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
FDI	8,805 (1,596)	8,269 (1,264)	1,000	1,000										
FDO	8,637 (2,348)	6,594 (2,226)	0,646	0,575	1,000	1,000								
IN-F&A	8,178 (2,063)	7,012 (1,539)	0,751	0,633	0,667	0,433	1,000	1,000						
OUT-F&A	7,869 (2,773)	5,706 (2,572)	0,633	0,605	0,757	0,525	0,721	0,643	1,000	1,000				
IN-IR	4,426 (1,095)	4,544 (0,979)	0,623	0,630	0,467	0,443	0,539	0,395	0,405	0,423	1,000	1,000		
OUT-IR	4,616 (1,467)	3,163 (1,379)	0,540	0,456	0,798	0,659	0,638	0,385	0,677	0,457	0,405	0,620	1,000	1,000

Notas: 1. I – Subgrupo dos países desenvolvidos e II – Subgrupo dos países em desenvolvimento; 2. FDI – Logaritmo natural dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes); FDO – Logaritmo natural dos fluxos de saída de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes); IN-F&A - Logaritmo natural dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos); OUT-F&A - Logaritmo natural dos fluxos de saída de F&A (em milhões de Dólares americanos); IN-IR - Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que foram destino os países da amostra; OUT-IR - Logaritmo natural do número de investimentos de raiz realizados, no exterior, pelos países da amostra; 3. **Fonte dos dados:** - UNCTAD, *FDI Statistical Database On-line e World Investment Report* (vários anos).

Quando comparamos, na tabela 5.2, os dois subgrupos de países, no que respeita às variâncias¹¹⁴ dos fluxos medidos em logaritmos, constatamos que as actividades de investimento, sejam através das F&A ou dos investimentos de raiz, tendem a estar mais concentradas nos países desenvolvidos. Para qualquer uma das séries de investimento, a variância dos logaritmos, utilizada como medida de concentração, é maior nos países desenvolvidos do que nos países em desenvolvimento. Por outro lado, tal como acontecia no caso anterior da amostra conjunta, os fluxos de F&A internacionais tendem a estar mais concentrados que os fluxos de IDE, quer nos países desenvolvidos, quer nos países em desenvolvimento. Não podemos, no entanto, comparar a variância dos fluxos de IDE e de F&A com a dos investimentos de raiz, uma vez que estes últimos estão expressos numa unidade de medida distinta.

De forma sucinta, dada a elevada similitude entre as duas sub-amostras, será de esperar fortes semelhanças entre as equações estimadas para cada conjunto de países. Existem, contudo, algumas diferenças, as quais esperamos que venham a ser reflectidas nos resultados de estimação que iremos apresentar.

Em termos de metodologia, iremos adoptar a mesma do capítulo anterior, ou seja, iremos proceder à estimação das equações com dados em painel, através dos métodos de efeitos fixos (MEF) e de efeitos aleatórios (MEA), utilizando o Teste de Hausman (1978) para escolher, em cada regressão, o método mais apropriado.

5.4 Especificação do Modelo

Em termos do modelo geral, iremos adoptar o mesmo do capítulo anterior que obedece à seguinte expressão, onde i se refere ao país e t ao período temporal:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PIB}_{it} + \beta_2 \text{CRESCPIB}_{it-1} + \beta_3 \text{IG}_{it} + \beta_4 \text{GA}_{it} + \dots + \beta_4 X_{it} + v_{it} \quad [\text{eq.5.1}]$$

Com $v_{it} = \alpha_i + u_{it}$

$i = 1, \dots, N$

$t = 1, \dots, T$

¹¹⁴ Conforme referimos no capítulo anterior, a variância (desvio-padrão ao quadrado) dos resultados expressos em logaritmos é, muitas vezes, utilizada como medida de concentração, no sentido de que quanto maior a variância do logaritmo, maior será o grau de concentração observado.

Em relação ao capítulo 4, a única diferença reside no número de observações *cross-section* utilizadas. Enquanto no capítulo anterior estas perfaziam um total de 53 países, agora iremos ter dois grupos distintos de países: um grupo de países desenvolvidos, onde *N* é composto por 29 observações, e um outro de países em desenvolvimento (e economias em transição) constituído por 24 observações.

Adicionalmente, tomando em consideração que o principal objectivo deste capítulo consiste em averiguar se os resultados obtidos atrás se mantêm (ou não) quando desagregamos a amostra, iremos utilizar as mesmas variáveis explicativas definidas no capítulo 4 e descritas na tabela 4.3.

Nas tabelas 5.3 e 5.4 apresentamos as médias, os desvios-padrão e os coeficientes de correlação das variáveis independentes, para os países desenvolvidos e países em desenvolvimento, respectivamente.

Tabela 5.3 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Países Desenvolvidos

	Média (Desvio- padrão)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
PIB	12,448 (1,619)	1,000								
CRESCPIB	3,270 (2,149)	-0,413	1,000							
IG	86,228 (10,066)	0,214	-0,073	1,000						
IDH	0,913 (0,039)	0,584	-0,309	0,686	1,000					
GA	0,670 (0,346)	-0,573	0,282	-0,165	-0,326	1,000				
CAP	74,122 (57,825)	0,332	-0,111	0,537	0,515	-0,242	1,000			
PROTINV	5,778 (1,633)	-0,046	0,191	0,117	0,114	0,018	-0,030	1,000		
DC	53,514 (10,997)	0,143	-0,086	-0,533	-0,303	0,130	-0,166	-0,280	1,000	
UA	63,436 (22,639)	0,056	-0,129	-0,481	-0,202	-0,116	-0,217	-0,212	0,626	1,000

Tabela 5.4 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Países em Desenvolvimento

	Média (Desvio- padrão)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
PIB	11,969 (1,078)	1,000								
CRESCPIB	4,020 (4,322)	0,242	1,000							
IG	52,787 (18,103)	-0,094	0,104	1,000						
IDH	0,782 (0,080)	-0,070	-0,052	0,545	1,000					
GA	0,778 (0,727)	-0,226	0,061	0,609	0,537	1,000				
CAP	66,694 (85,536)	-0,007	0,025	0,554	0,326	0,659	1,000			
PROTINV	5,390 (1,737)	-0,152	0,054	0,614	0,233	0,671	0,671	1,000		
DC	54,790 (6,141)	0,355	-0,091	-0,448	-0,131	-0,502	-0,252	-0,457	1,000	
UA	64,262 (23,866)	-0,135	-0,209	-0,294	0,102	-0,625	-0,510	-0,492	0,491	1,000

A partir da comparação das duas tabelas constatamos, como seria de esperar, dadas as particularidades socioeconómicas dos dois subgrupos de países, que os valores observados pelas variáveis associadas à dimensão da economia (PIB), ao índice de desenvolvimento humano (IDH), ao índice de governação (IG), à capitalização do mercado de capitais (CAP) e ao grau de protecção do investidor (PROTINV) são superiores, em média, nos países desenvolvidos, relativamente aos países em desenvolvimento. Em contrapartida, observamos que as variáveis relativas ao ritmo de crescimento da economia (CRESCPIB), ao grau de abertura (GA), assim como as associadas ao contexto cultural (DC e UA) assumem, em termos médios, valores superiores nos países em desenvolvimento, face aos observados nos países desenvolvidos.

Em termos de correlações, quando comparamos as duas tabelas, observamos que, nas economias em desenvolvimento, as relações entre as variáveis independentes tendem a ser ligeiramente mais elevadas que as observadas nos países desenvolvidos. Tal facto poderá estar associado, em certa medida, ao número inferior de observações no subgrupo de países em desenvolvimento, o qual, ao reduzir a variabilidade dos dados, poderá estar subjacente ao aumento das correlações. Como resultado, face ao principal problema relacionado com a existência de correlações elevadas – multicolineariedade –, fomos conduzidos, nalguns casos, a apresentar especificações

alternativas às do modelo geral, nas quais as variáveis mais correlacionadas foram consideradas separadamente.

Em particular, à semelhança dos resultados obtidos no capítulo anterior, mantém-se, para ambos os grupos de países, uma forte correlação da variável índice de governação (IG) com a maioria das variáveis independentes (sobretudo com o IDH e a CAP), indiciando, mais uma vez, o carácter generalista do IG. De igual modo, observamos uma elevada correlação entre as duas variáveis associadas à distância cultural (DC e UA), quer para os países desenvolvidos, quer para os países em desenvolvimento. Este resultado levou-nos, novamente, a evidenciar os resultados das regressões onde cada uma destas variáveis foi considerada em separado. A variável associada à capitalização do mercado de capitais (CAP) apresenta, nos países desenvolvidos (tabela 5.3), uma forte correlação com os índices de governação (IG) e de desenvolvimento humano (IDH) e, nos países em desenvolvimento (tabela 5.4), com o grau de protecção ao investidor (PROTINV), o grau de abertura (GA) e o IG. Por último, constatamos, no caso particular dos países em desenvolvimento, a existência de correlações muito elevadas entre variável GA e a maioria das variáveis independentes. Tal situação irá justificar a apresentação de algumas regressões onde esta variável foi excluída, para que pudéssemos testar, com rigor, a significância das restantes variáveis face à inclusão (ou não) do GA. Adicionalmente, foram testadas outras especificações, para além das reportadas, nas quais o GA foi considerado isoladamente ou só com o PIB.

Após esta breve caracterização das amostras utilizadas, apresentamos, de seguida, os principais resultados de estimação obtidos.

5.5 Resultados Empíricos

Os resultados de estimação utilizando a análise de dados em painel são apresentados, para o subgrupo dos países desenvolvidos, nas tabelas 5.5 a 5.10 e, para os países em desenvolvimento, nas tabelas 5.11 a 5.16¹¹⁵. De forma idêntica à do capítulo anterior, reproduzimos os resultados obtidos pelo método de efeitos fixos

¹¹⁵ Dada a dimensão das tabelas, optamos por apresentá-las no fim do capítulo.

(MEF) e pelo método de efeitos aleatórios (MEA), corrigidos para a heterocedasticidade usando o método de White (1980)¹¹⁶.

Mais uma vez, o Teste de Hausman (1978)¹¹⁷ vai ser utilizado para nos permitir escolher qual dos dois métodos nos fornece a estimação mais apropriada. Assim, por exemplo, na tabela 5.5, quando comparamos a equação (1), estimada pelo MEF, com a (9), estimada pelo MEA, verificamos que o valor observado pelo teste de Hausman é de 1,314, sendo o valor crítico da distribuição qui-quadrado para 2 graus de liberdade e a um nível de significância de 1%, de 11,345. Nestas circunstâncias, como o valor observado é inferior ao valor crítico, aceita-se a hipótese do MEA ser o método mais apropriado. Logo, neste caso, apenas iremos analisar os resultados obtidos pela equação (9), estimada pelo MEA. Idêntica análise será feita para todas as outras regressões, cabendo-nos interpretar apenas os resultados das equações que se mostrem ser os mais apropriados, de acordo com o teste de Hausman.

Foram testadas várias especificações alternativas, idênticas às estimadas no capítulo anterior, para que possa proceder à comparação entre os resultados obtidos para cada sub-amostra e os observados aquando da utilização da amostra conjunta¹¹⁸.

5.5.1 Estimação das Regressões associadas às Entradas de Investimento Estrangeiro

Os resultados básicos para as três variáveis associadas às entradas de investimento estrangeiro (FDI, IN-F&A, IN-IR) estão reportados, para o grupo dos países desenvolvidos, nas tabelas 5.5 a 5.7 e, para as economias em desenvolvimento, nas tabelas 5.11 a 5.13.

Duas preocupações centrais estão na base do nosso estudo. A primeira consiste na identificação, para cada um dos subgrupos de países, de factores macroeconómicos

¹¹⁶ Ver Apêndice 2 para a descrição do teste.

¹¹⁷ Ver Apêndice 1 para a descrição do teste

¹¹⁸ De forma análoga à do capítulo 4, optamos por não evidenciar a variável IDH nas regressões associadas às entradas de investimento aqui reportadas. Para ambos os conjuntos de países, e à semelhança da amostra conjunta, o IDH mostrou-se sempre não significativo (excepto quando considerado isoladamente) na explicação dos fluxos de entrada de qualquer uma das formas de investimento.

que sejam específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, enquanto modos alternativos de entrada nos mercados estrangeiros. A segunda está relacionada com a procura de evidência empírica que nos leve a concluir acerca da existência (ou não) de diferenças significativas entre os países desenvolvidos e as economias em desenvolvimento, no que respeita aos determinantes do IDE agregado, das F&A internacionais e dos investimentos de raiz.

No que respeita às variáveis comuns na explicação das entradas de investimento estrangeiro (PIB, CRESCPIB, GA e IG) constatamos que, de uma forma geral, estas são significativas na explicação dos vários modos de entrada. É o caso, por exemplo, das variáveis associadas à dimensão da economia e ao grau de abertura ao exterior, as quais se mostram positivamente relacionadas com as entradas de IDE, quer sob a forma de F&A, quer de investimentos de raiz, para os dois conjuntos de países. Estes resultados vêm confirmar estudos anteriores [e.g. Culem (1988); Lehmann (2002); Nonnenberg e Mendonça (2005)] de que economias de grande dimensão e com poucas restrições ao comércio atraem mais investimento directo estrangeiro.

Existem, no entanto, algumas diferenças, quando comparamos as regressões dos países desenvolvidos (tabelas 5.5 a 5.7) com as dos países em desenvolvimento (tabelas 5.11 a 5.13).

Nomeadamente, quando nos reportamos à variável associada ao ambiente político, institucional e legal dos países (IG), observamos que esta evidencia um sinal positivo e significativo, conforme o esperado, apenas nos países em desenvolvimento. Não será, no entanto, de estranhar este tipo de resultado. Na verdade, é neste grupo de países que assuntos como a estabilidade e eficácia política, a regulação, o controlo da corrupção e a violência se tornam mais problemáticos e de difícil resolução, contrariamente, ao que se verifica na maioria dos países desenvolvidos. Será, assim, expectável que esta variável exerça uma influência significativa na capacidade de atracção de IDE (seja por via das F&A, seja dos investimentos de raiz) por parte das economias em desenvolvimento, nas quais é considerada como sendo um factor de grande importância [Nonnenberg e Mendonça (2005)]. Em contrapartida, nos países desenvolvidos observamos, a partir da comparação das Matrizes de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes para cada um dos subgrupos (tabelas 5.3 e 5.4), que o IG assume, em média, valores mais elevados que os registados

nas economias em desenvolvimento. Tal facto é indicador dos elevados níveis de estabilidade política e legal que os países desenvolvidos por norma apresentam, justificando a pouca relevância que esta variável pode ter na atracção de IDE por parte destas economias, uma vez que acaba por ser um factor transversal à maioria dos países incluídos neste grupo.

Adicionalmente, constatamos diferenças entre os dois conjuntos de países, no que respeita à variável CRESCPIB. Relativamente aos países desenvolvidos, observa-se um comportamento semelhante ao obtido para a amostra conjunta, ou seja, a taxa de crescimento anual (desfasada um período) do PIB influencia de forma positiva o IDE agregado, mas, aparentemente, não via F&A internacionais. Significa isto que, dentro deste grupo de países, as economias que apresentem ritmos mais elevados de crescimento, são aquelas que tendem a atrair mais IDE, principalmente, sob a forma de IDE de raiz.

Todavia, nos países em desenvolvimento, a evidência obtida sugere que a variável associada ao crescimento económico não apresenta capacidade para explicar as entradas de IDE agregado (tabela 5.11). Obtivemos, assim, um resultado contrário à maioria dos estudos realizados sobre os factores de atracção de IDE nos países em desenvolvimento [Milman (1996); Holland *et al.* (2000); Nunnemkamp e Spatz (2002); Nonnenberg e Mendonça (2005)], os quais postulam que o ritmo de crescimento de um país exerce uma forte pressão positiva sobre o IDE agregado.

Contudo, apesar da variável CRESCPIB não se mostrar relevante na explicação dos fluxos agregados de IDE com destino às economias em desenvolvimento, esta variável figura, nas equações associadas às F&A e aos investimentos de raiz (tabelas 5.12 e 5.13, respectivamente), como significativa, embora com sinais contrários. Assim, os dados sugerem que os países em desenvolvimento com elevados ritmos de crescimento atraem, preferencialmente, IDE de raiz, em vez de F&A. Desta forma, talvez se encontre uma justificação para a não significância do CRESCPIB nas equações do IDE agregado. Como o investimento directo estrangeiro é composto por aquelas duas formas de entrada, em relação às quais a variável CRESCPIB evidencia valores significativos mas de sinais opostos, será de esperar que, em termos agregados, estes efeitos contrários se anulem um ao outro, estando, assim, na base da não significância desta variável, nas equações do IDE agregado.

Logo, em termos gerais, podemos concluir que as economias em desenvolvimento que apresentem elevados ritmos de crescimento tendem a atrair IDE via o estabelecimento de novas filiais no exterior, ao invés de IDE através das F&A. Apesar da não significância da variável CRESCPIB nos fluxos agregados de IDE, a conclusão acaba por ser idêntica à obtida nos países desenvolvidos.

Em relação às variáveis que identificamos como sendo específicas das F&A internacionais, constatamos que o rácio de capitalização do mercado de capitais em percentagem do PIB (CAP) é significativo na maioria das equações associadas às entradas de investimento estrangeiro, para os dois subgrupos em análise. Novamente, não encontramos evidência estatística suficiente que nos leve a concluir que a variável associada à profundidade dos mercados de capitais seja específica das F&A. Apenas no grupo dos países desenvolvidos, a variável CAP não se mostra significativa (conforme o esperado) nas regressões das entradas de investimentos de raiz (tabela 5.7). Todavia, apesar de obtermos evidência de que a CAP exerce uma influência significativa na atracção de IDE via F&A (e não na atracção de investimentos de raiz) neste tipo de economias, não podemos, no entanto, concluir que esta constitui um determinante específico das F&A, uma vez que a capitalização do mercado de capitais é, igualmente, significativa na explicação do IDE agregado.

Quanto à variável associada ao grau de protecção do investidor (PROTINV) constatamos que esta apresenta um comportamento semelhante entre os dois conjuntos de países, evidenciando um efeito positivo e significativo, apenas na explicação das F&A internacionais. De salientar apenas que, enquanto no grupo dos países desenvolvidos a variável figura como significativa na maioria das equações associadas às entradas de F&A (tabela 5.6), nas economias em desenvolvimento, a significância da protecção ao investidor só é observada quando excluímos as variáveis CAP, DC e UA, variáveis com as quais a PROTINV exhibe correlações elevadas¹¹⁹ (tabela 5.12). De qualquer forma, existe alguma evidência que nos permite concluir que o grau de protecção ao investidor, enquanto medida indirecta da eficiência dos mercados de capitais, se mostra como específica das aquisições internacionais para ambos os grupos de países.

¹¹⁹ Ver tabela 5.4 – Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes – Países em Desenvolvimento

O comportamento das variáveis associadas à distância cultural (DC e UA) é em tudo idêntico ao observado no capítulo anterior, não existindo qualquer diferença entre os países desenvolvidos e as economias em desenvolvimento. Ambas as variáveis evidenciam um impacto positivo e significativo nas equações dos investimentos de raiz¹²⁰ (tabelas 5.7 e 5.13), mas não nas equações onde as variáveis dependentes são as associadas às entradas de IDE e de F&A internacionais. Consequentemente, para ambos os grupos de países, quanto maior a distância cultural ou maior a aversão de um país à incerteza, maior será a propensão destes em atrair IDE de raiz, ao invés de F&A. Este resultado é, igualmente, confirmado pelo sinal negativo evidenciado pela variável DC, na equação (8) da tabela 5.6 associada à variável dependente IN-F&A. Encontramos, assim, evidência de que as variáveis associadas à distância cultural aumentam a probabilidade das entradas de IDE se efectuarem via investimentos de raiz.

Sucintamente, podemos afirmar, tal como referimos no capítulo anterior, que existe um conjunto de determinantes que são comuns a todas as formas de entrada do IDE. De facto, a dimensão da economia e o grau de abertura figuram como factores importantes na atracção de IDE, seja qual for o modo de entrada escolhido pelas empresas, quer nos países desenvolvidos, quer nas economias em desenvolvimento. No entanto, a desagregação da amostra permitiu-nos realçar algumas diferenças importantes entre os dois grupos de países. Em particular, no que concerne à variável associada ao índice de governação, os resultados sugerem que esta constitui um determinante significativo dos fluxos de investimento estrangeiro que têm como destino, apenas, os países em desenvolvimento. Observamos, igualmente, diferenças entre os dois conjuntos de países no que se refere à relação entre a variável CRESCPIB e as variáveis dependentes, mas que, em termos gerais, acabam por traduzir significados similares.

Quanto às variáveis potencialmente específicas de cada modo de entrada, obtivemos resultados em tudo semelhantes aos obtidos no capítulo anterior, não existindo, desta forma, razões para suspeitar que os determinantes macroeconómicos específicos das F&A e dos investimentos de raiz sejam diferentes entre os dois grupos de países.

¹²⁰ Convém, no entanto, salientar que, devido à existência de uma forte correlação entre as variáveis DC e UA, estas só se mostram significativas uma a uma e não simultaneamente. Este resultado é, igualmente, observado nas equações associadas às saídas de investimento.

Em seguida, passaremos a análise das regressões relativas às saídas de investimento para o exterior.

5.5.2 Estimação das Regressões associadas às Saídas de Investimento para o Estrangeiro

Os resultados básicos para as três variáveis associadas às saídas de investimento para o exterior (FDO, OUT-F&A, OUT-IR) estão reportados, para o grupo dos países desenvolvidos, nas tabelas 5.8 a 5.10 e, para as economias em desenvolvimento, nas tabelas 5.14 a 5.16.

Quando comparamos os fluxos de entrada e saída de ambos os grupos de países, constatamos que existe uma simetria considerável, no que respeita à variável associada à dimensão da economia. Independentemente do tipo de economia, desenvolvida ou em desenvolvimento, o PIB exerce uma pressão favorável na atracção do investimento directo estrangeiro, mas, também, na sua promoção, seja qual for a forma de entrada adoptada.

Constatamos igualmente que a variável relativa ao índice de desenvolvimento humano (IDH), utilizada como *proxy* das infra-estruturas físicas e humanas existentes num país, apresenta, para cada um dos grupos, um comportamento semelhante ao verificado nas regressões estimadas para a amostra conjunta. Em termos específicos, obtivemos, nos dois grupos de países, evidência de uma relação positiva entre o IDH e os fluxos de saída das três séries de investimento. Tal resultado leva-nos a concluir que quanto maior for o índice de desenvolvimento humano de um país (desenvolvido ou em desenvolvimento), maior será a capacidade das empresas aí localizadas investirem no exterior, através das F&A ou dos investimentos de raiz.

Identificamos, no entanto, ainda no que se refere às variáveis comuns a todos os modos de IDE, algumas diferenças quando comparamos as tabelas relativas aos países desenvolvidos e as dos países em desenvolvimento.

Em particular, o grau de abertura ao exterior (GA) figura apenas como significativo nas regressões relativas ao grupo de países desenvolvidos (tabelas 5.8 a 5.10). Aparentemente, esta variável, interpretada muitas vezes como um indicador das

restrições ao comércio de um país, parece só influenciar (de forma positiva, conforme o esperado) o investimento com origem nos países desenvolvidos, sobretudo quando este assume a forma de aquisições. Ao invés, nos países em desenvolvimento (tabelas 5.14 a 5.16), não encontramos evidência de que esta variável constitua um factor importante no estímulo da produção internacional. Este resultado poderá, em parte, ser explicado pelo elevado nível de correlação que o GA assume com as outras variáveis explicativas, nas economias em desenvolvimento (tabela 5.4). Neste sentido, para aferir da eventual existência de multicolineariedade, foram testadas outras especificações (para além das evidenciadas nas tabelas dos resultados de estimação), onde, por exemplo, o GA foi considerado isoladamente ou só com o PIB. Todavia, obtivemos quase sempre os mesmos resultados (à excepção, por exemplo, da equação 10 da tabela 5.14) que apontavam para a não significância da variável GA neste grupo de países.

De igual modo, constatamos que o índice de governação (IG) evidencia um comportamento diferenciado entre os dois conjuntos de países. Aqui os resultados são em tudo idênticos aos obtidos nas regressões associadas às entradas de IDE, isto é, o ambiente político, legal e institucional de um país parece constituir um determinante crucial na explicação do IDE, apenas nas economias em desenvolvimento, pelas razões atrás apontadas.

Assim sendo, no que se refere às variáveis comuns a todos os modos de entrada, acabamos de realçar dois aspectos que nos permitem concluir que os determinantes do IDE exibem padrões de comportamento distintos, quando desagregamos a amostra em países desenvolvidos e países em desenvolvimento. Concretizando, enquanto o GA apenas é significativo na explicação do IDE realizado a partir dos países desenvolvidos, o IG parece constituir um determinante importante dos fluxos de investimento que têm como origem ou como destino, as economias em desenvolvimento. Desta forma, encontramos evidência que nos permite rejeitar a hipótese, por nós levantada, de que os determinantes do IDE são similares entre os dois grupos de países.

Quando confrontamos estes resultados com os obtidos no capítulo anterior, verificamos ainda algumas diferenças no comportamento da variável associada ao crescimento da economia (CRESCPIB). Enquanto, aquando da utilização da amostra conjunta, esta variável figurava como impulsionadora dos investimentos realizados pelas empresas nacionais no exterior, principalmente, via F&A, quando desagregamos

as observações nos dois subgrupos, constatamos que, nos países desenvolvidos, o ritmo de crescimento económico assume um efeito positivo e significativo na explicação de todos os modos de investimento. Em contrapartida, nas economias em desenvolvimento, os dados reflectem que a variável CRESCPIB influencia positivamente os fluxos de saída do IDE agregado, mas não directamente as F&A internacionais ou os investimentos de raiz.

Consequentemente, a evidência empírica aqui obtida sugere-nos mais uma vez, e, ao contrário de Globerman e Shapiro (2005), que as economias com elevados ritmos de crescimento tendem a estimular as suas empresas nacionais a investir na produção internacional, ultrapassando, assim, alguma da saturação que enfrentam nos seus mercados internos. Este resultado permite-nos concluir que o impacto positivo do crescimento da economia nos fluxos de saída não estava relacionado com a inclusão, na amostra total, de países em desenvolvimento com ritmos de crescimento muito elevados (como, por exemplo, o caso da Índia e da China) e, que poderiam de alguma forma estar a enviesar os resultados. De facto, mesmo dividindo a amostra, esta variável mantém-se sempre com sinal positivo na explicação do investimento estrangeiro efectuado pelas empresas nacionais provenientes, quer das economias em desenvolvimento, quer dos países desenvolvidos.

No que respeita às variáveis potencialmente específicas das F&A internacionais, nomeadamente à variável CAP, associada à dimensão e liquidez dos mercados de capitais, verificamos que, no caso das economias desenvolvidas, não existe indícios de qualquer especificidade, uma vez que ela aparece como significativa em todas as regressões (tabelas 5.8 a 5.10). Todavia, os resultados são diferentes quando nos reportamos aos países em desenvolvimento (tabelas 5.14 a 5.16). Neste último grupo, a CAP parece exercer uma influência positiva e significativa, apenas nas aquisições internacionais efectuadas por estes países, e não no IDE agregado e nos investimentos de raiz. Logo, a hipótese da variável relativa à capitalização do mercado de capitais ser específica das F&A só é verificada para os países (de origem) em desenvolvimento.

Idêntica conclusão foi observada para a variável relativa ao grau de protecção do investidor (PROTINV), onde só encontramos evidência de que esta constituía um determinante específico das F&A, no caso das economias em desenvolvimento. Como podemos verificar, a partir da tabela 5.15 associada à variável dependente OUT-F&A, o

grau de protecção do investidor é significativo e com sinal positivo, conforme o esperado, na maioria das regressões. Em contrapartida, nos países desenvolvidos, o PROTINV é significativo (quando excluimos as duas variáveis associadas ao contexto cultural) nas regressões das F&A, mas também nas equações relativas ao IDE agregado.

Os valores observados pelas variáveis associadas à distância cultural (DC e UA) reflectem resultados similares aos obtidos no capítulo anterior, significando isto que não existem diferenças no comportamento entre os dois grupos de países, quando observamos a relação entre estas variáveis e as saídas de investimento para o exterior. Para além disso, mantém-se uma simetria considerável com as regressões associadas às entradas de investimento estrangeiro. De forma sucinta, corroboramos a hipótese de que estas duas variáveis são específicas dos investimentos de raiz, para ambos os grupos de países.

Sintetizando, a dimensão da economia e o índice de desenvolvimento humano parecem afectar de forma idêntica os países desenvolvidos e as economias em desenvolvimento, evidenciando um sinal positivo em todas as regressões associadas às saídas de investimento para o exterior. Todavia, o mesmo já não se pode afirmar em relação às variáveis associadas ao grau de abertura (GA) e ao índice de governação (IG). Enquanto o GA só se mostrava significativo e com sinal positivo, de acordo com o esperado, nos países desenvolvidos, o IG só era relevante para o conjunto dos países em desenvolvimento. Mais, relativamente a esta última variável observamos que, quer nas equações das entradas, quer nas das saídas, esta só era significativa nas economias em desenvolvimento.

Em relação às variáveis que identificamos como potencialmente específicas das F&A internacionais (CAP e PROTINV), só encontramos evidência dessa especificidade nos fluxos de investimento realizados a partir dos países em desenvolvimento. Contrariamente, as variáveis relacionadas com a distância cultural (DC e UA) apresentam um comportamento idêntico ao observado no capítulo anterior. Ou seja, independentemente do tipo de economia, desenvolvida ou em desenvolvimento, os resultados empíricos sugerem que estas duas variáveis constituem factores importantes na explicação dos investimentos de raiz.

Desta forma, também, no que se refere às saídas de investimento, algumas diferenças foram encontradas entre os dois grupos de países, quanto aos determinantes dos vários modos de IDE.

5.6 Conclusões

Neste capítulo, o objectivo central consistiu em determinar se existem, ou não, diferenças face aos resultados obtidos no capítulo 4, acerca dos determinantes das várias séries de investimento (IDE, F&A internacionais e investimentos de raiz), quando dividimos a amostra em dois subgrupos: subgrupo I, associado aos países desenvolvidos e subgrupo II, referente às economias em desenvolvimento (e economias em transição). Para tal, adoptamos a metodologia de dados em painel, utilizada no capítulo anterior, para estimar as regressões associadas às entradas e saídas de investimento, para os dois conjuntos de países.

Uma vez que cada grupo de países apresenta um conjunto de características económicas, sociais e políticas, diferenciadas entre si, por exemplo, as economias em desenvolvimento são caracterizadas por elevadas taxas de crescimento, baixos índices de governação e de desenvolvimento humano, será de esperar que tais diferenças se reflectam, igualmente, nos determinantes do investimento estrangeiro.

Assim, no que se refere às variáveis comuns a todos os modos de IDE, verificamos que a dimensão da economia, medida pelo logaritmo natural do PIB, exerce um impacto positivo sobre as entradas e saídas de todas as formas de investimento, seja ao nível dos países desenvolvidos, seja dos países em desenvolvimento. Logo, não existe, nesta situação, qualquer diferença relativamente aos resultados obtidos aquando da utilização da amostra conjunta. Idêntica conclusão foi observada, nas regressões associadas às saídas de investimento (FDO, OUT-F&A e OUT-IR), para a variável utilizada como *proxy* das infra-estruturas físicas e humanas (IDH).

Contudo, algumas diferenças foram encontradas quando comparamos os dois grupos de países.

Em particular, apesar do índice de governação se mostrar, para a totalidade dos países, significativo e com sinal positivo na explicação dos fluxos de entrada e de saída

de investimento, o mesmo já não se verificou quando desagregamos a amostra. Neste caso, os dados sugerem que o ambiente político, institucional e legal reflectido por esta variável só é importante nos países em desenvolvimento, quer como factor de atracção de investimento estrangeiro, quer como impulsionador da produção internacional realizada pelas empresas nacionais oriundas desses países.

Quanto ao grau de abertura ao exterior, obtivemos evidência de que este exerce um efeito positivo na atracção de qualquer forma de investimento para ambos os subgrupos estudados. Mas, em contrapartida, parece só influenciar o investimento directo realizado no exterior por parte dos países desenvolvidos, sobretudo quando este assume a forma de F&A.

Da análise efectuada à variável associada ao crescimento da economia (CRESCPIB) podemos concluir que, em traços gerais, a influência que esta exerce sobre os fluxos de entrada de IDE, se faz, preferencialmente, via investimentos de raiz (para ambos os grupos de países), conforme a evidência obtida no capítulo anterior. Convém, no entanto, realçar que, nos países em desenvolvimento, a observação de sinais contrários entre a variável CRESCPIB e cada uma das variáveis dependentes associadas às entradas de F&A e de investimentos de raiz (tabelas 5.12 e 5.13, respectivamente), poderá, em parte, justificar a relação não significativa entre o crescimento do PIB e os fluxos agregados de entrada de IDE, naquele grupo de economias. No que respeita às saídas de investimento, constatámos que, para o grupo dos países desenvolvidos, o crescimento económico influencia de forma positiva e indiferenciada todos os modos de entrada. Nos países em desenvolvimento, os dados mostram que, apesar do sinal se manter como positivo, a variável CRESCPIB só determina as saídas dos fluxos agregados de IDE e, não directamente as saídas por via das F&A ou dos investimentos de raiz.

Obtivemos, assim, evidência de que o ritmo de crescimento económico, quer nos países desenvolvidos, quer nas economias em desenvolvimento, determina de forma positiva as saídas de investimento. Logo, uma vez que ambos os conjuntos de países observaram uma relação positiva entre variável CRESCPIB e os fluxos de saída, não encontramos razões suficientes que nos levem a concluir que a obtenção de resultados contrários aos de Globerman e Shapiro (2005) se devesse à inclusão, na nossa amostra, de grandes economias em desenvolvimento, como a Índia e a China. De certa forma,

estas economias, ao registarem, simultaneamente, ritmos de crescimento muito acelerados e elevados fluxos de saída, poderiam estar a condicionar os resultados.

Relativamente às duas variáveis que identificamos como potenciais determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais (CAP e PROTINV), encontramos uma diferença importante entre os dois subgrupos estudados. Concretizando, a evidência empírica obtida, a partir da análise das regressões associadas às saídas de investimento, sugere que estas duas variáveis só revelam sinais de serem específicas das F&A, no caso das economias em desenvolvimento. Ao nível das entradas de investimento estrangeiro, os resultados são em tudo semelhantes aos obtidos no capítulo anterior, não existindo divergências entre os dois conjuntos de países. Ou seja, a variável associada à capitalização do mercado de capitais (CAP) não evidencia sinais de qualquer especificidade, exercendo um papel importante na atracção de todas as formas de investimento, enquanto a variável relacionada com o grau de protecção do investidor (PROTINV) mostra-se, conforme esperado, apenas significativa (ainda que dentro de certas condições) na explicação das F&A internacionais. Assim sendo, o grau de protecção ao investidor parece ser o único factor específico das vendas de empresas domésticas, por parte, quer dos países desenvolvidos, quer das economias em desenvolvimento.

Por último, e, no que diz respeito às duas variáveis associadas à distância cultural (DC e UA), constatamos que existe, por um lado, uma simetria considerável entre as equações de entradas e de saídas de investimento e, por outro, que exibem um comportamento muito semelhante ao verificado aquando da utilização da amostra conjunta. Em termos concretos, para os dois grupos de países em análise, podemos concluir que estas duas variáveis constituem determinantes importantes na explicação dos investimentos de raiz, corroborando a hipótese anterior, por nós levantada, de que existem factores específicos deste tipo de investimento.

Em síntese, consideramos que a utilização de uma análise em painel aplicada aos dois subgrupos de países (desenvolvidos e em desenvolvimento), apesar de não ter revelado diferenças substanciais quanto aos determinantes específicos de cada modo de entrada, nos permitiu, sobretudo no que respeita às variáveis que identificamos como sendo comuns a todos os modos de IDE, aprofundar a evidência empírica obtida no capítulo anterior.

Esperamos, assim, ter contribuído para uma melhor compreensão dos determinantes das entradas e saídas das várias formas de investimento, quer do ponto de vista dos países desenvolvidos, quer das economias em desenvolvimento (e em transição). Como referimos no capítulo anterior, estes factores devem ser considerados como importantes variáveis na definição da política externa levada a cabo pelos governos.

Nos capítulos seguintes, será nossa intenção dedicar-nos ao estudo do impacto do investimento directo estrangeiro, em particular das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, no crescimento económico dos países recipientes. Com este objectivo, iniciaremos o nosso trabalho com uma breve revisão da literatura sobre os estudos que têm sido conduzidos, ao longo das últimas duas décadas, sobre a relação entre IDE e crescimento económico. Em seguida, passaremos à investigação empírica sobre o impacto do IDE, das F&A internacionais e dos investimentos de raiz no crescimento económico das economias de acolhimento.

TABELAS

Resultados de Estimação

As tabelas 5.5 a 5.16 que a seguir apresentamos reportam as regressões das variáveis dependentes, relativas às entradas e saídas de investimento estrangeiro dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento, contra um conjunto de variáveis explicativas. Estas tabelas apresentam os resultados estimados pelo Método dos Efeitos Fixos (MEF) e pelo Método dos Efeitos Aleatórios (MEA). Evidenciam a Estatística F e o R^2 Ajustado, enquanto indicadores da qualidade de ajustamento das regressões. Reportam, igualmente, o Teste de Hausman (1978), o qual testa H_0 : efeitos aleatórios são consistentes e eficientes, *versus* a H_1 : efeitos aleatórios são inconsistentes, em ordem a escolher o modelo apropriado para cada regressão. Os valores entre parêntesis são as Estatísticas-T corrigidas para a heterocedasticidade usando o método de White (1980).

Tabela 5.5 - Regressão da Variável Dependente FDI – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-2,923 (-0,931)	-0,198 (-0,063)	-0,962 (-0,383)	-0,299 (-0,093)	0,984 (0,298)	6,285 (0,631)	-34,780 (-1,494)	-170,757* (4,847)	-2,285 (-1,543)	-5,088* (-3,586)	-0,503 (-0,384)	-5,144* (-3,483)	-3,845* (-2,641)	-2,138 (-1,241)	-2,614 (-1,545)	-1,986 (-1,128)
PIB	0,730* (3,706)	0,479** (2,371)	0,638* (2,658)	0,458** (1,961)	0,482** (1,968)	0,432** (1,965)	0,371*** (1,649)	0,469** (2,030)	0,665* (7,308)	0,797* (9,488)	0,698* (7,347)	0,794* (9,233)	0,716* (8,423)	0,746* (8,289)	0,703* (8,174)	0,731* (8,033)
CRESCPIB	0,061*** (1,906)	0,052*** (1,677)	0,076** (2,533)	0,052*** (1,677)	0,051*** (1,651)	0,052*** (1,672)	0,053*** (1,710)	0,054*** (1,798)	0,067** (2,233)	0,058** (2,103)	0,077* (2,655)	0,058** (2,095)	0,045*** (1,667)	0,053*** (1,893)	0,051*** (1,821)	0,052*** (1,926)
IG	0,028 (1,167)	0,017 (0,739)		0,017 (0,741)	0,021 (0,875)	0,005 (0,179)	0,026 (0,963)	-0,008 (-0,308)	0,030** (2,308)			0,031** (2,543)	0,021*** (1,759)	0,009 (0,692)	0,014 (1,077)	0,009 (0,643)
GA		2,113* (3,994)		2,100* (3,911)	1,867* (3,247)	2,081* (3,144)	1,478** (2,151)	0,988 (1,490)		1,628* (4,874)		1,623* (4,802)	1,641* (9,219)	1,774* (5,187)	1,628* (4,874)	1,749* (4,997)
PROTINV			0,276 (0,724)	0,061 (0,162)	0,895 (1,570)	0,860 (1,410)	0,974 (1,558)	1,038 (1,568)			0,065 (0,652)	0,021 (0,259)	0,038 (0,494)	0,009 (0,125)	0,024 (0,316)	0,009 (0,118)
CAP					0,004* (4,458)	0,006* (3,474)	0,006* (5,542)	0,004** (2,101)					0,006* (5,957)	0,006* (5,852)	0,006* (5,562)	0,005* (5,321)
DC						-0,161 (-0,495)		-1,208 (-1,603)						-0,018 (-1,286)		-0,016 (-0,941)
UA							-0,414 (-0,681)	-1,552 (-1,497)							-0,005 (-0,833)	-0,001 (-0,143)
R ² Ajustado	0,753	0,766	0,736	0,752	0,794	0,766	0,769	0,790	0,181	0,265	0,156	0,260	0,313	0,314	0,301	0,294
Est. F	27,663*	28,715*	29,950*	27,546*	28,628*	23,268*	23,551*	25,839*	22,710*	27,834*	19,044*	21,681*	21,229*	17,541*	16,452*	13,916*
T. Hausman									1,314	4,644	0,772	4,526	13,062**	11,654	13,404***	39,770*
N	314	314	314	314	287	276	276	276	314	314	314	314	287	276	276	276

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (13), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (9), (10), (11), (12), (5), (14), (7) e (8).

Tabela 5.6 - Regressão da Variável Dependente IN-F&A – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-0,043 (-0,011)	2,187 (0,541)	-3,005 (-0,943)	1,486 (0,361)	3,600 (0,821)	3,458 (0,281)	-37,288 (-1,291)	-155,763* (-3,465)	-6,277* (-4,149)	-8,107* (-4,889)	-4,467* (-3,148)	-8,409* (-4,912)	-7,508* (-4,370)	-5,352* (-2,823)	-5,215* (-2,943)	-4,731** (-2,519)
PIB	0,830* (3,321)	0,616** (2,388)	0,594*** (1,959)	0,477*** (1,656)	0,626*** (1,687)	0,721*** (1,665)	0,529*** (1,653)	0,787*** (1,915)	0,926* (10,065)	1,014* (10,454)	0,957* (9,382)	1,011* (10,316)	0,932* (9,510)	0,979* (9,989)	0,933* (10,724)	0,959* (10,095)
CRESCPIB	0,032 (0,809)	0,021 (0,525)	0,027 (0,710)	0,026 (0,651)	0,015 (0,366)	0,019 (0,487)	0,021 (0,538)	0,022 (0,578)	0,011 (0,297)	0,005 (0,139)	0,021 (0,568)	0,003 (0,081)	-0,002 (-0,056)	0,001 (0,029)	-0,002 (-0,059)	-0,007 (-0,212)
IG	-0,026 (-0,839)	-0,035 (-1,167)		-0,035 (-1,167)	-0,013 (-0,406)	-0,014 (-0,403)	0,004 (0,121)	-0,027 (-0,794)	0,033** (2,357)	0,034** (2,429)		0,033** (2,358)	0,029** (2,071)	0,014 (0,933)	0,015 (1,154)	0,011 (0,786)
GA		1,911* (2,806)		1,810* (2,623)	1,810** (2,388)	2,062** (2,546)	1,529*** (1,822)	1,412*** (1,699)		0,965** (2,413)		0,949** (2,355)	0,938** (2,381)	1,209* (3,157)	0,928* (2,607)	1,044* (2,705)
PROTINV			0,692 (1,451)	0,713 (1,492)	1,116*** (1,653)	1,170*** (1,652)	1,443*** (1,699)	1,663*** (1,771)			0,110 (1,058)	0,081 (0,903)	0,096 (1,129)	0,056 (0,718)	0,063 (0,863)	0,051 (0,671)
CAP					0,003** (2,452)	0,003** (2,455)	0,003*** (1,825)	0,002** (1,988)					0,005* (2,576)	0,005* (2,575)	0,005* (2,591)	0,005* (2,581)
DC						-0,034 (-0,084)		-1,705*** (-1,751)						-0,027*** (-1,811)		-0,013 (-0,765)
UA							-0,819 (-1,390)	-1,196 (-0,846)							-0,014** (-2,333)	-0,011 (-1,571)
R ² Ajustado	0,730	0,736	0,734	0,736	0,750	0,747	0,749	0,759	0,275	0,290	0,220	0,285	0,327	0,360	0,385	0,369
Est. F	28,534*	28,556*	25,381*	27,699*	26,453*	25,245*	25,501*	26,163*	40,876*	33,220*	30,645*	26,205*	24,293*	23,441*	25,947*	21,363*
T. Hausman									5,120	9,612**	1,881	10,009***	14,871**	13,102***	15,523**	27,405*
N	317	317	317	317	289	280	280	280	317	317	317	317	289	280	280	280

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (10), (12), (13), (14), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (9), (2), (11), (4), (5), (6), (7) e (8).

Tabela 5.7 - Regressão da Variável Dependente IN-IR – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-7,700** (-2,138)	-7,756** (-2,177)	-9,650* (-4,429)	-8,593** (-2,347)	-9,623** (-2,328)	-13,126 (-0,786)	13,937 (0,404)	40,869 (1,029)	-1,242 (-0,942)	-3,718* (-2,879)	-3,650* (-3,668)	-3,997* (-2,965)	-3,283** (-2,266)	-2,699 (-0,512)	-0,744 (-0,434)	-1,232 (-0,684)
PIB	1,028* (5,557)	0,931* (4,905)	1,043* (6,208)	0,894* (4,608)	0,571** (2,205)	0,702 (1,410)	0,877*** (1,754)	0,996*** (1,649)	0,599* (8,557)	0,684* (10,523)	0,607* (8,549)	0,685* (10,379)	0,662* (9,068)	0,674* (8,321)	0,660* (8,919)	0,632* (7,910)
CRESCPIB	0,035*** (1,944)	0,029*** (1,706)	0,039** (2,438)	0,029*** (1,706)	0,030*** (1,765)	0,031*** (1,824)	0,032*** (1,882)	0,032** (1,998)	0,069* (2,654)	0,045*** (1,731)	0,074* (2,846)	0,039 (1,444)	0,027 (0,902)	0,025 (0,833)	0,026 (0,867)	0,024 (0,803)
IG	-0,011 (-0,500)	-0,004 (-0,182)		-0,003 (-0,136)	-0,040 (-1,427)	-0,043 (-1,387)	-0,046 (-1,585)	-0,039 (-1,258)	-0,024** (-2,182)	-0,017*** (-1,701)		-0,017*** (-1,708)	-0,024** (-2,399)	-0,028** (-2,333)	-0,039* (-3,545)	-0,036* (-3,012)
GA		1,087*** (1,855)		1,172** (1,979)	1,259*** (1,796)	1,636** (2,089)	1,875** (2,254)	2,191** (2,544)		1,168* (4,186)		1,186* (4,191)	1,160* (3,879)	1,274* (3,932)	1,127* (3,744)	1,016* (3,117)
PROTINV			0,141 (0,734)	0,192 (0,998)	0,778 (1,328)	0,966 (1,602)	0,997 (1,546)	1,128 (1,616)			0,034 (0,479)	0,052 (0,852)	0,062 (0,969)	0,053 (0,768)	0,024 (0,375)	0,039 (0,591)
CAP					0,003 (1,501)	0,003 (1,513)	0,003 (1,485)	0,002 (1,231)					0,002 (1,102)	0,002 (1,005)	0,001 (0,978)	0,002 (1,010)
DC						0,903** (2,235)		0,955** (1,961)						0,007 (0,583)		0,015 (1,071)
UA							1,033*** (1,699)	1,552 (1,497)							0,014* (2,795)	0,018* (2,575)
R ² Ajustado	0,908	0,910	0,908	0,910	0,910	0,904	0,905	0,906	0,353	0,438	0,330	0,433	0,430	0,412	0,452	0,447
Est. F	46,673*	46,299*	46,807*	44,925*	37,051*	33,183*	33,361*	32,787*	27,178*	29,045*	24,596*	23,024*	16,186*	12,608*	14,685*	12,730*
T. Hausman	11,806*	12,056**	16,127*	12,073**	24,949*	24,170*	22,086*	22,634*	11,806*	12,056**	16,127*	12,073**	24,949*	24,170*	22,086*	22,634*
N	145	145	145	145	122	117	117	117	145	145	145	145	122	117	117	117

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 5.8 - Regressão da Variável Dependente FDO – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-19,594*	-17,254*	-14,793*	-17,083*	-13,710*	-6,341	-34,008	-154,455*	-25,738*	-25,724*	-9,299*	-25,614*	-22,246*	-19,485*	-20,923*	-19,484*
	(-5,632)	(-4,722)	(-5,296)	(-4,691)	(-3,914)	(-0,658)	(-1,440)	(-4,103)	(-11,383)	(-11,556)	(-5,257)	(-11,455)	(-10,280)	(-7,723)	(-9,081)	(-7,949)
PIB	0,538***	0,552***	1,726*	0,587***	0,689**	1,078**	0,647***	1,552*	0,720*	0,844*	1,353*	0,834*	0,850*	0,865*	0,823*	0,886*
	(1,671)	(1,698)	(6,563)	(1,852)	(2,160)	(2,412)	(1,797)	(3,464)	(6,990)	(4,403)	(10,408)	(7,189)	(8,333)	(7,522)	(7,913)	(7,704)
CRESCPIB	0,098*	0,089*	0,086*	0,084*	0,066**	0,070**	0,072**	0,073**	0,078*	0,068**	0,078**	0,070**	0,058**	0,059**	0,058**	0,058**
	(2,969)	(2,697)	(2,606)	(2,589)	(2,210)	(2,334)	(2,398)	(2,517)	(2,604)	(2,267)	(2,438)	(2,334)	(2,071)	(2,107)	(2,071)	(2,148)
IG	-0,021	-0,024		-0,025	-0,031	-0,038	-0,022	-0,040	0,031**	0,037*		0,036*	0,028**	0,023	0,032**	0,025***
	(-0,841)	(-0,962)		(-1,042)	(-1,292)	(-1,407)	(-0,846)	(-1,537)	(2,214)	(2,643)		(2,576)	(2,154)	(1,533)	(2,286)	(1,667)
IDH	28,084*	23,378*		26,646*	25,202*	23,574*	20,937*	14,426**	24,547*	21,644*		22,274*	18,250*	16,585*	16,884*	16,073*
	(6,039)	(4,501)		(4,827)	(4,472)	(3,983)	(3,414)	(2,345)	(7,825)	(3,407)		(6,503)	(5,734)	(4,997)	(5,165)	(4,906)
GA		1,251**		1,241**	1,425**	1,139**	1,120***	1,199***		0,860**		0,855**	0,975*	0,887**	0,791**	0,987**
		(1,989)		(1,979)	(2,340)	(1,726)	(1,652)	(1,814)		(2,234)		(2,204)	(2,770)	(2,346)	(2,241)	(2,557)
PROTINV			0,275	0,698***	1,449**	0,944	2,031**	0,294			0,131	-0,084	-0,043	-0,066	-0,041	-0,063
			(0,676)	(1,702)	(2,159)	(0,951)	(2,252)	(0,977)			(0,923)	(-0,966)	(-0,551)	(-0,815)	(-0,526)	(-0,788)
CAP					0,006*	0,006*	0,006*	0,004**					0,007*	0,007*	0,007*	0,007*
					(2,852)	(2,945)	(2,672)	(2,145)					(3,478)	(3,521)	(3,742)	(6,754)
DC						-0,238		-1,118						-0,015		-0,024
						(-0,739)		(-1,444)						(-1,018)		(-1,334)
UA							0,439	1,764							0,001	0,007
							(0,901)	(1,504)							(0,167)	(0,875)
R ² Ajustado	0,869	0,871	0,852	0,871	0,900	0,894	0,894	0,900	0,496	0,511	0,267	0,504	0,579	0,551	0,561	0,547
Est. F	62,849*	61,742*	56,300*	60,441*	70,338*	63,386*	63,467*	66,326*	74,297*	63,163*	37,138*	51,491*	53,988*	40,903*	42,475*	35,910*
T. Hausman									8,060***	10,599***	6,619***	12,955**	16,071**	14,826***	17,940**	33,925*
N	299	299	299	299	271	261	261	261	299	299	299	299	271	261	261	261

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 5.9 - Regressão da Variável Dependente OUT-F&A – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-14,719* (-2,626)	-10,734*** (-1,869)	-10,094** (-2,381)	-10,560*** (-1,836)	-8,064 (-1,276)	-11,821 (-0,662)	-90,790** (-2,104)	-334,228* (-4,664)	-26,132* (-8,317)	-26,469* (-8,424)	-10,024* (-4,812)	-26,393* (-8,328)	-23,316* (-6,872)	-22,674* (-6,067)	-23,265* (-6,672)	-22,421* (-6,081)
PIB	0,532*** (1,785)	0,639** (1,961)	1,241* (3,142)	0,751*** (1,703)	0,743*** (1,692)	1,436*** (1,674)	0,778*** (1,801)	1,722*** (1,930)	1,006* (8,525)	1,108* (8,088)	1,387* (8,185)	1,104* (7,886)	1,109* (8,466)	1,079* (7,599)	1,046* (8,046)	1,082* (7,311)
CRESCPIB	0,141* (2,765)	0,122** (2,392)	0,132* (2,642)	0,119** (2,334)	0,104** (2,080)	0,113* (4,346)	0,113** (2,018)	0,115** (2,170)	0,111** (2,413)	0,104** (2,261)	0,122** (2,566)	0,107** (2,326)	0,092*** (1,917)	0,095** (1,979)	0,095** (1,978)	0,096** (2,043)
IG	-0,016 (-0,409)	-0,019 (-0,475)		-0,021 (-0,525)	-0,016 (-0,364)	-0,018 (-0,361)	0,007 (0,089)	-0,044 (-0,917)	0,057* (3,353)	0,062* (3,445)		0,061* (3,389)	0,050* (2,778)	0,040** (2,095)	0,042** (2,100)	0,040** (2,096)
IDH	26,111* (3,388)	16,861** (2,013)		19,174** (2,122)	19,614** (1,998)	15,030*** (1,653)	18,712** (1,979)	18,062*** (1,652)	17,612* (3,852)	15,638* (3,305)		15,967* (3,302)	12,318** (2,478)	13,787* (2,717)	14,368* (2,853)	13,576* (2,663)
GA		2,729* (2,670)		2,696* (2,633)	3,344* (2,918)	3,261** (2,520)	2,409*** (1,862)	2,533** (2,023)		0,754 (1,505)		0,762 (1,497)	0,941*** (1,940)	0,967*** (1,934)	0,850*** (1,778)	0,994*** (1,858)
PROTINV			0,349 (0,829)	0,775*** (1,700)	1,102** (1,997)	0,972 (1,130)	2,066*** (1,876)	1,975 (1,358)			0,060 (0,387)	-0,051 (-0,505)	-0,001 (-0,011)	-0,022 (-0,024)	-0,016 (-0,176)	-0,025 (-0,263)
CAP					0,007** (2,334)	0,007** (2,345)	0,007** (2,312)	0,007** (2,411)					0,010* (4,856)	0,009* (4,685)	0,009* (4,696)	0,009* (4,755)
DC						-0,163 (-0,264)		-3,506** (-2,252)						-0,011 (-0,647)		-0,011 (-0,524)
UA							1,151 (1,285)	1,540 (1,208)							-0,003 (-0,375)	-0,004 (-0,445)
R ² Ajustado	0,762	0,767	0,753	0,767	0,771	0,752	0,755	0,771	0,433	0,428	0,208	0,418	0,501	0,496	0,495	0,469
Est. F	31,990*	31,921*	31,515*	30,937*	28,128*	24,687*	25,180*	26,652*	60,209*	47,308*	28,155*	38,148*	41,428*	34,729*	34,597*	27,867
T. Hausman									7,982***	13,604**	0,792	13,818**	12,242***	11,803	16,173*	33,340*
N	311	311	311	311	283	275	275	275	311	311	311	311	283	275	275	275

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (9), (10), (12), (13), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (1), (2), (11), (4), (5), (14), (7) e (8).

Tabela 5.10 - Regressão da Variável Dependente OUT-IR – Países Desenvolvidos

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-10,853** (-2,061)	-10,737** (-2,031)	-9,444* (-4,863)	-10,610** (-1,979)	-4,313 (-0,673)	-9,296 (-0,610)	11,394 (-0,348)	-5,069 (-0,128)	-13,767* (-5,545)	-13,830* (-5,458)	-7,620* (-7,864)	-13,788* (-5,369)	-10,475* (-3,413)	-7,363** (-2,220)	-10,171* (-3,134)	-7,330** (-2,212)
PIB	1,360* (5,037)	1,382* (5,044)	1,108* (7,436)	1,387* (5,025)	1,307* (3,878)	1,167** (2,026)	1,225** (2,108)	1,185** (1,975)	0,847* (9,845)	0,855* (9,293)	0,946* (13,710)	0,855* (9,096)	0,816* (8,162)	0,938* (9,571)	0,867* (8,672)	0,969* (9,498)
CRESCPIB	0,067** (2,481)	0,072** (2,483)	0,065** (2,499)	0,072** (2,483)	0,080** (2,353)	0,072*** (1,895)	0,074*** (1,897)	0,073*** (1,872)	0,065* (5,417)	0,064** (2,561)	0,070* (3,043)	0,064** (2,561)	0,057** (1,967)	0,054*** (1,862)	0,054*** (1,863)	0,057** (1,966)
IG	0,027 (1,350)	0,025 (1,190)		0,024 (1,143)	-0,004 (-0,148)	0,001 (0,034)	-0,001 (-0,034)	0,001 (0,033)	0,019 (1,583)	0,020 (1,538)		0,020 (1,539)	0,021 (1,498)	0,023 (1,643)	0,023 (1,641)	0,022 (1,571)
IDH	-4,628 (-0,649)	-4,627 (-0,647)		-4,602 (-0,641)	-10,227 (-1,227)	-11,363 (-1,225)	-10,551 (-1,200)	-11,593 (-1,215)	6,230*** (1,779)	6,079*** (1,703)		6,131*** (1,687)	7,422*** (1,771)	7,007*** (1,677)	8,378** (1,968)	8,580** (1,998)
GA		-0,309 (-0,595)		-0,323 (-0,612)	-0,738 (-1,125)	-0,822 (-1,096)	-0,835 (-1,039)	-0,782 (-0,944)		0,065 (0,226)		0,059 (0,201)	-0,129 (-0,396)	0,074 (0,239)	-0,116 (-0,489)	0,182 (0,562)
PROTINV			-0,028 (-0,168)	-0,029 (-0,170)	0,393 (0,713)	-0,373 (-0,654)	0,413 (0,664)	0,329 (0,478)			0,005 (0,071)	-0,015 (-0,227)	-0,003 (-0,041)	-0,036 (-0,054)	-0,005 (-0,069)	-0,030 (-0,455)
CAP					0,002 (1,002)	0,002 (1,021)	0,002 (1,051)	0,002 (1,062)					0,003*** (1,671)	0,004** (1,989)	0,003** (2,541)	0,004** (2,125)
DC						0,139 (0,342)		0,206 (0,291)						0,076** (2,112)		0,035** (2,332)
UA							0,125 (0,211)	0,120 (0,116)							0,012** (1,997)	0,007 (1,005)
R ² Ajustado	0,962	0,962	0,961	0,961	0,960	0,959	0,959	0,959	0,618	0,613	0,573	0,607	0,612	0,678	0,670	0,682
Est. F	112,651*	108,607*	114,773*	104,475*	81,877*	77,336*	77,264*	74,250*	58,516*	45,937*	64,531*	37,563*	27,808*	31,021*	26,296*	28,114*
T. Hausman									4,125	4,463	3,160	4,463	5,521	4,850	4,525	5,257
N	143	143	143	143	120	115	115	115	143	143	143	143	120	115	115	115

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à aceitação do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, iremos interpretar as equações numeradas de (9) a (16).

Tabela 5.11 - Regressão da Variável Dependente FDI – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-9,781*	-9,569*	-10,179*	-9,557*	-8,420*	-14,756*	-3,755	-8,722	-5,903*	-5,628*	-5,303*	-5,621*	-5,134*	-7,143*	-6,344*	-7,323*
	(-5,392)	(-5,266)	(-5,429)	(-5,548)	(-4,738)	(-2,935)	(-0,581)	(-1,203)	(-4,496)	(-4,539)	(-3,963)	(-4,429)	(-4,154)	(-4,110)	(-4,049)	(-4,098)
PIB	1,352*	1,307*	1,595*	1,347*	1,257*	1,133*	1,381*	1,227*	1,048*	1,028*	1,052*	1,046*	1,017*	0,957*	1,062*	0,992*
	(8,503)	(8,068)	(8,668)	(7,165)	(6,907)	(4,991)	(6,364)	(5,091)	(9,615)	(10,078)	(9,564)	(9,962)	(9,970)	(8,042)	(9,567)	(7,751)
CRESCPIB	-0,005	-0,005	-0,003	-0,006	-0,002	-0,002	-0,005	-0,006	0,002	0,001	0,006	0,001	0,002	0,003	0,002	0,002
	(-0,498)	(-0,495)	(-0,273)	(-0,587)	(-0,210)	(-0,208)	(-0,455)	(-0,545)	(0,204)	(0,113)	(0,602)	(0,101)	(0,214)	(0,300)	(0,205)	(0,202)
IG	0,035*	0,037*		0,036*	0,036*	0,041*	0,039*	0,043*	0,030*	0,024*		0,026*	0,030*	0,033*	0,030*	0,033*
	(3,889)	(4,110)		(4,002)	(3,999)	(4,100)	(4,333)	(4,301)	(4,985)	(4,012)		(4,333)	(4,955)	(4,714)	(4,286)	(4,714)
GA		0,425***		0,520**	0,542***	0,613***	0,574***	0,579		0,361**		0,424**	0,242	0,261	0,294	0,269
		(1,711)		(1,969)	(1,721)	(1,693)	(1,751)	(1,595)		(2,187)		(2,174)	(1,130)	(1,186)	(1,246)	(1,130)
PROTINV			-0,117	-0,092	0,071	0,223	0,017	0,166			0,174**	-0,062	-0,115	-0,072	-0,078	-0,069
			(-0,568)	(-0,434)	(0,345)	(0,933)	(0,073)	(0,680)			(2,122)	(-0,653)	(-1,251)	(-0,722)	(-0,757)	(-0,670)
CAP					0,002**	0,002**	0,002**	0,002**					0,002**	0,002**	0,002**	0,002**
					(1,978)	(1,981)	(1,983)	(1,995)					(2,111)	(2,101)	(2,095)	(2,104)
DC						0,154		0,187						0,038		0,035
						(1,252)		(1,472)						(1,407)		(1,094)
UA							-0,103	-0,145							0,006	0,002
							(-0,837)	(-1,142)							(0,857)	(0,252)
R ² Ajustado	0,770	0,771	0,754	0,770	0,787	0,781	0,780	0,781	0,337	0,347	0,290	0,345	0,397	0,390	0,385	0,386
Est. F	33,955*	32,890*	31,123*	31,609*	33,008*	30,465*	30,308*	29,509*	44,404*	34,985*	35,817*	27,939*	27,669*	22,162*	21,776*	19,199*
T. Hausman									12,531*	17,722*	15,126*	16,925*	12,875**	13,596***	12,473***	14,301***
N	257	257	257	257	244	233	233	233	257	257	257	257	244	233	233	233

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 5.12 - Regressão da Variável Dependente IN-F&A – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-13,948*	-13,486*	-14,349*	-13,428*	-12,567*	-14,957	-18,474	-19,469	-4,183*	-4,493*	-3,888*	-4,503*	-3,588*	-4,069**	-4,698*	-4,674*
	(-4,154)	(-4,062)	(-4,234)	(-4,045)	(-3,724)	(-1,598)	(-1,527)	(-1,426)	(-3,064)	(-3,220)	(-2,787)	(-3,277)	(-3,175)	(-2,529)	(-3,136)	(-2,841)
PIB	1,600*	1,461*	1,884*	1,641*	1,576*	1,553*	1,515*	1,483*	0,835*	0,866*	0,824*	0,849*	0,781*	0,764*	0,818*	0,836*
	(5,423)	(4,935)	(5,675)	(4,943)	(4,529)	(3,646)	(3,749)	(3,274)	(7,591)	(7,596)	(7,292)	(7,580)	(8,775)	(7,276)	(8,099)	(7,207)
CRESCPIB	-0,037***	-0,040**	-0,036***	-0,042**	-0,039**	-0,036***	-0,033***	-0,033***	-0,028	-0,029***	-0,023	-0,029***	-0,031***	-0,026	-0,024	-0,024
	(-1,947)	(-2,105)	(-1,895)	(-2,210)	(-2,053)	(-1,895)	(-1,661)	(-1,659)	(-1,556)	(-1,649)	(-1,278)	(-1,649)	(-1,823)	(-1,443)	(-1,333)	(-1,332)
IG	0,037**	0,042*		0,039**	0,042**	0,040**	0,038**	0,039**	0,025*	0,020**		0,019**	0,026*	0,026*	0,023*	0,022*
	(2,313)	(2,625)		(2,438)	(2,624)	(2,221)	(2,235)	(2,167)	(4,167)	(2,502)		(2,374)	(3,714)	(3,713)	(3,286)	(2,749)
GA		1,252*		1,410*	1,272**	1,150***	1,167***	1,122***		0,228		0,137	-0,238	-0,184	-0,052	-0,037
		(2,681)		(2,866)	(2,092)	(1,701)	(1,898)	(1,659)		(1,152)		(0,606)	(-1,190)	(-0,856)	(-0,226)	(-0,156)
PROTINV			0,194**	0,187***	0,172***	0,119	0,134	0,164			0,210*	0,107	0,095	0,129	0,135	0,132
			(2,337)	(1,798)	(1,890)	(1,155)	(1,229)	(1,426)			(2,958)	(1,138)	(1,249)	(1,449)	(1,607)	(1,501)
CAP					0,003**	0,003***	0,003***	0,003***					0,003**	0,002***	0,003***	0,003***
					(1,988)	(1,752)	(1,758)	(1,762)					(1,985)	(1,852)	(1,867)	(1,668)
DC						0,062		0,038						0,011		0,005
						(0,266)		(0,159)						(0,551)		(0,217)
UA							0,117	0,109							0,008	0,009
							(0,502)	(0,454)							(1,332)	(1,502)
R ² Ajustado	0,429	0,443	0,417	0,443	0,444	0,429	0,429	0,427	0,196	0,205	0,176	0,194	0,294	0,256	0,275	0,265
Est. F	8,588*	8,753*	8,223*	8,478*	8,120*	7,408*	7,421*	7,133*	22,342*	16,664*	19,755*	13,647*	18,369*	12,754*	13,960*	11,751*
T. Hausman									16,074*	22,106*	15,583**	25,034*	23,600*	22,049*	22,874*	22,126*
N	264	264	264	264	251	240	240	240	264	264	264	264	251	240	240	240

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 5.13 - Regressão da Variável Dependente IN-IR – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-3,499*** (-1,899)	-3,103*** (-1,714)	-2,404 (-1,376)	-3,208*** (-1,765)	-2,111 (-1,109)	-18,699*** (-1,731)	-6,776 (-0,804)	-20,137*** (-1,673)	-2,767** (-2,473)	-2,754** (-2,492)	-2,615** (-2,407)	-2,783** (-2,467)	-2,870** (-2,422)	-5,467* (-3,770)	-2,843*** (-1,900)	-5,017* (-3,394)
PIB	0,567* (3,938)	0,502* (3,486)	0,526* (3,350)	0,458* (2,974)	0,402** (2,528)	0,300*** (1,667)	0,371*** (1,953)	0,310*** (1,675)	0,564* (6,409)	0,572* (6,575)	0,541* (6,147)	0,569* (6,393)	0,582* (6,258)	0,537* (5,837)	0,588* (5,765)	0,480* (4,848)
CRESCPIB	0,017*** (1,699)	0,018*** (1,810)	0,017*** (1,708)	0,018*** (1,805)	0,018*** (1,816)	0,020** (1,987)	0,020*** (1,818)	0,021*** (1,909)	0,001 (0,110)	0,003 (0,332)	0,002 (0,221)	0,003 (0,333)	0,006 (0,665)	0,006 (0,667)	0,007 (0,776)	0,005 (0,556)
IG	0,023*** (1,769)	0,022*** (1,692)		0,023*** (1,769)	0,022*** (1,693)	0,022*** (1,695)	0,025*** (1,668)	0,027*** (1,928)	0,009*** (1,804)	0,002 (0,331)		0,002 (0,334)	0,004 (0,571)	0,005 (0,833)	0,004 (0,571)	0,007 (1,167)
GA		0,550** (2,282)		0,522** (2,139)	0,601*** (1,752)	0,728** (1,962)	0,596*** (1,656)	0,503 (1,370)		0,324** (2,282)		0,308*** (1,925)	0,266 (1,350)	0,421* (2,288)	0,238 (1,117)	0,295 (1,468)
PROTINV			0,104 (0,813)	0,102 (0,803)	0,063 (0,499)	0,072 (0,545)	0,063 (0,473)	0,084 (0,622)			0,106*** (1,828)	0,018 (0,253)	-0,008 (-0,109)	0,044 (0,611)	-0,010 (-0,123)	0,033 (0,452)
CAP					0,003** (1,985)	0,002*** (1,852)	0,002*** (1,873)	0,002*** (1,754)					0,001 (1,010)	0,001 (0,998)	0,001 (0,991)	-0,001 (-1,002)
DC						0,415*** (1,675)		0,034 (0,236)						0,049** (2,451)		0,009 (1,502)
UA							0,185*** (1,659)	0,398** (2,287)							0,001 (0,167)	0,066* (3,012)
R ² Ajustado	0,900	0,904	0,897	0,904	0,912	0,913	0,912	0,913	0,252	0,273	0,258	0,264	0,271	0,304	0,252	0,312
Est. F	42,040*	42,521*	40,966*	40,868*	42,389*	42,399*	42,199*	43,452*	14,370*	12,147*	14,796*	9,537*	7,927*	7,689*	6,156*	7,067*
T. Hausman									19,626*	21,263**	17,210*	21,107*	26,656*	39,338*	24,792*	38,076*
N	120	120	120	120	113	108	108	108	120	120	120	120	113	108	108	108

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, as equações que iremos interpretar são as estimadas pelo MEF que se encontram numeradas de (1) a (8).

Tabela 5.14 - Regressão da Variável Dependente FDO – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-23,439* (-6,518)	-23,905* (-6,383)	-20,715* (-6,008)	-23,784* (-6,289)	-23,577* (-5,912)	-27,249* (-2,591)	-13,859 (-1,126)	-16,784 (-1,154)	-20,840* (-8,103)	-19,586* (-8,001)	-15,676* (-6,456)	-20,228* (-7,998)	-19,448* (-7,664)	-19,376* (-6,617)	-20,213* (-7,345)	-19,713* (-6,571)
PIB	1,764* (4,969)	1,742* (4,852)	2,118* (6,229)	1,705* (4,417)	1,707* (4,204)	1,589* (3,402)	1,853* (3,959)	1,785* (3,549)	1,476* (8,291)	1,504* (9,171)	1,631* (8,114)	1,471* (8,704)	1,435* (8,858)	1,562* (8,536)	1,413* (7,359)	1,450* (6,682)
CRESCPIB	0,026 (1,368)	0,027 (1,421)	0,023 (1,210)	0,028 (1,473)	0,028 (1,401)	0,023 (1,152)	0,018 (0,857)	0,018 (0,859)	0,031*** (1,722)	0,029*** (1,706)	0,031*** (1,661)	0,031*** (1,722)	0,032*** (1,684)	0,026 (1,368)	0,026 (1,369)	0,027 (1,421)
IG	0,019 (1,118)	0,019 (1,117)		0,020 (1,111)	0,020 (1,110)	0,030 (1,429)	0,032 (1,599)	0,035*** (1,667)	0,023** (2,091)	0,018*** (1,802)		0,019*** (1,727)	0,020*** (1,818)	0,017 (1,417)	0,018 (1,499)	0,018 (1,385)
IDH	9,809** (2,277)	10,966** (2,191)		10,607** (2,040)	10,367*** (1,887)	12,959** (2,001)	14,121* (2,664)	12,989** (2,007)	10,569* (4,201)	8,381* (3,226)		9,016* (3,362)	8,987* (3,403)	9,748* (3,513)	12,187* (3,445)	12,075* (3,411)
GA		-0,244 (0,456)		-0,267 (-0,491)	-0,226 (-0,324)	-0,388 (-0,524)	-0,226 (-0,321)	-0,316 (-0,425)		0,556*** (1,878)		0,328 (0,919)	0,337 (0,879)	0,194 (0,486)	-0,202 (-0,383)	-0,180 (-0,339)
PROTINV			0,322 (0,373)	0,108 (0,412)	0,098 (0,428)	0,023 (0,463)	0,182 (0,444)	0,122 (0,472)			0,153 (1,048)	0,165 (1,130)	0,106 (0,757)	0,139 (0,927)	0,138 (0,896)	0,132 (0,857)
CAP					0,001 (0,521)	0,001 (0,514)	0,001 (0,503)	-0,001 (-0,495)					0,002 (1,012)	0,003 (1,543)	0,002 (1,103)	0,002 (1,015)
DC						0,056 (0,198)		-0,261 (-1,044)						-0,038 (-0,995)		-0,016 (-1,067)
UA							-0,244 (-0,992)	0,109 (0,378)							-0,018 (-1,385)	-0,017 (-0,386)
R ² Ajustado	0,753	0,752	0,748	0,751	0,734	0,736	0,737	0,736	0,349	0,375	0,280	0,373	0,392	0,392	0,386	0,385
Est. F	28,408*	27,300*	30,459*	28,760*	22,835*	22,009*	22,151*	21,321*	33,556*	30,219*	32,520*	25,140*	22,143*	18,666*	18,181*	16,244*
T. Hausman									1,353	5,441	4,446	4,258	9,643	11,200	8,845	10,685
N	244	244	244	244	231	220	220	220	244	244	244	244	231	220	220	220

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à aceitação do MEA ser o método mais apropriado em todas as equações. Logo, iremos interpretar as equações numeradas de (9) a (16).

Tabela 5.15 - Regressão da Variável Dependente OUT-F&A – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-23,601* (-4,075)	-24,271* (-4,079)	-19,341* (-3,468)	-24,848* (-4,157)	-22,773* (-3,662)	-11,675 (-0,708)	2,479 (-0,124)	9,876 (-0,426)	-15,340* (-4,517)	-13,082* (-4,346)	-12,458* (-5,466)	-15,029* (-5,079)	-15,065* (-4,899)	-14,981* (-4,149)	-15,160* (-4,712)	-15,222* (-4,364)
PIB	1,045*** (1,799)	1,003*** (1,706)	2,106* (3,886)	1,199** (1,961)	1,097*** (1,709)	1,420*** (1,927)	1,597** (2,179)	1,767** (2,262)	1,274* (5,817)	1,348* (6,984)	1,214* (6,634)	1,255* (6,934)	1,220* (6,703)	1,305* (6,041)	1,091* (5,027)	1,090* (4,325)
CRESCPIB	0,018 (0,545)	0,020 (0,606)	0,015 (0,454)	0,017 (0,515)	0,020 (0,588)	0,019 (0,543)	0,003 (0,083)	0,005 (0,135)	0,015 (0,496)	0,009 (0,290)	0,022 (0,709)	0,013 (0,419)	0,017 (0,548)	0,020 (0,606)	0,017 (0,515)	0,017 (0,514)
IG	0,043*** (1,721)	0,041*** (1,783)		0,038 (1,520)	0,037 (1,481)	0,040 (1,249)	0,055*** (1,774)	0,049 (1,485)	0,040* (2,667)	0,030** (2,143)		0,028** (1,981)	0,025** (2,083)	0,020*** (1,818)	0,018 (1,502)	0,018 (1,385)
IDH	18,422* (2,631)	20,410** (2,542)		22,769* (2,716)	21,983** (2,529)	30,026* (2,879)	26,814* (2,941)	30,001* (2,882)	4,425 (1,324)	4,180 (1,329)		4,617 (1,475)	3,656 (1,153)	5,391*** (1,752)	8,590** (1,997)	8,688** (1,980)
GA		-0,438 (-0,508)		-0,307 (-0,352)	-0,913 (-0,834)	-0,707 (-0,607)	-0,785 (-0,705)	-0,566 (-0,485)		0,921* (2,631)		0,300 (0,748)	-0,072 (-0,165)	-0,214 (-0,446)	-0,871 (-1,361)	-0,881 (-1,347)
PROTINV			-0,065 (-0,106)	0,659 (0,981)	-0,610 (-0,889)	-0,398 (-0,525)	-0,363 (0,502)	-0,190 (0,246)			0,631* (5,487)	0,435* (2,771)	0,336** (2,101)	0,343*** (1,906)	0,366** (2,153)	0,364** (2,092)
CAP					0,004 (1,334)	0,003 (1,211)	0,003 (1,161)	0,003 (1,103)					0,005*** (1,668)	0,005** (1,972)	0,005*** (1,781)	0,005*** (1,793)
DC						-0,413 (-0,918)		-0,293 (-0,638)						-0,030 (-0,698)		0,001 (0,022)
UA							-0,587 (-1,482)	-0,536 (-1,323)							-0,024*** (-1,714)	-0,025 (1,470)
R ² Ajustado	0,495	0,496	0,478	0,493	0,491	0,470	0,473	0,472	0,171	0,216	0,232	0,255	0,283	0,288	0,276	0,268
Est. F	9,958*	9,979*	9,694*	9,280*	8,773*	7,806*	7,907*	7,634*	13,776*	14,637*	25,925*	15,094*	14,198*	11,429*	11,651*	10,082*
T. Hausman									9,291***	14,064*	4,506	12,477**	9,031	11,498	13,293	13,718
N	248	248	248	248	235	224	224	224	248	248	248	248	235	224	224	224

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (9), (10) e (12). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (1), (2), (11), (4), (13), (14), (15) e (16).

Tabela 5.16 - Regressão da Variável Dependente OUT-IR – Países em Desenvolvimento

	MEF								MEA							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
C	-10,173** (-2,359)	-10,033** (-2,189)	-4,093 (-1,232)	-10,140** (2,204)	-8,452*** (-1,652)	6,807 (0,266)	-16,504 (-1,006)	-1,174 (-0,040)	-8,905* (-4,399)	-7,908* (-4,043)	-7,465* (-4,371)	-8,291* (-3,923)	-7,155* (-3,095)	-7,956* (-2,953)	-7,401* (-3,062)	-8,018* (-2,931)
PIB	0,681** (2,003)	0,694** (2,023)	0,585** (1,967)	0,699** (1,980)	0,671*** (1,804)	0,615*** (1,694)	0,712*** (1,754)	0,706*** (1,903)	0,812* (6,548)	0,864* (7,322)	0,759* (5,540)	0,848* (6,894)	0,812* (6,152)	0,800* (5,369)	0,835* (5,318)	0,780* (4,358)
CRESCPIB	0,009 (0,529)	0,009 (0,499)	0,005 (0,278)	-0,008 (-0,441)	0,009 (0,474)	0,010 (0,502)	0,013 (0,648)	0,014 (0,667)	-0,004 (-0,267)	-0,009 (-0,563)	-0,001 (-0,063)	-0,009 (-0,563)	-0,008 (-0,498)	-0,009 (-0,529)	-0,009 (-0,528)	-0,009 (-0,527)
IG	0,052** (2,167)	0,052** (2,081)		0,055** (2,198)	0,056** (2,153)	0,062** (2,296)	0,053*** (1,827)	0,055*** (1,833)	0,023** (2,551)	0,017*** (1,889)		0,013 (1,305)	0,010 (1,108)	0,010 (0,909)	0,009 (0,818)	0,010 (0,909)
IDH	20,881* (3,020)	20,609* (2,738)		21,257* (2,794)	19,783** (2,441)	24,425** (2,206)	19,000** (2,253)	23,685** (2,116)	1,269 (0,609)	-0,825 (-0,398)		-0,276 (-0,121)	-0,990 (-0,410)	-1,203 (-0,468)	-1,211 (-0,369)	-0,765 (-0,226)
GA		0,046 (0,095)		0,075 (0,153)	-0,228 (-0,317)	-0,111 (-0,148)	-0,222 (-0,305)	-0,100 (-0,132)		0,547* (2,668)		0,469*** (1,869)	0,455 (1,482)	0,520 (1,529)	0,494 (1,159)	0,456 (0,964)
PROTINV			0,025 (0,102)	-0,164 (-0,686)	-0,191 (-0,767)	-0,151 (-0,576)	-0,225 (-0,865)	-0,184 (-0,684)			0,056 (0,636)	0,060 (0,566)	0,035 (0,310)	0,065 (0,521)	0,055 (0,451)	-0,066 (-0,520)
CAP				0,003 (0,985)	0,003 (0,991)	0,003 (0,991)	0,002 (0,715)	0,002 (0,667)				0,002 (0,865)	0,001 (0,532)	0,001 (0,526)	0,001 (0,526)	0,001 (0,533)
DC						0,421*** (1,896)		0,456** (2,151)						0,017 (0,531)		0,020 (0,556)
UA							0,471*** (1,658)	0,368 (1,287)							0,001 (0,091)	-0,002 (-0,167)
R ² Ajustado	0,834	0,832	0,814	0,831	0,818	0,813	0,813	0,812	0,281	0,338	0,254	0,324	0,312	0,282	0,290	0,273
Est. F	22,978*	21,916*	20,889*	21,051*	18,244*	16,938*	16,921*	16,245*	12,502*	13,043*	14,385*	10,446*	8,195*	6,199*	6,407*	5,426**
T. Hausman									21,250*	18,530*	3,736	18,437*	17,225**	18,105**	19,241**	18,993**
N	119	119	119	119	112	107	107	107	119	119	119	119	112	107	107	107

Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T.

* Significativo a 1%

** Significativo a 5%

*** Significativo a 10%

Os valores observados pelo Teste de Hausman conduzem à rejeição do MEA ser o método mais apropriado nas equações (9), (10), (12), (13), (14), (15) e (16). Logo, as equações que iremos interpretar são as seguintes: (1), (2), (11), (4), (5), (6), (7) e (8).

CAPÍTULO 6

O IMPACTO DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO NO CRESCIMENTO ECONÓMICO: REVISÃO DA LITERATURA

6.1 Introdução

Na literatura recente, muita atenção tem sido dada ao impacto do IDE no crescimento económico dos países de acolhimento, especialmente nas economias em desenvolvimento. Na verdade, para este conjunto de países, este debate assume uma importância especial, se tivermos em consideração, as recentes alterações na composição e direcção do investimento estrangeiro e nas políticas de liberalização que os governos têm vindo a concretizar, no sentido de promover o IDE. Como referimos no capítulo 2, a quota do IDE global com destino aos países em desenvolvimento cresceu de uma média de 20%, em 1978-1980, para uma média de 35%, em 2004-2006 (figura 2.11)¹²¹.

Os modelos neoclássicos de crescimento, assim como os modelos endógenos providenciam a base para a maioria dos trabalhos empíricos sobre a relação IDE – crescimento económico. Esta relação tem sido estudada através da investigação de quatro temas principais: i) determinantes do crescimento; ii) determinantes do IDE; iii) papel das empresas multinacionais nos países recipientes e iv) direcção de causalidade entre as duas variáveis.

Contudo, se do ponto de vista teórico parece existir algum consenso sobre o impacto positivo que o IDE exerce no crescimento económico dos países recipientes, o mesmo já não se verifica ao nível da literatura empírica, onde se observa um efeito ambíguo entre as duas variáveis.

¹²¹ Também, enquanto fonte de IDE, este grupo de economias aumentou de importância (ver Capítulo 2).

Iniciaremos este capítulo com um breve enquadramento teórico sobre o impacto do investimento estrangeiro, em particular das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, no crescimento económico. Em seguida, na secção 6.3, iremos proceder à sistematização dos principais trabalhos empíricos que se dedicam ao estudo da relação IDE - crescimento.

Não constitui, no entanto, nosso objectivo efectuar uma revisão exaustiva da vastíssima investigação que tem sido desenvolvida nesta área. Será, essencialmente, nos estudos macroeconómicos, recentemente, realizados num contexto de dados em painel que nos iremos debruçar, uma vez que será neste tipo de contexto que a nossa investigação empírica vai assentar. Desta forma, a revisão da literatura irá incidir sobre os trabalhos que, adoptando amostras em painel, investigam a relação entre IDE e crescimento económico, quer através do recurso a testes de causalidade, quer a equações de crescimento.

6.2 Enquadramento Teórico

A fundamentação teórica para os estudos empíricos sobre IDE e crescimento resulta, quer dos modelos de crescimento neoclássico, quer dos modelos de crescimento endógeno.

No modelo neoclássico de Solow (1956), o IDE promove crescimento económico através do aumento do volume do investimento e/ou da sua eficiência, provocando aumentos transitórios no crescimento a médio e longo prazo [Chenery e Stout (1966)]. Segundo esta teoria, o crescimento de longo prazo só pode ser atingido através do progresso tecnológico, o qual é considerado como sendo exógeno, focando-se o modelo na acumulação de capital, enquanto principal fonte endógena de expansão do produto. Será através da acumulação de capital nas economias recipientes que o IDE irá gerar efeitos no crescimento. Sendo considerado semelhante ao investimento doméstico, é esperado que IDE providencie um crescimento não convexo, encorajando a incorporação de novos inputs e de tecnologias estrangeiras na função produção do país recipiente [Zhao e Du (2007)]. Neste contexto, espera-se que o IDE afecte o crescimento económico apenas no curto prazo e, no longo prazo, sob a hipótese

convencional de rendimentos decrescentes à escala para um dado nível de tecnologia, o IDE não terá qualquer impacto permanente no crescimento económico.

A importância da tecnologia tem vindo a ser enfatizada pelos recentes modelos de crescimento endógeno. Nestes modelos, o IDE é tratado como um factor de produção, tal como o trabalho e o capital doméstico, e é esperado que aumente o crescimento, no longo prazo. Ou seja, este tipo de modelos considera o crescimento de longo prazo como uma função do progresso tecnológico e providencia uma estrutura conceptual no qual o IDE pode, permanentemente, aumentar a taxa de crescimento na economia recipiente, através da transferência e difusão de tecnologia e dos efeitos de externalidades (*spillovers*).

Consequentemente, o efeito do IDE no crescimento económico pode ser analisado no contexto da teoria do crescimento, nesta dupla perspectiva: por um lado, através da acumulação de capital na economia recipiente é esperado que o IDE aumente o crescimento económico encorajando a incorporação de novos inputs e tecnologias estrangeiras; por outro, através da transferência e difusão de conhecimentos é esperado que o IDE aumente o *stock* de conhecimento na economia recipiente, aumentando a produtividade desta [De Mello (1999)].

Apesar da controvérsia em torno da questão se o progresso tecnológico é melhor descrito como exógeno ou endógeno para a economia mundial como um todo, parece evidente o papel que o IDE assume na difusão de tecnologia para os países em desenvolvimento [Borensztein, De Gregorio e Lee (1998)]. Seja qual for a interpretação, a tecnologia criada nos países desenvolvidos é considerada exógena para os países em desenvolvimento. Nestas circunstâncias, é esperada uma relação positiva entre o IDE e o crescimento económico das economias em desenvolvimento.

Por exemplo, como sintetizam Balasubramanyam, Salisu e Sapsford (1996) e De Mello (1999), o IDE é composto por um conjunto de *stock* de capital, *know-how* e tecnologia capaz de aumentar o *stock* de conhecimento existente na economia recipiente, através da formação profissional, da aquisição e difusão de capacidades e da introdução de práticas organizacionais alternativas.

Segundo Pessoa (2007) é possível identificar três canais principais, através dos quais as entradas de investimento estrangeiro podem melhorar a produtividade e potenciar o crescimento de um país alvo: 1) melhoria directa da eficiência através do

redireccionamento de recursos locais para utilizações mais produtivas; 2) aumento da concorrência nos mercados domésticos e, 3) impacto indirecto via *spillovers* e outras externalidades associadas com interações entre as filiais estrangeiras e a economia recipiente¹²².

Dadas as limitações em termos de recursos disponíveis dentro de uma economia, a entrada de uma empresa estrangeira, seja por aquisição ou por investimento de raiz, é provável que esteja relacionada com uma reafecção de recursos e esforços para actividades mais produtivas. Neste sentido, independentemente da forma de entrada, espera-se que o IDE seja responsável por um aumento da produtividade nas economias de acolhimento.

Todavia, a dimensão dos benefícios nos países de acolhimento depende da acção de um grande número de ligações entre as empresas estrangeiras, as empresas locais e os consumidores domésticos, assim como da capacidade das empresas estrangeiras em impedir que os ganhos potenciais sejam, totalmente, transferidos para as empresas e consumidores locais.

De uma forma geral, as lições que retiramos dos países desenvolvidos apontam que a produtividade do capital estrangeiro depende das condições iniciais existentes nos países recipientes. Por exemplo, Borensztein *et al.* (1998) salientam os papéis da introdução de tecnologia avançada e da capacidade de absorção dos países de acolhimento, como determinantes do crescimento económico. Neste contexto, os autores constataam que o IDE é mais produtivo que o investimento doméstico, apenas quando o país recipiente tem um mínimo de *stock* de capital humano. De Mello (1997) argumenta que um aumento na produtividade do IDE pode, apenas, ser atingido se existir um nível, relativamente elevado, de capital humano na economia alvo. Ambos os estudos demonstram que as condições preexistentes nas economias recipientes ajudam a converter, de forma eficaz, o novo capital em níveis mais elevados de output.

Blomström, Lipsey e Zejan (1994), num estudo sobre o impacto do IDE, via progresso tecnológico, no crescimento dos países em desenvolvimento, descobriram que o efeito positivo do IDE no crescimento é tanto maior, quanto mais elevado for o nível de desenvolvimento do país recipiente.

¹²² De igual modo, Barrios (1998) e Blomström e Sjöholm (1999) salientam o papel dos *spillovers* no aumento da produtividade das empresas locais. Segundo estes autores, os *spillovers* do IDE podem resultar da pressão concorrencial, do efeito demonstração e da rotação do pessoal técnico e qualificado.

De Mello (1999) encontrou um impacto positivo do IDE no crescimento económico, independentemente do *status* tecnológico, em termos de líder ou seguidor, do país alvo. Todavia, este resultado não se verifica quando o crescimento é substituído, como variável dependente, pela variação tecnológica (medida pelo factor de produtividade total). Neste caso, o IDE exerce um efeito positivo apenas para os líderes tecnológicos e uma relação negativa para os seguidores tecnológicos.

Sucintamente, os estudos que acabamos de rever salientam que a forma como o IDE tende a afectar o crescimento económico depende, fundamentalmente, das condições económicas e tecnológicas dos países recipientes.

Contudo, apesar da literatura económica considerar que o IDE global constitui, dependendo das condições específicas preexistentes, um factor determinante do crescimento económico nas economias recipientes (seja por via directa ou indirecta), é provável que encontremos algumas diferenças quando analisamos, em separado, o IDE de raiz e o IDE através das F&A internacionais.

A correlação entre IDE e crescimento económico nos países de acolhimento, juntamente com os determinantes de localização do IDE agregado, têm sido, desde há algumas décadas, alvo de uma investigação considerável, quer em termos teóricos, quer empíricos. Todavia, poucos são os estudos que se têm dedicado à análise da relação entre cada um dos modos de entrada e o crescimento económico. Entre estes, apenas encontramos alguns trabalhos que sistematizam, do ponto de vista teórico, o impacto das F&A internacionais e dos investimentos *greenfields* nas economias de acolhimento [UNCTAD (2000)].

Convém, no entanto, salientar que a comparação do impacto do IDE através das F&A internacionais com aquele que é obtido através dos investimentos *greenfields*, assume os dois modos de entrada nos mercados estrangeiros como estratégias alternativas do ponto de vista, quer dos países recipientes, quer das empresas investidoras. Em princípio, e, mesmo na prática, parece ser este o caso, muito embora estas duas formas de entrada nem sempre podem ser consideradas como perfeitos substitutos entre si. De acordo com a UNCTAD (2000), na perspectiva dos países recipientes, a substituíbilidade depende das características específicas destes últimos. Nomeadamente, do nível de desenvolvimento económico, da política dos governos em

termos de IDE, do ambiente institucional e de algumas circunstâncias específicas (por exemplo, crises financeiras, grandes programas de privatização, etc.).

Em termos concretos, tomando, como exemplo, o nível de desenvolvimento económico dos países recipientes, facilmente compreendemos que, enquanto os dois modos de IDE podem constituir duas opções alternativas nos países desenvolvidos, caracterizados por um grande número de fortes empresas privadas e por mercados financeiros bem desenvolvidos, o mesmo nem sempre se verifica nos países em desenvolvimento e nas economias em transição. Nestes últimos, as F&A não constituem tipicamente uma alternativa realista ao IDE de raiz, uma vez que, apesar das várias oportunidades de investimento, existem poucas empresas para adquirir. De uma forma geral, quanto maior o nível de desenvolvimento económico do país alvo, maior será a oferta de empresas que poderão ser alvo de uma aquisição internacional. Nesta perspectiva, os dois modos de IDE nem sempre podem ser interpretados como alternativas realistas. Todavia, no âmbito do nosso trabalho, e, como vem sendo habitual nos estudos sobre a escolha do modo de entrada, consideramos as F&A internacionais e os investimentos de raiz como duas opções alternativas.

Atendendo às características específicas de cada modo de entrada, em que as F&A internacionais envolvem a aquisição de uma empresa estrangeira já existente e os investimentos de raiz implicam o estabelecimento de uma nova filial no exterior, é provável que as primeiras sejam menos benéficas, senão prejudiciais para o desenvolvimento e crescimento económico dos países de acolhimento. Será de esperar que o impacto das F&A nos países de acolhimento levante alguns problemas, em termos dos benefícios líquidos que podem gerar às economias alvo. Sendo que esta problemática não se coloca, apenas aos países em vias de desenvolvimento, mas, também, aos países desenvolvidos.

Como referimos no capítulo 2, a diferença essencial entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz é que as primeiras envolvem, por definição, uma transferência de activos das mãos domésticas para as mãos estrangeiras, o que implica que, pelo menos no momento de entrada, não aumentem a capacidade produtiva dos países de acolhimento. Assim, especialmente no momento da entrada e no curto prazo, as F&A comparativamente aos investimentos de raiz, podem envolver, em alguns aspectos, benefícios inferiores ou impactos negativos maiores, no que respeita ao

desenvolvimento dos países recipientes. Logo, para um dado montante de IDE realizado por via de F&A internacionais pode corresponder um investimento produtivo inferior, que o mesmo montante efectuado através dos investimentos de raiz [UNCTAD (2000)].

Adicionalmente, quando o IDE assume a forma de F&A é menos provável, pelo menos no curto prazo, que haja transferência de novas e melhores tecnologias para os países recipientes, relativamente aos investimentos de raiz. As F&A podem, mesmo, originar a redução das capacidades produtivas e tecnológicas ou o encerramento de empresas locais. Pelo contrário, os investimentos de raiz ao estabelecer uma nova filial no país de acolhimento estão, normalmente, associados a um aumento dos activos tecnológicos e outras capacidades existentes nesse país.

De igual modo, as F&A não geram emprego no momento da entrada, pela razão óbvia que este tipo de investimento não adiciona capacidade produtiva¹²³. Ao invés, podem ser responsáveis pelo aumento do desemprego, enquanto os investimentos de raiz criam necessariamente emprego, no curto prazo. Neste contexto, Floyd (2003), ao analisar as diferenças quanto ao impacto do IDE de raiz e do IDE através das F&A na Polónia, obteve evidência de que os investimentos de raiz têm muito a oferecer no que concerne às oportunidades de emprego, apesar de as aquisições permitirem um melhor conhecimento do mercado local.

De uma forma sucinta, podemos afirmar que a maioria dos argumentos teóricos considera que, pelo menos no curto prazo, as F&A internacionais são menos benéficas para os países de acolhimento, quer em termos de crescimento económico, de transferência de tecnologia e de criação emprego, quando comparadas com os investimentos de raiz. Daí que, tradicionalmente, as políticas de IDE tendam a favorecer os investimentos de raiz sobre as F&A, na assunção de que os primeiros têm maiores efeitos positivos imediatos na acumulação de capital e na criação de emprego, nos países recipientes.

Contudo, se, no curto prazo, é de esperar que as F&A sejam menos benéficas que os investimentos de raiz, nomeadamente no que respeita ao crescimento e desenvolvimento económico dos países recipientes, no longo prazo, quando são

¹²³ Alguns estudos empíricos confirmam que as F&A de uma forma geral (domésticas e internacionais) são acompanhadas de um processo de racionalização da força de trabalho, à medida que as empresas reduzem o output conjunto e aumentam a eficiência pós-aquisição. Veja-se a este propósito o trabalho de Conyon *et al.* (2002) para uma amostra de 442 operações de F&A inglesas ocorridas entre 1967 e 1996.

tomados em consideração os efeitos directos e indirectos destes dois modos de entrada do investimento estrangeiro, muitas das diferenças entre eles diminuem ou desaparecem [UNCTAD (2000)]. Nesta linha de ideias, Görg (2000), ao analisar a decisão que as empresas enfrentam quanto à escolha do modo de entrada do IDE, constatou que em termos de bem-estar social, os investimentos *greenfields* tendem a ser, no curto prazo, preferíveis às F&A, embora, ao longo do tempo, as diferenças entre os dois modos acabem por se esbater.

Na verdade, no longo prazo, as F&A são seguidas por investimentos sequenciais, os quais podem levar ao aumento do investimento na produção, à transferência de novas e melhores tecnologias (especialmente, quando as empresas adquiridas são reestruturadas para aumentar a eficiência das suas operações) e, conseqüentemente, ao aumento do emprego.

Em resumo, o impacto do IDE através das F&A e dos investimentos de raiz no crescimento económico dos países alvo parece ser difícil de distinguir, uma vez passado o período inicial de entrada.

Não podemos, no entanto, esquecer que grande parte da discussão acima descrita sobre o impacto das F&A internacionais e dos investimentos de raiz em áreas chave do desenvolvimento económico tem sido, sobretudo, conceptual. Todavia, em termos de evidência empírica, apesar da vastíssima literatura dedicada ao estudo da relação entre IDE e crescimento económico, não se conhecem estudos que comparem, explicitamente, o impacto de cada um dos modos de IDE no crescimento. Com vista a tentar colmatar essa lacuna, iremos providenciar, no capítulo 7, uma investigação empírica sobre o efeito do IDE e das suas principais componentes - F&A internacionais e investimentos de raiz - no crescimento económico das economias de acolhimento.

No entanto, antes de avançarmos para o estudo empírico, consideramos pertinente proceder à revisão da literatura empírica que se tem dedicado ao estudo da relação entre o IDE e o crescimento económico.

6.3 Evidência Empírica

Como já referimos, na literatura recente, muita atenção tem sido dada ao impacto do IDE no crescimento económico dos países recipientes¹²⁴.

No entanto, se em termos teóricos existe um certo consenso acerca do impacto positivo do IDE no crescimento económico, em termos empíricos esta relação é alvo de uma maior controvérsia. Enquanto alguns estudos observam um impacto positivo do IDE no crescimento económico, outros detectam uma relação negativa ou não significativa entre as duas variáveis. Segundo Li e Liu (2005), a controvérsia poderá ser, parcialmente, explicada pela insuficiência de dados nas investigações (quer seccionais, quer temporais) que acaba por condicionar o tipo de amostra utilizada e, também, pela existência de vários problemas metodológicos. Como constatou Yang (2007), dependendo do período temporal ou do grupo de países seleccionado, o impacto do IDE sobre o crescimento pode ser diferenciado.

Em termos gerais, os estudos sobre a relação entre IDE e crescimento têm mostrado que, tendo por base um conjunto de factores cruciais como o capital humano, o investimento doméstico, o grau de abertura e o PIB inicial, o IDE tem um impacto ambíguo no crescimento económico, sendo que, no caso dos países em desenvolvimento, esse impacto é, na maioria das vezes, positivo.

Contudo, a análise macroeconómica dos efeitos do IDE no crescimento baseia-se, na maioria dos casos, na estimação de uma única equação *cross-section*, com ou sem a utilização de variáveis instrumentais.

Por exemplo, Balasubramanyam *et al.* (1996, 1999) usaram informação *cross-section* anual de 46 países em desenvolvimento para o período agregado 1970-1985 e descobriram que a dimensão do mercado doméstico, a competitividade entre os produtores locais e as interacções entre o IDE e o capital humano exercem uma influência importante no crescimento económico. As suas análises sugerem que o IDE é

¹²⁴ Está para além deste capítulo rever a vasta literatura empírica sobre a relação entre IDE e crescimento económico. Para rever a literatura sobre os determinantes do IDE ver Capítulo 3. Para uma análise do *nexus* entre IDE e crescimento, assim como da evidência sobre a relação IDE e crescimento ver De Mello (1997, 1999) e, Blomström e Kokko (1998) para uma revisão crítica da literatura sobre o papel do IDE na transferência de tecnologia.

mais produtivo nos países que prosseguiram estratégias de promoção das exportações, em vez de políticas de substituição das importações.

Borensztein *et al.* (1998) desenvolveram um modelo de crescimento endógeno, no qual o IDE aumenta o crescimento de longo prazo, através do seu efeito na taxa de difusão tecnológica a partir do mundo industrializado para os países de acolhimento. Concluíram, igualmente, que o efeito positivo do IDE sobre o crescimento depende do *stock* de capital humano disponível nas economias de acolhimento. Para tal, adoptaram o método SUR (*Seemingly Unrelated Regression*), através da estimação com variáveis instrumentais (método IV)¹²⁵, para conduzir uma análise *cross-section* de 69 países em desenvolvimento, com dados em painel para dois períodos temporais agregados, 1970-79 e 1980-89, onde as variáveis dependentes são as taxas de crescimento do PIB *per capita* para cada década.

Alfaro (2003) utilizou, de igual modo, regressões *cross-section* de 47 países ao longo do período temporal agregado 1981-1999. Seguindo Borensztein *et al.* (1998) e Carkovic e Levine (2002), estudou os efeitos directos dos diferentes tipos de IDE no crescimento económico, através de uma equação crescimento, na qual os fluxos de IDE foram incluídos como variáveis explicativas. Paralelamente, adicionou um conjunto de variáveis de controlo que são usualmente utilizadas neste tipo de estudos, tais como o nível do PIB inicial, o investimento doméstico, o capital humano, o grau de abertura, a inflação, etc. Face a esta equação de crescimento, a autora concluiu que as entradas de IDE nos diferentes sectores da economia (primário, secundário e terciário) exercem efeitos distintos no crescimento económico, sendo que, no sector primário, o IDE exerce um impacto negativo e, positivo, nos demais sectores.

Existem, no entanto, algumas desvantagens em adoptar a metodologia dos artigos que acabamos de rever. Primeiro, e, tal como referimos no capítulo 4, os modelos estimados com dados temporais agregados perdem informação dinâmica e, devido quer à falta de dinamismo, quer à redução do número de graus de liberdade, o risco de enviesamento por omissão de variáveis aumenta. Segundo, a correlação contemporânea entre dados *cross-section* não implica necessariamente causalidade e,

¹²⁵ Este método é usualmente representado pela sigla IV, referente à designação inglesa de “*Instrumental Variables*”.

logo, estes modelos podem sofrer de enviesamento por endogeneidade¹²⁶. Adicionalmente, como salientam Nair-Reichert e Weinhold (2001), uma análise seccional, sem a utilização de boas variáveis instrumentais, não será capaz de distinguir entre a hipótese que o IDE aumenta o crescimento económico *versus* a hipótese que o crescimento atrai IDE adicional.

Em resultado, temos vindo a assistir a uma abordagem recente nos trabalhos empíricos sobre crescimento, que se preocupa em estimar as equações de crescimento usando dados em painel [e.g. Bende-Nabende e Ford (1998); Bende-Nabende, Ford, Santoso e Sen (2003); De Mello (1999); Soto (2000); Nair-Reichert e Weinhold (2001); Buckley, Clegg, Wang e Cross (2002); Choe (2003); Li e Liu (2005); Yang (2007)], no sentido que muitas das dificuldades encontradas nas estimações *cross-country* podem ser eliminadas, através da correcção da heterogeneidade entre países, ao nível da tecnologia, da produção, das instituições, da cultura e dos factores socioeconómicos, os quais se espera que evoluam com o tempo¹²⁷.

Os trabalhos a seguir apresentados procuram, ou determinar a influência do IDE sobre a taxa de crescimento do PIB, ou analisar a causalidade entre as duas variáveis, num contexto de dados em painel.

Por exemplo, De Mello (1999) estimou o impacto do IDE na acumulação de capital, no output e no crescimento da produtividade total, através de uma amostra de países da OCDE e não-OCDE, durante o período 1970-1990. A sua análise com dados em painel indicou que o grau no qual o IDE aumenta depende do grau de complementaridade e substituibilidade entre o IDE e o investimento doméstico.

Soto (2000), a partir da derivação de uma função produção aplicada a uma amostra de dados em painel de países em desenvolvimento ao longo do período 1986-1997, conclui que o IDE contribui positivamente para o crescimento económico, por meio da acumulação de capital e da transferência de tecnologia.

Yang (2007) utilizou, de igual modo, dados em painel de 110 países ao longo do período 1973-2002, de forma a controlar os efeitos específicos dos países e a diminuir o risco de enviesamento por omissão de variáveis. Para tal, o autor especificou uma

¹²⁶ Neste contexto, Carkovic e Levine (2002) criticam trabalhos anteriores por evidenciarem problemas econométricos associados ao enviesamento, quer por omissão de variáveis, quer por simultaneidade.

¹²⁷ No entanto, como vimos nos capítulos anteriores, a estimação com dados em painel não está, de igual modo, isenta de problemas, em particular quando daí resulta uma amostra não balanceada.

equação crescimento, na qual a taxa de crescimento do PIB é explicada pelo investimento estrangeiro e por um conjunto de variáveis adicionais, tais como o PIB inicial, o capital doméstico, o capital humano, o grau de abertura, o crescimento da população, etc. Os resultados obtidos, através da estimação pelo método dos efeitos fixos, mostram que o efeito do IDE sobre o crescimento varia consoante os países e consoante os sub-períodos amostrais considerados. Nomeadamente, entre 1973 e 1987, o IDE afectou positivamente o crescimento na América Latina, mas negativamente no Médio Oriente; entre 1988 e 2002, os países da OCDE e da Europa e Ásia Central evidenciaram um efeito positivo do IDE, enquanto a África observou um efeito negativo; nas outras regiões não foi encontrado um efeito significativo do IDE.

Buckely *et al.* (2002) utilizaram, quer o teste de causalidade de Granger (1969), quer a derivação de uma equação de crescimento, para estudar a relação entre o IDE e o crescimento na China (considerada como um todo ou desagregada em 29 províncias), no período 1989-1998. Os autores constataram que as condições específicas dos países (e províncias) de acolhimento influenciam, significativamente, a relação de crescimento. Por outro lado, também concluíram que a qualidade e a quantidade de recursos são cruciais para promover o crescimento, como se pôde verificar pela significância do investimento doméstico e estrangeiro e, ocasionalmente, do crescimento da força de trabalho e do capital humano. Contudo, não são encontradas evidências que apoiem a tese, segundo a qual a eficácia do IDE depende de um patamar mínimo de capital humano. O capital humano tende a ser significativo no crescimento das províncias menos desenvolvidas e nas províncias com baixa capacidade de investigação. Em contraste, o IDE favorece o crescimento económico, especialmente nas regiões mais desenvolvidas. Por último, os autores constataram que a taxa de crescimento de IDE afecta positivamente o crescimento do PIB, embora o reverso não seja verdadeiro.

Nair-Reichert e Weinhold (2001) propõem um estimador combinado de efeitos fixos e aleatórios para analisar a relação de causalidade entre IDE e crescimento, usando uma amostra de dados em painel de 24 países em desenvolvimento. Os resultados evidenciam que a relação causal entre o investimento, doméstico e estrangeiro, e o crescimento económico é muito heterogénea. Em média, os autores verificam uma relação de causalidade unilateral, no sentido de que o IDE “causa” crescimento. Para

além disso, existe alguma evidência de que a eficácia do IDE é maior nas economias mais abertas, embora esta relação seja também muito heterogénea entre países. O ponto fraco, neste estudo, traduz-se no facto de que para o teste de causalidade ser consistente, seria necessário mostrar que não existe causalidade reversa, tal como é feito na abordagem de Granger (1969) aplicada a séries temporais. Ou seja, seria necessário estudar, não só a relação causal no sentido do IDE para o crescimento, mas igualmente a relação inversa.

Com vista a ultrapassar a limitação apontada ao trabalho anterior, Choe (2003) procurou mostrar a relação causal entre o crescimento económico e o IDE (e o investimento doméstico) em 80 países ao longo do período 1971-1995, através da estimação de um painel-autoregressivo (VAR). Os resultados demonstram a existência de uma relação de causalidade bidireccional entre o IDE e o crescimento, sendo os efeitos mais evidentes no sentido do crescimento para o IDE.

Convém, no entanto, salientar que os estudos acabados de descrever, assentes na aplicação de um teste de causalidade, não nos permitem aprofundar a questão da endogeneidade ou interdependência entre as duas variáveis¹²⁸, a qual assume aqui particular importância e, poderá levar ao enviesamento dos resultados.

O IDE pode ter um impacto positivo no crescimento económico, levando a um aumento da dimensão de mercado, a qual, por sua vez, irá atrair mais IDE. Isto é, se, por um lado, as entradas de IDE podem promover o crescimento dos países recipientes, através dos efeitos directos positivos e, indirectamente, através dos efeitos *spillovers*, por outro, como vimos nos capítulos anteriores, países com elevados ritmos de crescimento tendem a providenciar melhores oportunidades para realizar lucros, atraindo mais IDE. A possível forte associação entre IDE e crescimento económico pode resultar do facto de o IDE conduzir a crescimento ou, deste último, conduzir a mais investimento, sendo, igualmente, provável que as duas variáveis se movam conjuntamente através de *feedback* [Caves (1996)]. Neste último caso, podemos, assim, esperar uma interdependência positiva entre o IDE e o crescimento económico, a qual poderá estar na base de uma causalidade bidireccional.

¹²⁸ Na verdade, como iremos descrever na secção 7.3.2.1 do Capítulo 7, o teste de causalidade de Granger baseia-se numa relação de precedência temporal e não de endogeneidade.

Li e Liu (2005), através de um sistema de equações simultâneas, estudaram a relação de endogeneidade entre IDE e crescimento económico para um vasto conjunto de países e observaram que essa relação não era válida para todo o período da amostra (1970-1999), mas só a partir de meados dos anos 80.

6.4 Conclusões

Em síntese, podemos afirmar que a maioria destes estudos, quer utilizando amostras *cross-section*, quer dados em painel, indicam que a direcção de causalidade entre IDE e crescimento económico, depende essencialmente das condições específicas dos países de acolhimento. Entre estas destacam-se as relacionadas com as condições económicas, tecnológicas, políticas e institucionais dos países, algumas das quais analisadas nos capítulos anteriores, aquando do estudo dos determinantes macroeconómicos das séries de investimento.

Apesar dos vários estudos empíricos que têm sido desenvolvidos, ao longo das últimas décadas, sobre o impacto do IDE no crescimento, permanece, no entanto, uma grande lacuna na investigação quanto aos efeitos, talvez distintos, que cada um dos modos de entrada do IDE exerce no crescimento. Desta forma, constitui nosso objectivo, no capítulo seguinte, providenciar uma investigação empírica que nos permita analisar, não só a relação entre o investimento directo estrangeiro agregado e o crescimento económico, mas, de igual modo, o impacto que as F&A internacionais e os investimentos de raiz (IR) podem exercer no crescimento e desenvolvimento das economias recipientes.

CAPÍTULO 7

ESTUDO EMPÍRICO DO IMPACTO DO INVESTIMENTO DIRECTO ESTRANGEIRO, DAS F&A INTERNACIONAIS E DOS INVESTIMENTOS DE RAIZ NO CRESCIMENTO ECONÓMICO

7.1 Introdução

Se, do ponto de vista teórico, parece existir algum consenso sobre o efeito positivo que o IDE exerce no crescimento económico dos países recipientes, o mesmo não se verifica ao nível da literatura empírica, onde se constata uma relação ambígua entre o IDE e o crescimento.

Um dos grandes problemas associados à maioria destes estudos prende-se com a insuficiência de dados, quer aquando da utilização de séries seccionais, quer de séries temporais. Modelos estimados com dados temporais agregados perdem informação dinâmica e, devido, quer à falta de dinâmicas de ajustamento, quer de graus de liberdade, aumenta o risco de enviesamento por omissão de variáveis. Por outro lado, correlações contemporâneas entre dados *cross-section* não implicam necessariamente causalidade e, desta forma, os modelos podem sofrer de enviesamento por endogeneidade.

Uma das soluções possíveis para este tipo de problemas consiste na utilização de dados em painel. Estes permitem aos investigadores controlar os efeitos fixos específicos dos países e incluir variáveis dependentes desfasadas e dinâmicas, de forma a ajudar a reduzir o risco de enviesamento por omissão de variáveis. Adicionalmente, a capacidade para desfasar variáveis dependentes pode também ajudar a controlar o problema da endogeneidade.

Adicionalmente, apesar da vastíssima literatura, quer teórica, quer empírica, sobre o impacto do IDE no crescimento económico, tem sido concedida pouca importância ao estudo dos efeitos de cada um dos modos de entrada no crescimento dos

países de acolhimento. Esta questão assume particular relevância, se tivermos em atenção, por um lado, o peso crescente que as F&A internacionais têm vindo a assumir no IDE global e, por outro, as preocupações, em termos de desenvolvimento económico, que estas geralmente suscitam nos países de acolhimento.

O principal objectivo deste estudo consiste em investigar, não só a relação entre o IDE e o crescimento económico, mas também o efeito que cada um dos modos de entrada – F&A e Investimentos de Raiz – exerce, separadamente, no crescimento do PIB.

Assim, podemos dizer que este estudo se distingue dos restantes que analisam a relação IDE-crescimento com base em modelos de painel [e.g. os trabalhos de Nair-Reichert e Weinhold (2001); Buckley *et al.* (2002); Choe (2003); Li e Liu (2005) e Yang (2007)], nos seguintes aspectos: i) investiga a relação entre o IDE e o crescimento económico, através de um teste de causalidade aplicado ao contexto de dados em painel e da especificação de uma equação crescimento; ii) servindo-se das metodologias anteriores, analisa, igualmente, o impacto das F&A internacionais e dos investimentos de raiz no crescimento económico e, por último, iii) é comparado o papel do IDE, das F&A e dos investimentos de raiz no crescimento económico dos países desenvolvidos e dos países em desenvolvimento.

Na secção seguinte, providencia-se uma introdução à metodologia e à amostra utilizadas no estudo empírico. Na secção 7.3 procede-se à discussão dos resultados obtidos, quer ao nível do teste de causalidade, quer da estimação da equação crescimento, e a secção 7.4 finaliza com as conclusões do estudo.

7.2 Amostra e Metodologia

Depois de identificados os principais objectivos desta investigação, torna-se necessário caracterizar a amostra, as variáveis, assim como as metodologias que nos vão servir de base à realização dos testes de causalidade e à estimação da equação crescimento, na qual as entradas de investimento estrangeiro, seja por via das F&A, seja dos investimentos de raiz (IR), vão ser incluídas como variáveis explicativas.

7.2.1 Amostra

Nesta secção iremos descrever a amostra. De forma a investigar a relação IDE - crescimento económico, será adoptada a mesma amostra em painel do capítulo 4, composta por 53 países ao longo do período 1996-2006¹²⁹. Adicionalmente, e à semelhança do capítulo 5, este painel será desagregado em dois subgrupos, subgrupo I – países desenvolvidos e subgrupo II – países em desenvolvimento¹³⁰, com vista a proporcionar um estudo individual de cada tipo de economia.

Para além da análise da evidência sobre a causalidade de Granger aplicada ao contexto de dados em painel, entre as entradas de IDE, de F&A e de investimentos de raiz e o crescimento económico dos países de acolhimento, iremos examinar também, a partir de um modelo de crescimento, a correlação contemporânea entre as três séries de investimento estrangeiro e o crescimento do PIB (denotado CRESCPIB).

Na estimação da equação crescimento, e de acordo com estudos anteriores [Borensztein *et al.* (1998); Nair-Neichert e Weinhold (2001); Buckley *et al.* (2002); Alfaro (2003); Li e Liu (2005); Yang (2007)], iremos utilizar um conjunto de variáveis de controlo, tais como o PIB no início do período (PIB_{INICIAL}), o investimento doméstico (CINVEST), o grau de abertura ao exterior (GA), o crescimento da população (CPOP) e o nível de escolaridade (ESC) como *proxy* do capital humano existente num país.

A variáveis associadas às entradas de investimento estrangeiro são provenientes da base de dados *on-line* da UNCTAD (*FDI Statistical Database On-line*) ou da sua publicação anual (*World Investment Report*), as relativas ao PIB e ao investimento doméstico provêm das publicações do World Bank (*World Development Indicators On-line*) e o GA foi obtido a partir do relatório do IMF (*World Economic Outlook Database 2007*). Os dados referentes à taxa de crescimento da população provêm da divisão estatística das Nações Unidas (UNSTATS) e quanto aos dados relativos ao capital humano são retirados de Barro e Lee (1996) e referem-se ao número médio de anos de

¹²⁹ Como referimos atrás, no caso da análise dos investimentos de raiz, o período amostral reporta-se a 2002-2006.

¹³⁰ De salientar que dentro deste subgrupo estão também incluídas as Economias em Transição. Ver tabela 5.1 do Capítulo 5.

escolaridade da população em idade adulta¹³¹. Uma lista completa de todas as variáveis e sua definição pode ser encontrada na tabela 7.1¹³².

7.2.2 Metodologia

Passaremos, em seguida, à descrição das metodologias adoptadas na estimação do modelo estrutural de crescimento e na aplicação dos testes de causalidade de Granger a um contexto de dados em painel.

7.2.2.1 Modelo de Crescimento

A aproximação convencional para investigar a relação entre o crescimento e o IDE envolve estimar regressões entre a taxa de crescimento do PIB e a taxa de crescimento do IDE. Muitas vezes, variáveis adicionais são incluídas para capturar outras influências sobre a taxa de crescimento económico. Seguindo as contribuições de Romer (1990) e outros, no desenvolvimento de uma nova teoria do crescimento, e de Levine e Renelt (1992), na procura de um conjunto de variáveis robustas na modelização do crescimento, um certo grau de convergência ocorreu em termos da especificação empírica mais apropriada.

As “variáveis explicativas chave” para o crescimento económico, identificadas nestes e noutros estudos, incluem o investimento, o crescimento da população, o PIB inicial, o comércio internacional e o capital humano.

Por exemplo, os estudos de Nair-Reichert e Weinhold (2001), Buckley *et al.* (2002), Li e Liu (2005) e Yang (2007) representam alguns dos trabalhos que, num contexto de dados em painel, têm vindo a adoptar este tipo de variáveis, conjuntamente com os fluxos de entrada de IDE, na explicação do crescimento económico. Segundo Buckley *et al.* (2002), a inclusão destas variáveis explicativas teóricas poderá ajudar a

¹³¹ A versão actualizada está disponível em Centre for International Development (CID) at Harvard University, <http://www.cid.harvard.edu/ciddata>.

¹³² Dada a dimensão da tabela, optamos por apresentá-la no fim deste capítulo.

reduzir o enviesamento por omissão de variáveis. Adicionalmente, como o objectivo deste artigo é, não só estudar o impacto do IDE agregado no crescimento económico, mas também o efeito potencial que as F&A e os investimentos de raiz (IR) exercem, iremos adicionar, relativamente aos estudos anteriores, duas variáveis associadas às entradas de F&A e de investimentos de raiz (CIN-F&A e CIN-IR, respectivamente).

Desta forma, o impacto das três séries de investimento estrangeiro no crescimento económico será estimado através da seguinte equação geral, onde i se refere ao país e t ao período temporal, compreendido entre 1996-2006:

$$\begin{aligned} \text{CRESCPIB}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{PIB}_{\text{INICIAL } it} + \beta_2 X_{it} + \beta_3 \text{CINVEST}_{it} + \beta_4 \text{GA}_{it} + \beta_5 \text{ESC}_{it} \\ & + \beta_6 \text{CPOP}_{it} + v_{it} \end{aligned} \quad [\text{eq.7.1}]$$

com $v_{it} = \alpha_i + u_{it}$

onde CRESCPIB é a taxa de crescimento anual real do PIB; PIB_{INICIAL} refere-se ao PIB a preços constantes no início do período (medido em logaritmo natural); CINVEST é a taxa de crescimento do investimento doméstico; GA mede o grau de abertura ao exterior; CPOP refere-se à taxa de crescimento da população e ESC é o número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta, utilizado como *proxy* do capital humano. A variável X vai ser utilizada para incorporar as três séries relativas às taxas de crescimento das entradas de investimento estrangeiro, ou seja, as taxas de crescimento do IDE agregado (variável CFDI), das F&A (variável CIN-F&A) e dos IR (variável CIN-IR). Neste sentido, e com vista a analisar, separadamente, o efeito que cada uma destas variáveis exerce no crescimento do PIB, vamos estimar três equações diferentes, que obedecem à forma geral da equação 7.1, onde em cada uma delas a variável X representa a taxa de crescimento da série de investimento estrangeiro cujo efeito queremos estudar.

Neste modelo, α_i representa um termo estocástico específico das unidades (países), de forma que $\alpha_i \sim (0, \sigma_u^2)$. Temos ainda que $E[u_{it}\alpha_i] = 0$ e $E[u_{it}Z_{it}] = 0$, sendo Z_{it} o vector de todas as variáveis explicativas. A existência de correlação entre o efeito individual e os regressores, como referimos atrás, pode ser detectada através da aplicação do Teste de Hausman (1978)¹³³, cuja hipótese nula é de não correlação entre

¹³³ Ver descrição do teste no Apêndice 1.

α_i e Z_{it} . No nosso caso particular, como a situação mais provável é a existência de correlação, o modelo de estimação que, segundo este teste, deverá figurar como o mais adequado, será o método de efeitos fixos (MEF), em detrimento do método de efeitos aleatórios (MEA).

De acordo com Nair-Reichert e Weinhold (2001) e Buckley *et al.* (2002), optamos por utilizar as taxas de crescimento do PIB e das séries de investimento (quer doméstico, quer estrangeiro). Podemos justificar esta opção de várias formas. Primeiro, como salientam Nair-Reichert e Weinhold (2001), uma especificação dinâmica fornece-nos uma versão mais geral do que um modelo *cross-section* definido em níveis. Por outro lado, a utilização de taxas de crescimento permite-nos estudar a relação entre variáveis ao longo do tempo, num país particular. Sintetizando, modelizar o crescimento como função do crescimento do IDE agregado, das F&A e dos investimentos de raiz (e de algumas variáveis de controlo) providencia um método mais rigoroso de assegurar que os resultados de um painel de países se aplicam, tanto quanto possível, a um país isolado. Com esta aproximação a questão a ser respondida é se num país onde o IDE / F&A / IR cresce rapidamente relativamente a outros países, irá o PIB crescer também rapidamente?

À semelhança dos trabalhos anteriores nesta área, são esperadas relações positivas entre a variável dependente e as “variáveis explicativas chave”, à excepção da variável associada ao PIB inicial. Se a especificação do modelo é razoável, o coeficiente estimado β_2 deverá indicar a direcção e a magnitude do impacto do IDE agregado, das F&A e dos investimentos de raiz, no crescimento económico.

Na estimação desta equação de crescimento, iremos apresentar os resultados para a totalidade da amostra (53 países) e para cada um dos subgrupos de países (países desenvolvidos e países em desenvolvimento), com o objectivo de proceder à comparação entre estes.

Seria, igualmente, de grande interesse estimar este modelo com uma estrutura desfasada, contudo isto seria pouco usual num painel como o nosso. Apesar da amostra conjunta incluir 53 observações *cross-sections* (países), temos um horizonte temporal relativamente curto, 1996-2006¹³⁴. Desta forma, a utilização de um modelo dinâmico

¹³⁴ Para além disso, como as variáveis estão definidas em taxas de crescimento, perdemos ainda mais um ano de informação.

em painel com variáveis desfasadas, iria afectar adversamente o número de observações (em particular, aquando da estimação dos subgrupos). Neste contexto, iremos proceder à estimação da equação crescimento através do MEF e do MEA, utilizando, tal como nos capítulos anteriores, o Teste de Hausman para seleccionar o método mais apropriado¹³⁵.

Antes de reportarmos os resultados, algumas considerações, no que respeita ao modelo, são necessárias. Não é nosso propósito, neste capítulo, oferecer uma nova teoria ou uma nova especificação da relação entre o IDE e o crescimento. Pelo contrário, o nosso objectivo é introduzir as F&A internacionais e os investimentos de raiz, enquanto as duas principais formas de entrada nos mercados estrangeiros, na especificação 7.1 e, investigar até que ponto o impacto destes modos de entrada no crescimento económico é semelhante. Ou seja, através da extensão de um modelo que já é familiar nos estudos macroeconómicos, iremos introduzir duas variáveis explicativas adicionais, associadas às F&A internacionais e aos investimentos de raiz. Adicionalmente, apesar de a equação 7.1 capturar o impacto das variáveis explicativas mais importantes no crescimento económico, ela não considera a possibilidade de uma relação bidireccional entre crescimento e IDE (ou entre crescimento e F&A ou IR), a qual tem sido realçada na literatura recente. Para capturar a possibilidade de uma relação causal temporal, a técnica de causalidade de Granger (1969) poderá ser aplicada.

7.2.2.2 Teste de Causalidade de Granger

A aproximação de Granger (1969) à questão se X causa Y , consiste em analisar se o valor corrente de Y pode ser explicado pelos valores passados de Y e, em seguida, verificar se a adição de valores desfasados de X permite melhorar a qualidade da regressão. Ou seja, a ideia base do conceito de causalidade de Granger é a de que X causa Y , se a informação passada da variável X , permite melhorar as predições da variável Y , isto é, se Y for melhor explicado com base nos valores passados de X e Y

¹³⁵ Como veremos adiante, na secção 7.3.2 referente à estimação da equação crescimento, o MEF mostrou-se, em todas as regressões, como sendo o método mais apropriado, o que nos levou a evidenciar apenas os resultados de estimação obtidos por este método.

juntos, do que com apenas os valores de Y . É, no entanto, importante referir que a afirmação “ X causa Y no sentido de Granger”, não implica que Y seja o efeito ou o resultado de X . A causalidade de Granger mede a precedência e o conteúdo da informação, mas não indica necessariamente causalidade no sentido mais comum do termo.

De notar que no teste de causalidade no sentido de Granger, quatro situações são possíveis: a) X causa Y , porém o contrário não é verdadeiro (causalidade unilateral de X para Y); b) Y causa X , contudo o contrário não é verdadeiro (causalidade unilateral de Y para X); c) X causa Y , sendo o contrário também verdadeiro (causalidade bidireccional ou simultaneidade) e, d) X não causa Y e Y não causa X (sem relação de causalidade ou independência).

Deste modo, para estudar a relação de causalidade bidireccional entre o crescimento do PIB e os modos de entrada de IDE, iremos adoptar a metodologia de Granger, mas aplicada a um modelo de dados em painel. Para tal, teremos de estimar um sistema de equações, onde se assume que as variáveis endógenas são geradas por um processo estacionário auto-regressivo (m), num contexto de dados em painel [ver Holtz-Eakin *et al.* (1988)]. Ou seja, teremos de estimar um painel auto-regressivo, onde o conjunto das variáveis endógenas inclui o PIB (Y) medido em logaritmo natural e cada uma das séries associadas às entradas de investimento, nomeadamente, as séries FDI, IN-F&A e IN-IR¹³⁶, todas elas, também, medidas em logaritmos naturais e que serão representadas pelo vector X .¹³⁷ Desta forma, teremos que estimar três sistemas de equações, onde a variável dependente será o logaritmo do PIB na equação 7.2, enquanto as entradas de IDE agregado, de F&A e de IR irão ser as variáveis dependentes, em cada uma das especificações da equação 7.3. Assim, o sistema de equações obedecerá à seguinte forma geral:

¹³⁶ Ver Tabela 7.1 relativa à descrição das variáveis utilizadas neste capítulo.

¹³⁷ Optamos, nesta secção, por utilizar as variáveis medidas em logaritmos e não as suas taxas de crescimento. Isto porque, como vamos estimar as equações através da transformação às primeiras diferenças, as variáveis (tomando, como exemplo, a variável PIB) irão ser estimadas da seguinte forma: $\Delta \text{PIB}_t = \text{PIB}_t - \text{PIB}_{t-1}$, onde o PIB está definido em logaritmos naturais, ou seja, temos a variável $\Delta \text{LNPIB}_t = \text{LNPIB}_t - \text{LNPIB}_{t-1}$, que, em termos aproximados, poderá ser interpretada como uma taxa de crescimento. Desta forma, ao utilizarmos logaritmos, em vez de taxas de crescimento, numa especificação como a nossa, perdemos menos um ano de observação, o que, no caso dos investimentos de raiz, assume uma relevância maior, uma vez que temos um período muito reduzido de 5 anos (2002-2006).

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^m \alpha_j Y_{it-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j X_{it-j} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad [\text{eq. 7.2}]$$

$$X_{it} = \delta_0 + \sum_{j=1}^m \delta_j Y_{it-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j X_{it-j} + \eta_i + \nu_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad [\text{eq. 7.3}]$$

onde i e t denotam os países e o período temporal, respectivamente. Por exemplo, para testar se X causa Y (eq. 7.2) basta testar a hipótese conjunta de que $\beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_m = 0$. Se a hipótese nula é aceite, então significa que X não causa Y .

De forma a considerar os efeitos individuais numa análise em painel, é permitido que o termo independente varie com cada unidade, o qual é representado por μ_i e η_i , nas equações acima descritas. Assumimos que os termos de perturbação ε_{it} e ν_{it} são independentemente distribuídos entre os países, com média zero, mas podem ser heterocedásticos entre países e ao longo do tempo.

Num contexto de séries temporais, nas quais o procedimento de Granger (1969) foi inicialmente desenvolvido, a estimação por *OLS* gera estimadores cêntricos e consistentes para as equações 7.2 e 7.3. Em relação aos dados em painel, idêntico procedimento poderia ser adoptado, através da aplicação do estimador de Efeitos Fixos a cada equação. No entanto, a estimação do modelo pelo Método de Efeitos Fixos conduz a um estimador não consistente para um painel dinâmico [Hsiao (2003)].

Na mesma linha de ideias, Nickell (1981) mostra que a inclusão de variáveis dependentes desfasadas numa amostra em painel, embora permita investigar a dinâmica entre as variáveis em estudo, leva ao enviesamento da estimação, sobretudo, quando N é muito maior que T , como é o nosso caso.

Para superar este problema, duas abordagens podem ser utilizadas na estrutura de dados em painel.

O primeiro procedimento consiste em eliminar o efeito individual através da transformação às primeiras diferenças e, em seguida, aplicar o método das variáveis instrumentais (IV) [Anderson e Hsiao (1981)]¹³⁸. Ou seja, indicando o operador das

¹³⁸ Idêntico procedimento foi adoptado por Choe (2003) e Nair-Reichert e Weinhold (2001). Todavia, estes últimos investigaram apenas um sentido de causalidade, do IDE para o crescimento do PIB (equação 7.5).

primeiras diferenças com o símbolo Δ , as equações 7.2 e 7.3, transformam-se nas equações 7.4 e 7.5, como se segue:

$$\Delta Y_{it} = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta Y_{it-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta X_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.4}]$$

$$\Delta X_{it} = \sum_{j=1}^m \delta_j \Delta Y_{it-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j \Delta X_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.5}]$$

No nosso caso particular, teríamos, assim, três sistemas de equações com vista a investigar a¹³⁹:

1) Relação de causalidade entre o PIB e o IDE agregado:

$$\Delta PIB_{it} = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta FDI_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.6}]$$

$$\Delta FDI_{it} = \sum_{j=1}^m \delta_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j \Delta FDI_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.7}]$$

2) Relação de causalidade entre o PIB e as F&A internacionais:

$$\Delta PIB_{it} = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta IN - F \& A_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.8}]$$

$$\Delta IN - F \& A_{it} = \sum_{j=1}^m \delta_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j \Delta IN - F \& A_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.9}]$$

3) Relação de causalidade entre o PIB e os Investimentos de Raiz:

$$\Delta PIB_{it} = \sum_{j=1}^m \alpha_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \beta_j \Delta IN - IR_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.10}]$$

$$\Delta IN - IR_{it} = \sum_{j=1}^m \delta_j \Delta PIB_{it-j} + \sum_{j=1}^m \gamma_j \Delta IN - IR_{it-j} + \Delta \varepsilon_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 2, \dots, T \quad [\text{eq. 7.11}]$$

¹³⁹ Todas as variáveis estão definidas em logaritmos naturais.

Convém, no entanto, notar que nas equações 7.4 a 7.11, os termos de perturbação $\Delta \varepsilon_{it}$ estão agora correlacionados com as variáveis independentes, sendo necessário, para uma estimação consistente, o recurso a algumas variáveis instrumentais, tal como sugerem Anderson e Hsiao (1981).

Contudo, o método das variáveis instrumentais (IV), proposto por Anderson e Hsiao (1981), não permite obter necessariamente estimativas eficientes, uma vez que não utiliza todas as condições de momentos disponíveis e não considera a estrutura diferenciada dos novos termos de perturbação.

Desta forma, no nosso estudo, iremos utilizar um procedimento alternativo que consiste em aplicar o método dos momentos generalizados (GMM)¹⁴⁰ proposto por Arellano e Bond (1991), o qual propõe utilizar como instrumentos, variáveis com desfasamentos de pelo menos dois períodos¹⁴¹. Este estimador permite obter, para painéis dinâmicos, estimativas mais eficientes que as obtidas pelo estimador de Anderson e Hsiao.

Resumindo, a nossa investigação empírica dividir-se-á em três partes. Numa primeira parte, iremos estimar as equações 7.6 a 7.11, com vista a analisar as relações de causalidade entre o PIB e o IDE, as F&A e os investimentos de raiz. A segunda parte da nossa análise visa investigar, para a totalidade da amostra, o modelo de crescimento especificado na equação 7.1. Por último, iremos proceder à comparação entre os países desenvolvidos e os países em desenvolvimento, no que concerne ao impacto das várias formas de investimento estrangeiro no crescimento económico destas economias.

7.3 Resultados Empíricos

Nesta secção serão discutidos os resultados de estimação. Primeiro, apresentamos os resultados do teste de causalidade de Granger aplicado ao contexto de dados em painel. A segunda subsecção será dedicada aos resultados da estimação do modelo de crescimento para a amostra conjunta, os quais depois serão comparados com

¹⁴⁰ Conhecido pela sigla GMM, referente à designação inglesa “*Generalized Method of Moments*”.

¹⁴¹ No caso do nosso estudo, devido ao reduzido período temporal, sobretudo no que respeita aos investimentos de raiz, só iremos utilizar desfasamentos de dois períodos.

os resultados obtidos para cada um dos subgrupos de países – países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

7.3.1 Teste de Causalidade de Granger

Uma das hipóteses subjacentes à realização do teste de causalidade de Granger era a de que as variáveis endógenas eram geradas por um processo estacionário auto-regressivo de ordem m , correspondendo m ao número máximo de defasamentos. No caso particular do nosso estudo, só iremos incluir dois defasamentos, devido ao reduzido horizonte temporal, compreendido entre 1996 e 2006.

Assim, antes de passarmos à estimação das equações 7.6 a 7.11, é necessário levar a cabo testes de raízes unitárias para examinar se as variáveis são estacionárias, como sendo uma das condições de validade do teste de Granger.

Como referem Li e Liu (2005), os testes de raízes unitárias usuais, como o Dickey-Fuller e o Dickey-Fuller Aumentado, perdem capacidade, no contexto de dados em painel, em distinguir a inexistência de raízes unitárias de estacionariedades alternativas. Em alternativa, deverão ser utilizados testes de raízes unitárias aplicados aos dados em painel. O teste de Levin e Lin (1993), o actualizado teste de Levin, Lin e Chu (2002) e o teste de Im, Pesaran e Shin (2003) são os métodos mais utilizados na aplicação aos dados em painel.

Todavia, dadas as limitações da aplicabilidade do método de Levin e Lin, no sentido que o teste depende, crucialmente, das hipóteses restritivas de independência e semelhança entre os indivíduos, optamos por utilizar o método de Im, Pesaran e Shin (IPS). Este último relaxa a hipótese de semelhança e estima um teste de Dickey-Fuller Aumentado para cada indivíduo, sendo mais eficiente que o primeiro.

Na tabela 7.2 reportamos os resultados dos testes de raízes unitárias para dados em painel utilizando o teste de Im, Pesaran e Shin (2003) quer nos níveis, quer nas primeiras diferenças para as variáveis FDI, IN-F&A, IN-IR e PIB, as quais irão ser utilizadas na especificação do teste de causalidade de Granger.

Tabela 7.2 - Testes de Raízes Unitárias para Dados em Paineis

Variáveis	Níveis/ Primeiras Diferenças	Estatística Im, Pesaran e Shin (IPS W-stat) ¹⁴²	N
PIB	Nível	8,641 (1,000)	505
	Primeiras Diferenças	-4,093 (0,000)	470
FDI	Nível	-4,756 (0,000)	503
	Primeiras Diferenças	-11,178 (0,000)	440
IN-F&A	Nível	-16,156 (0,000)	516
	Primeiras Diferenças	-8,203 (0,000)	548
IN-IR	Nível	-10,696 (0,000)	212
	Primeiras Diferenças	-219,672 (0,000)	159
Hipótese Nula		Presença de Raiz Unitária I (1)	

Notas: 1. Todas as variáveis estão expressas em logaritmos naturais. 2. O horizonte temporal de análise refere-se a 1996-2006, excepto no caso da variável IN-IR, cuja informação se reporta apenas ao período 2002-2006. 3. Os valores entre parêntesis representam o *p-value*.

Os resultados indicam que a série PIB é a única que não é estacionária no nível, evidenciando a existência de uma raiz unitária. Logo, quando se utiliza as primeiras diferenças desta série, ela torna-se estacionária. Todas as outras variáveis são estacionárias mesmo nos níveis.

Deste modo, como vamos conduzir o teste de causalidade de Granger através da aplicação do método dos momentos generalizados (GMM), o qual utiliza como instrumentos as diferenças das séries (e, no nosso caso, iremos utilizar a primeira e a segunda diferença), temos a garantia de que todas as variáveis a serem utilizadas na estimação seguinte são estacionárias e os resultados das regressões não são espúrios.

¹⁴² O teste foi realizado assumindo que não existia tendência linear nos níveis das séries, de forma que as primeiras diferenças das séries têm uma média zero. Este modelo é conhecido por modelo com “constante individual”, utilizado para capturar os efeitos fixos individuais. Em alternativa, podemos especificar o teste de forma a nos permitir capturar, quer os efeitos fixos, quer as tendências individuais das séries, este último designado por modelo com “constante e tendência”. Ambos os modelos produzem resultados semelhantes e daí, tenhamos optado por apresentar os resultados obtidos pelo teste IPS assumindo o modelo com constante.

Em seguida, apresentamos, na tabela 7.3, os resultados da estimação das equações 7.6 a 7.11, para testar a causalidade recíproca entre o PIB e o IDE / as F&A / os investimentos de raiz. Para tal, iremos utilizar a metodologia acima descrita, que consiste na aplicação do método dos momentos generalizados (GMM) proposto por Arellano e Bond (1991), a um painel dinâmico.

Tabela 7.3 – Causalidade de Granger para Dados em Painel
(Causalidade bidireccional entre as variáveis FDI, IN-F&A, IN-IR e PIB)

Variáveis Independentes	FDI x PIB		IN-F&A x PIB		IN-IR x PIB	
	D.FDI (eq. 7.6)	D.PIB (eq. 7.7)	D.IN-F&A (eq. 7.8)	D.PIB (eq. 7.9)	D.IN-IR (eq. 7.10)	D.PIB (eq. 7.11)
L1_D.PIB	0,6167* (5,9570)	1,3910* (462,2691)	0,0895 (0,9611)	1,2944* (452,7038)	0,7978*** (1,8391)	1,1121* (26,0705)
L2_D.PIB	0,3402** (2,5414)	-0,2914* (-118,4708)	1,7019* (14,7119)	-0,1924* (-38,9324)	0,9226* (2,6852)	-0,2590* (-5,8441)
L1_D.FDI	0,2169* (9,7853)	0,0083* (5,2888)				
L2_D.FDI	0,0536* (4,7378)	0,0127* (6,6772)				
L1_D.IN-F&A			0,0720* (3,7692)	-0,0038* (-5,6676)		
L2_D.IN-F&A			0,0627* (3,5643)	0,0109* (8,7570)		
L1_D.IN-IR					0,3668 (1,3952)	-0,0290** (-2,1330)
L2_D.IN-IR					-0,0984 (-1,4713)	0,0011 (0,0964)
N	403	411	419	420	106	106
Teste de Sargan p-value	0,2250	0,1498	0,1730	0,1504	0,1119	0,0175

Notas: 1. As variáveis FDI, IN-F&A e IN-IR respeitam às entradas de IDE; de F&A e de Investimentos de raiz, respectivamente. 2. Todas as variáveis estão expressas em logaritmos naturais. 3. Os valores entre parêntesis representam as Estatísticas-T. 4. D.VAR = VAR (t) – VAR (t-1), L1_D.VAR = VAR (t-1) – VAR (t-2), L2_D.VAR = VAR (t-2) – VAR (t-3). 5. *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%.

A partir destes resultados é possível obter o sentido da causalidade de Granger entre o PIB e o IDE (equações 7.6 e 7.7), entre o PIB e as F&A (equações 7.8 e 7.9) e entre o PIB e os investimentos de raiz (equações 7.10 e 7.11), através da significância dos coeficientes estimados. A amostra utilizada envolve dados entre 1996 e 2006, embora no caso dos investimentos de raiz o período se reporte apenas a 2002-2006. Devido à perda de graus de liberdade, em resultado da reduzida dimensão temporal da amostra, as equações foram estimadas, somente, até ao segundo desfasamento. Além

disso, a introdução de muitos desfasamentos, embora diminua a autocorrelação serial, pode gerar o problema de multicolinearidade entre as variáveis explicativas.

Na tabela 7.3 aparece evidenciado um teste de especificação para o modelo de Arellano-Bond, designado de Teste de Sargan (1958)¹⁴³. Este teste verifica a existência de sobreidentificação das restrições, tendo como hipótese nula a validade conjunta dos instrumentos. De acordo com os valores dos “*p-values*” do teste para cada equação, podemos concluir acerca da validade dos instrumentos utilizados na maioria das regressões, à excepção dos utilizados na equação 7.11. Nesta última, observamos um “*p-value*” de 0,0175, o que nos leva a rejeitar, a um nível de significância de 5%, a hipótese nula. Significa isto que esta regressão parece evidenciar problemas de especificação, os quais resultam, provavelmente, do reduzido número de anos incluídos na estimação. Basta lembrar-nos que, no que respeita aos investimentos de raiz (equações 7.10 e 7.11), só dispomos de informação para o período 2002-2006. Ora a utilização de primeiras e segundas diferenças na estimação por GMM destas equações, reduziu o número de anos incluídos na estimação para dois, justificando, de certa forma, o resultado obtido pelo Teste de Sargan¹⁴⁴ na equação 7.11. Este resultado, ao traduzir-se na existência de problemas de especificação, impede uma interpretação válida das estimativas obtidas naquela regressão.

Face aos resultados apresentados na tabela 7.3, constatamos a existência de uma causalidade recíproca entre o IDE e o PIB¹⁴⁵ (equações 7.6 e 7.7), sendo o efeito do crescimento económico sobre o IDE mais evidente que o efeito inverso, tal como é demonstrado no trabalho de Choe (2003). Se, por um lado, constatamos que a variável PIB exerce um impacto positivo no IDE agregado (variável FDI) - resultado este que está de acordo com a evidência apresentada no capítulo 4 de que, quer o PIB, quer a sua taxa de crescimento, influenciavam as entradas de IDE - por outro, verificamos que as entradas de IDE determinam o crescimento do PIB.

Quanto à relação causal entre a variável PIB e as F&A internacionais (equações 7.8 e 7.9), observamos, de igual forma, uma relação de causalidade bidireccional. Os

¹⁴³ Ver Apêndice 3 para descrição do teste.

¹⁴⁴ Mesmo estimando a equação 7.11 só com um desfasamento, os resultados obtidos pelo Teste de Sargan eram semelhantes aos evidenciados na tabela 7.3.

¹⁴⁵ Importa não esquecer que todas as variáveis estão definidas em logaritmos, às quais foi depois aplicada a transformação às diferenças. Deste modo, podemos interpretar, de forma aproximada, as variáveis, em termos das suas taxas de crescimento.

resultados evidenciam que a variável associada ao PIB influencia as F&A, mas apenas no segundo desfasamento. Nestas circunstâncias, a evidência confirma, de certo modo, os resultados obtidos no capítulo 4, de que o crescimento do PIB tende influenciar as entradas de F&A, mas não no imediato¹⁴⁶. Pelo contrário, as F&A parecem exercer, no primeiro e segundo desfasamento, um efeito significativo no crescimento do PIB dos países recipientes, sendo, no entanto, este efeito inferior ao evidenciado na relação inversa.

Por último, tendo em consideração as limitações em termos do número de anos incluídos na estimação, apenas podemos afirmar, com algumas ressalvas, que a variável PIB influencia os investimentos de raiz, quer no primeiro, quer no segundo desfasamento (equação 7.10), confirmando, mais uma vez, a relação obtida no capítulo 4. No sentido contrário, como o Teste de Sargan (1958) nos levou à rejeição da hipótese nula, isto é, da validade conjunta dos instrumentos utilizados na equação 7.11, não podemos concluir acerca da causalidade reversa. Como seria de esperar a aplicação do GMM a um período temporal tão reduzido¹⁴⁷, não nos permitiu obter evidência suficiente para concluir acerca da causalidade recíproca entre os investimentos de raiz e a variável PIB.

Em termos de síntese, os resultados obtidos sugerem a existência de uma causalidade recíproca entre o IDE / as F&A e o crescimento do PIB. No que respeita à relação entre os investimentos de raiz e o crescimento económico, apenas pudemos concluir acerca da causalidade unilateral do PIB para os investimentos de raiz.

Contudo, apesar do teste de Granger (1969) ser utilizado com frequência na literatura empírica para estudar a relação de causalidade entre o IDE e o crescimento económico, não nos podemos esquecer que este teste apenas nos indica uma relação de precedência temporal, e não de endogeneidade entre as variáveis. Ou seja, embora possamos afirmar, de acordo com os resultados obtidos, que os valores passados do IDE influenciam os valores presentes do crescimento económico (e vice-versa), não

¹⁴⁶ De facto, a evidência obtida no Capítulo 4 leva-nos a considerar que o efeito do crescimento económico sobre as operações de F&A internacionais tende a não ser imediato, já que os resultados sugerem que o crescimento do PIB tende a favorecer, pelo menos numa fase inicial, os investimentos de raiz, em detrimento das F&A.

¹⁴⁷ Veja-se o Capítulo 4, no que concerne às restrições associadas à utilização dos modelos dinâmicos em painel.

podemos afirmar que o IDE causa crescimento económico. Na verdade, outras variáveis não capturadas pelo teste de Granger, podem ser responsáveis por esta relação.

Logo, para testar até que ponto o IDE agregado, assim como os seus dois modos preferenciais de entrada, determinam o crescimento económico, iremos utilizar um modelo estrutural de crescimento, tal como o definido atrás na equação 7.1, onde as variáveis associadas ao IDE, às F&A internacionais e aos investimentos de raiz, são incluídas como variáveis explicativas.

Em seguida, iremos reportar os resultados de estimação do modelo estrutural de crescimento.

7.3.2 Modelo de Crescimento

Nesta secção, iremos reportar os resultados obtidos na estimação da equação crescimento (eq. 7.1), primeiro para a amostra completa dos 53 países e, em seguida, para as duas sub-amostras associadas aos países desenvolvidos e às economias em desenvolvimento (e em transição).

Em termos de metodologia, iremos adoptar, na estimação desta equação, os métodos de efeitos fixos (MEF) e de efeitos aleatórios (MEA), utilizando o Teste de Hausman, para determinar qual dos dois é o mais apropriado para cada regressão.

7.3.2.1 Amostra Conjunta

Antes de passarmos à discussão dos principais resultados obtidos na estimação da equação crescimento, evidenciamos na tabela 7.4, as médias, os desvios-padrão e os coeficientes de correlação das variáveis independentes, para a totalidade da amostra.

**Tabela 7.4 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das
Variáveis Independentes - Amostra Conjunta**

	Média (Desvio- padrão)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
PIB_{INICIAL}	12,023 (1,427)	1,000							
CINVEST	0,082 (0,196)	-0,161	1,000						
CFDI	0,776 (4,783)	0,042	-0,047	1,000					
CIN-F&A	3,077 (15,340)	-0,191	0,039	0,064	1,000				
CIN-IR	0,260 (0,616)	-0,012	0,099	0,093	0,106	1,000			
CPOP	0,008 (0,008)	0,053	-0,059	0,053	-0,088	0,027	1,000		
ESC	8,438 (2,020)	0,218	-0,061	-0,044	-0,049	-0,021	-0,437	1,000	
GA	0,719 (0,554)	-0,298	-0,098	0,006	0,031	-0,006	0,118	-0,021	1,000

Notas: PIB_{INICIAL} – logaritmo natural do PIB (a preços constantes) no início do período; CINVEST – taxa de crescimento anual do investimento doméstico; CFDI e CIN-F&A – taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada do IDE e das F&A, respectivamente; CIN-IR – taxa de crescimento anual do número de entradas de investimentos de raiz; CPOP – taxa de crescimento anual da população; ESC – número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta e GA – grau de abertura ao exterior, medido pelo rácio (exportações + importações) / PIB

Em termos gerais, constatamos que as correlações entre as variáveis explicativas são relativamente reduzidas, não existindo, por este motivo, razões que nos levem a suspeitar de problemas de multicolinearidade. As correlações mais elevadas são as observadas entre as variáveis ESC e CPOP e entre a variável associada ao grau de abertura (GA) e o PIB_{INICIAL}. Esta última relação não será, no entanto, de admirar, já que o GA é obtido a partir do rácio da soma das exportações e importações relativamente ao PIB.

Os resultados de estimação da equação 7.1, para a totalidade dos países da amostra (53 países), estão reportados na tabela 7.5. Salientamos o facto de que evidenciamos apenas as estimativas obtidas pelo MEF, uma vez que os elevados valores observados pelo teste de Hausman nos levaram, em todas as equações, à rejeição do MEA. Adicionalmente, apresentamos as estatísticas-T corrigidas para a heterocedasticidade usando o método de White (1980).

Tabela 7.5: Estimação da Equação Crescimento: Amostra Conjunta

	Amostra Conjunta			
	(1)	(2)	(3)	(4)
C	-0,3274** (-2,3253)	-0,3278** (-2,3281)	-0,3326** (-2,3456)	-1,4429* (-5,4676)
PIB_{INICIAL}	-0,0499* (-3,2614)	-0,0497* (-3,2484)	-0,0504* (-3,2727)	-0,1219* (-4,4489)
CINVEST	0,0960* (16,5517)	0,0961* (16,5689)	0,0959* (16,5345)	0,0859* (9,9884)
GA	0,0241** (2,4412)	0,0242** (2,5213)	0,0247** (2,4721)	0,0113*** (1,8525)
ESC	0,0108 (0,7552)	0,0109 (0,7622)	0,0109 (0,7569)	0,0532 (1,1565)
CPOP	0,9450 (1,5489)	0,9606 (1,5737)	0,9380 (1,5337)	1,2273 (1,6355)
CFDI		0,0022** (2,2011)		
CIN-F&A			0,0003 (0,3321)	
CIN-IR				0,0019* (2,7143)
R² Ajustado	0,524	0,526	0,523	0,749
Est. F	10,972*	10,997*	10,725*	11,496*
T. Hausman	25,285*	25,387*	26,280*	59,134*
N	508	508	506	201

Notas: 1. Todas as equações foram estimadas pelo MEF, uma vez que os valores evidenciados pelo Teste de Hausman nos permitiram concluir acerca da rejeição do MEA em todas as regressões e, daí termos apresentado só a estimação pelo MEF. 2. Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T corrigidas para a heterocedasticidade usando o método de White (1980). 3. *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%.

A especificação (1) refere-se ao modelo básico com as variáveis explicativas chave. A maioria destas variáveis apresenta resultados idênticos aos obtidos na literatura empírica recente. Conforme esperado a variável associada ao PIB inicial apresenta um sinal negativo, indicando que quanto menor o nível do PIB no início do período, maior será o ritmo de crescimento de um país. Este resultado está de acordo com os obtidos por Soto (2000), Li e Liu (2005) e Yang (2007) e traduz a ideia de convergência económica entre os países. Adicionalmente, os resultados evidenciam que um elevado grau de abertura ao exterior (GA) e um rápido crescimento do investimento doméstico (CINVEST) estão associados a um elevado crescimento do PIB. Todas estas três estimativas são estatisticamente significativas.

O mesmo já não se verifica com as variáveis associadas ao crescimento da população (CPOP) e ao nível de escolaridade (ESC), esta última medida pelo número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta, enquanto *proxy* do capital humano. Estas variáveis, apesar de apresentarem um sinal positivo conforme o

esperado, não se mostram significativas na explicação do crescimento económico das economias recipientes. Comparando com a literatura empírica sobre crescimento económico, os resultados aqui obtidos não são surpreendentes. Enquanto alguns estudos encontram forte evidência de uma relação positiva entre o crescimento da população e o crescimento do PIB [Yang (2007)], outros observam, tal como Li e Liu (2005), uma relação não significativa. Quanto ao impacto da variável associada ao capital humano no crescimento, parece existir também alguma ambiguidade dos resultados, que resulta, fundamentalmente, do tipo de amostra utilizada. Por exemplo, Borensztein *et al.* (1998) e Li e Liu (2005) observam uma relação positiva e significativa entre as duas variáveis, mas o mesmo não se constata a partir do trabalho de Yang (2007).

Na especificação (2) adicionamos a variável associada à taxa de crescimento do IDE agregado (variável CFDI) e os resultados mostram que esta exerce um impacto positivo no crescimento económico.

As variáveis referentes aos dois modos preferenciais de entrada do IDE (CIN-F&A e CIN-IR) são incluídas nas especificações (3) e (4)¹⁴⁸. Assim, testamos a variável associada às entradas de F&A internacionais (CIN-F&A) na especificação (3) da tabela 7.5, e constatamos que, apesar de um sinal positivo, as F&A parecem não influenciar o crescimento do PIB. Tal resultado, poderá corresponder ao efeito ambíguo, em termos de crescimento e desenvolvimento económico, que as F&A parecem exercer nas economias de acolhimento. Por outro lado, no que respeita aos investimentos de raiz incluídos na especificação (4), a evidência empírica obtida sugere que estes exercem um impacto positivo e significativo na explicação do crescimento económico, tal como algumas contribuições teóricas têm vindo a sugerir.

Resumidamente, os resultados sugerem que o IDE agregado exerce um efeito positivo no crescimento económico, em particular quando este é realizado através do estabelecimento de novas filiais no exterior. Contrariamente, quando o modo escolhido de entrada nos mercados estrangeiros são as F&A, não encontramos uma relação significativa entre estas e o crescimento das economias recipientes.

¹⁴⁸ Optamos por incluir cada uma destas variáveis em regressões separadas, uma vez que se pretende analisar o impacto que as F&A internacionais e os investimentos de raiz exercem, separadamente, no crescimento do PIB. Todavia, a regressão conjunta destas duas variáveis, com as variáveis explicativas chave da especificação (1), conduziu a resultados semelhantes.

No ponto seguinte, iremos proceder à análise dos resultados de estimação da equação estrutural de crescimento para cada um dos seguintes grupos de países: países desenvolvidos e países em desenvolvimento.

7.3.2.2 Países Desenvolvidos *versus* Países em Desenvolvimento

Com o objectivo de proceder à comparação entre os dois tipos de economias (desenvolvidas e em desenvolvimento), no que concerne à relação entre investimento estrangeiro e crescimento económico, iremos adoptar a mesma desagregação da amostra que foi utilizada no capítulo 5¹⁴⁹. Desta forma, teremos 29 países desenvolvidos no subgrupo I e 24 países em desenvolvimento no subgrupo II.

À semelhança da subsecção anterior, reportamos, em primeiro lugar, a matriz de correlação e estatísticas descritivas das variáveis explicativas (tabela 7.6). Comparando os dois subgrupos, constatamos que, de acordo com o que seria de esperar, as variáveis associadas ao PIB inicial, ao investimento directo estrangeiro (em particular quando este assume a forma de F&A) e ao nível de escolaridade são, em média, superiores nos países desenvolvidos, relativamente às economias em desenvolvimento. Em contrapartida, o crescimento do investimento doméstico, da população e o grau de abertura ao exterior tendem, em termos médios, a evidenciar valores mais elevados nos países em desenvolvimento.

No que respeita à análise das correlações constatamos que os valores mais elevados, no caso dos países desenvolvidos, são os observados entre as variáveis GA e PIB_{INICIAL} (tal como acontecia no caso da amostra conjunta) e entre o GA e o CPOP. Uma vez que neste grupo de países o crescimento da população (CPOP) está, de igual modo, bastante correlacionado com o PIB e, como este último se encontra, pelas razões já apresentadas atrás, fortemente correlacionado com o grau de abertura (GA), não será de estranhar o valor elevado do coeficiente de correlação entre o GA e o CPOP.

¹⁴⁹ Ver tabela 5.1 – Divisão da Amostra: Países Desenvolvidos *versus* Países em Desenvolvimento. Convém, mais uma vez, salientar que, no grupo dos países em desenvolvimento, incluímos também países referentes às Economias em Transição do Sudeste da Europa e da Comunidade dos Estados Independentes.

Nos países em desenvolvimento, a correlação que mais se destaca é a observada entre a variável associada ao capital humano (ESC) e o CPOP. Tal poderá resultar do facto de que neste tipo de economias, o elevado ritmo de crescimento da população poderá não ser acompanhado por um aumento significativo do seu nível de escolaridade, justificando a elevada correlação negativa entre as duas variáveis. Entre as variáveis GA e ESC, observa-se igualmente uma correlação importante, mas inferior à anterior. Todos os outros coeficientes de correlação são relativamente reduzidos, pelo que não haverá, para cada sub-amostra, razões para suspeitar de problemas de multicolinearidade.

Tabela 7.6 - Matriz de Correlação e Estatísticas Descritivas das Variáveis Independentes
Países Desenvolvidos (I) versus Países em Desenvolvimento (II)

	Média (Desvio- padrão)		(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)		(8)	
	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II	I	II
PIB_{INICIAL}	12,111 (1,654)	11,917 (1,086)	1,000	1,000														
CINVEST	0,067 (0,117)	0,096 (0,260)	-0,299	-0,065	1,000	1,000												
CFDI	1,036 (6,299)	0,463 (1,579)	0,052	-0,073	-0,035	-0,123	1,000	1,000										
CIN-F&A	3,319 (18,401)	2,787 (10,588)	-0,248	-0,046	0,117	-0,010	0,058	0,163	1,000	1,000								
CIN-IR	0,292 (0,708)	0,222 (0,484)	-0,015	-0,016	0,175	0,082	0,123	-0,166	0,179	-0,107	1,000	1,000						
CPOP	0,005 (0,006)	0,011 (0,009)	0,347	0,167	0,032	-0,210	-0,018	-0,044	-0,112	0,057	0,024	-0,037	1,000	1,000				
ESC	9,434 (1,554)	7,277 (1,877)	0,170	-0,155	0,091	0,026	0,002	0,058	-0,111	-0,168	-0,020	0,024	0,110	-0,621	1,000	1,000		
GA	0,670 (0,346)	0,778 (0,727)	-0,598	-0,154	0,122	-0,191	0,043	-0,008	0,157	-0,059	-0,013	0,010	-0,354	0,043	-0,167	0,383	1,000	1,000

Notas: 1. I – Subgrupo dos países desenvolvidos e II – Subgrupo dos países em desenvolvimento; 2. PIB_{INICIAL} – logaritmo natural do PIB (a preços constantes) no início do período; CINVEST – taxa de crescimento anual do investimento doméstico; CFDI e CIN-F&A – taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada do IDE e das F&A, respectivamente; CIN-IR – taxa de crescimento anual do número de entradas de investimentos de raiz; CPOP – taxa de crescimento anual da população; ESC – número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta e GA – grau de abertura ao exterior, medido pelo rácio (exportações + importações) / PIB

Passaremos, em seguida, à discussão dos resultados de estimação da equação de crescimento para os países desenvolvidos e economias em desenvolvimento. Na tabela 7.7 reportamos os resultados para cada uma das duas sub-amostras, de forma a comparar o papel do investimento estrangeiro, quer quando este assume a forma de F&A, quer de investimentos de raiz, no crescimento económico destas economias.

De notar que a maioria dos coeficientes são qualitativamente os mesmos que os obtidos para a amostra conjunta, existindo, no entanto, algumas diferenças assinaláveis.

Conforme o esperado, o nível do PIB inicial exerce um impacto negativo no crescimento económico de ambos os grupos de países. Com sinal contrário, temos a variável associada ao crescimento do investimento doméstico. Ambos os coeficientes são estatisticamente significativos para os dois conjuntos de países.

Quanto às variáveis associadas ao grau de abertura (GA) e ao crescimento da população (CPOP), ambas evidenciam um sinal positivo de acordo com o esperado, mas só significativo para o conjunto dos países desenvolvidos.

Um dos resultados interessantes relaciona-se com a variável ESC, utilizada como *proxy* do capital humano. Esta variável evidencia um sinal negativo, mas não significativo nos países desenvolvidos. Como sustentam Li e Liu (2005), tal poderá resultar do facto de que esta variável tende a ser muito elevada em todos os países desenvolvidos, não existindo, entre eles, grande variabilidade nos dados. Podemos, assim, concluir que não existe uma forte correlação entre esta variável e o crescimento económico dos países desenvolvidos. Contrariamente, nos países em desenvolvimento, a variável ESC mostra-se positivamente significativa, confirmando a ideia de que o capital humano exerce um efeito importante na maioria dos países em desenvolvimento, tal como salientam Borensztein *et al.* (1998). Idêntica conclusão foi obtida por Buckley *et al.* (2002), os quais observaram uma relação positiva e significativa entre o nível de escolaridade e o crescimento económico das províncias menos desenvolvidas da China.

Tabela 7.7: Estimação da Equação Crescimento: Países Desenvolvidos (I) versus Países em Desenvolvimento (II)

	Países Desenvolvidos (I)				Países em Desenvolvimento (II)			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
C	0,1561 (1,0428)	0,1529 (1,0200)	0,1539 (1,0853)	-1,7074* (-5,4654)	-0,9200* (-4,0069)	-0,9222* (-4,0148)	-0,9217* (-4,0056)	-1,6919* (-4,3197)
PIB_{INICIAL}	-0,0258*** (-1,6973)	-0,0260*** (-1,7105)	-0,0263*** (-1,6752)	-0,1209* (-4,6145)	-0,0842* (-3,4089)	-0,0845* (-3,4210)	-0,0843* (-3,4129)	-0,1776* (-3,6245)
CINVEST	0,0468* (5,0869)	0,0471* (5,1196)	0,0459* (7,9138)	0,0491* (4,1966)	0,1045* (13,9332)	0,1044* (13,9205)	0,1046* (13,9467)	0,0983* (8,4741)
GA	0,0543* (4,5249)	0,0542* (4,4793)	0,0567* (4,6475)	0,0272** (2,3652)	0,0123 (0,8913)	0,0132 (0,9565)	0,0125 (0,9058)	0,0015 (0,0704)
ESC	-0,0365 (-1,6009)	-0,0362 (-1,6089)	-0,0367 (-1,6026)	-0,0248 (-1,4171)	0,0308** (2,1538)	0,0309** (2,1608)	0,0309** (2,1458)	0,0532** (2,0462)
CPOP	1,4719** (2,5621)	1,5111** (2,4894)	1,4552** (2,4021)	1,3431** (2,1258)	1,4770 (1,6137)	1,4639 (1,5986)	1,5171 (1,6428)	1,5233 (0,9096)
CFDI	0,0016*** (1,6675)				0,0007*** (1,7506)			
CIN-F&A	0,0005 (0,7143)				-0,0004** (-1,9851)			
CIN-IR	0,0032** (2,5423)				0,0081*** (1,8837)			
R² Ajustado	0,532	0,534	0,531	0,864	0,597	0,598	0,603	0,656
Est. F	10,652*	10,742*	10,413*	20,958*	13,355*	13,418*	13,627*	7,256*
T. Hausman	84,870*	84,882*	83,561*	61,385*	19,039*	19,044*	19,241*	27,981*
N	273	273	271	105	235	235	235	96

Notas: 1. Todas as equações foram estimadas pelo MEF, uma vez que os valores evidenciados pelo Teste de Hausman nos permitiram concluir acerca da rejeição do MEA em todas as regressões e, daí termos apresentado só a estimação pelo MEF. 2. Valores entre parêntesis dizem respeito às Estatísticas-T corrigidas para a heterocedasticidade usando o método de White (1980). 3. *Significativo a 1%; **Significativo a 5%; ***Significativo a 10%

No que respeita ao impacto do investimento estrangeiro no crescimento económico, obtivemos evidência que nos permite concluir que o IDE (variável CFDI), em termos agregados, influencia de forma positiva o crescimento económico de ambos os grupos de países.

Isto é, independentemente do tipo de economia, o crescimento do IDE parece exercer um efeito similar ao do investimento doméstico, na promoção do crescimento económico das economias recipientes, sejam elas desenvolvidas ou em desenvolvimento.

Todavia, quando utilizamos as taxas de crescimento das F&A e dos investimentos de raiz, em vez do crescimento do IDE agregado, as conclusões que podemos retirar são diferentes. Em particular, na especificação (7) assistimos a um impacto negativo e significativo das F&A no crescimento económico dos países em desenvolvimento. Tal resultado poderá confirmar o argumento teórico apontado no capítulo anterior, de que as F&A são muitas vezes acompanhadas de efeitos adversos para as economias recipientes, pelo menos no curto prazo. Por outro lado, no que respeita ao grupo de países desenvolvidos não encontramos um efeito significativo entre as duas variáveis (especificação (3)).

Por último, no que concerne à relação entre os investimentos de raiz e o crescimento económico, os resultados obtidos nas especificações (4) e (8) sugerem, com alguma segurança, que este tipo de investimento é benéfico para ambos os grupos de países.

Sintetizando, a partir da estimação da equação de crescimento, primeiro para a amostra conjunta dos 53 países, depois para as duas sub-amostras, podemos concluir que, em termos gerais, o IDE agregado exerce um impacto positivo e significativo no crescimento económico dos países de acolhimento, sejam estas economias desenvolvidas ou em desenvolvimento. Idêntica conclusão parece ser obtida para os investimentos de raiz. Ou seja, os resultados sugerem que quanto maior a taxa de crescimento do IDE, em particular quando este se realiza via investimentos de raiz, maior será o ritmo de crescimento económico dos países recipientes. O mesmo já não se pode afirmar em relação ao IDE efectuado através das F&A internacionais.

Na verdade, o efeito das F&A no crescimento económico parece ser diferenciado, consoante o grupo de países em análise. Se, por um lado, as F&A parecem não ser significativas na explicação do crescimento dos países desenvolvidos, por outro, parecem exercer um impacto negativo no crescimento das economias em desenvolvimento. Como tivemos oportunidade de referir no capítulo 2, nos países em desenvolvimento e nas economias em transição, o peso do sector primário nos fluxos globais de F&A internacionais é, significativamente, superior ao observado nas economias industrializadas. Consequentemente, uma vez que neste tipo de sector, as F&A internacionais tendem a ser menos vantajosas para os países alvo, porque se torna mais difícil a materialização dos benefícios a elas associados (tais como o acesso aos activos intangíveis), será de esperar que os países em desenvolvimento e em transição registem benefícios inferiores aos dos países desenvolvidos, justificando, de certo modo, o impacto negativo das F&A internacionais no crescimento económico dos primeiros.

7.4 Conclusões

Os impactos favoráveis, previstos pelos modelos teóricos e documentados por alguns estudos empíricos, têm provocado alterações consideráveis na atitude dos governos perante as entradas de investimento estrangeiro, ao longo das últimas décadas. Na expectativa de que algum do conhecimento trazido pelas empresas estrangeiras se pode espalhar pelas empresas nacionais no país recipiente, os governos têm vindo a reduzir as barreiras à entrada e a abrir novos sectores ao investimento estrangeiro. Mais, um número crescente de governos tem providenciado, de igual modo, várias formas de incentivos ao investimento, com vista a encorajar as multinacionais a investirem nos seus países.

A explicação económica para tais incentivos resulta da forte convicção de que o IDE gera externalidades positivas para as empresas dos países recipientes e promove o crescimento económico destes últimos.

Na verdade, os resultados empíricos obtidos neste capítulo parecem confirmar essa explicação económica. Com base numa amostra em painel de 53 países ao longo do

período 1996-2006, a evidência empírica obtida permite-nos concluir que o IDE, em termos agregados, influencia de forma positiva o crescimento económico, seja dos países desenvolvidos, seja das economias em desenvolvimento (e em transição). Este resultado foi confirmado, quer pelo teste de causalidade de Granger aplicado ao contexto de dados em painel, quer pela estimação de um modelo estrutural de crescimento.

Todavia, quando incluímos na análise as F&A internacionais e os investimentos de raiz, enquanto modos alternativos de entrada nos mercados estrangeiros, o cenário altera-se.

Primeiro, a utilização do teste de causalidade de Granger permitiu-nos obter evidência quanto à existência de uma relação causal bidireccional entre as F&A internacionais e o crescimento do PIB. Isto é, se, por um lado, o crescimento económico influencia o crescimento das F&A internacionais¹⁵⁰, por outro, o crescimento das F&A parece determinar o crescimento económico. Contudo, apesar do teste de Granger nos proporcionar uma indicação da relação de causalidade, em termos de precedência temporal, entre duas variáveis, apresenta, por si só, a desvantagem de não conseguir capturar uma verdadeira relação de endogeneidade. Deste modo, quando passamos à estimação do modelo estrutural de crescimento, onde incluímos, como variável explicativa, a taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada das F&A internacionais, os resultados obtidos nem sempre foram consistentes. Enquanto, para a totalidade da amostra e para o subgrupo dos países desenvolvidos, as F&A internacionais não se mostraram significativas na explicação do crescimento do PIB, no que respeita aos países em desenvolvimento (e economias em transição) constatamos a existência de uma relação negativa entre as duas variáveis.

Segundo, em relação aos investimentos de raiz, os resultados sugerem que, apesar de não se conseguir provar uma relação de causalidade recíproca, estes investimentos exercem um efeito positivo sobre o crescimento económico dos países (desenvolvidos ou em desenvolvimento) de acolhimento.

Logo, em termos sucintos, a evidência empírica obtida permite-nos concluir que o IDE agregado exerce um impacto positivo no crescimento económico, sobretudo quando este assume a forma de investimentos de raiz. Contrariamente, as F&A tendem

¹⁵⁰ De salientar, no entanto, que esse efeito tende a não ser imediato.

a exercer um impacto não significativo ou mesmo negativo (no caso das economias em desenvolvimento e em transição).

Os resultados confirmam, assim, o argumento teórico de que as F&A internacionais, por envolverem, por definição, uma transferência de activos das mãos domésticas para as mãos estrangeiras, não aumentam, pelo menos no curto prazo, a capacidade produtiva nos países de acolhimento. Deste modo, tendem a gerar benefícios inferiores ou impactos negativos maiores que os investimentos de raiz, no que concerne ao desenvolvimento das economias recipientes.

Logo, uma das principais conclusões que podemos retirar desta investigação, e, que, de certo modo, poderá contribuir para uma melhor definição da política externa levada a cabo pelos vários governos, é a de que estes devem continuar a estimular a abertura das suas economias ao exterior, liberalizando os seus regimes e promovendo políticas de incentivo ao IDE, em particular, as que favoreçam o estabelecimento de novas filiais por parte dos investidores estrangeiros, associadas, por exemplo, à melhoria dos processos relacionados com a admissão e/ou registo dessas novas empresas¹⁵¹. Esta problemática assume especial relevo nos países em desenvolvimento (e economias em transição), nos quais os resultados sugerem uma correlação negativa entre as F&A internacionais e o crescimento económico dessas economias.

Seria, no entanto, interessante analisar se, no longo prazo, as diferenças entre os dois modos de entrada, no que respeita ao impacto destes no crescimento, tendem a diminuir ou a desaparecer. Para tal, era necessário estimar o modelo de crescimento através de um modelo dinâmico com a inclusão de variáveis explicativas desfasadas. Todavia, dada a grande limitação em termos de informação disponível¹⁵², não nos foi possível conduzir a estimação de tal modelo, constituindo um dos próximos passos em termos de investigação futura. Adicionalmente, uma outra limitação deste estudo prende-se com o facto, já referido no capítulo 4, das várias séries de investimento não serem directamente comparáveis, o que impossibilitou a comparação entre a magnitude dos efeitos das F&A internacionais e a dos investimentos de raiz no crescimento económico.

¹⁵¹ A melhoria do processo de admissão poderia passar, nomeadamente, por uma maior celeridade no processo de registo de uma nova empresa ou por uma simplificação dos procedimentos fiscais.

¹⁵² Basta lembrar-nos que, no caso dos investimentos de raiz, só dispúnhamos de informação para o período 2002-2006.

TABELAS

Tabela 7.1 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes

Variável	Descrição	Fonte
CRESCPIB	Taxa de crescimento anual do Produto Interno Bruto (PIB). Produto Interno Bruto a preços constantes de 2000 (em milhões de Dólares americanos).	World Bank, <i>World Development Indicators On-line</i> , disponível em http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html [consultado em 27/05/08]
PIB	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto a preços correntes (em milhões de Dólares americanos).	International Monetary Fund (2007), <i>World Economic Outlook Database 2007</i> , disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata . [consultado em 14/01/08]
PIB_{INICIAL}	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto a preços constantes de 2000 (em milhões de Dólares americanos) no início do período.	World Bank, <i>World Development Indicators On-line</i> , disponível em http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html [consultado em 27/05/08]
FDI	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
IN-F&A	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos), isto é, das vendas de empresas nacionais a investidores estrangeiros.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
IN-IR	Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que o país foi destino.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>World Investment Report</i> , Geneva: United Nations, para vários anos.

(continua)

Tabela 7.1 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
CFDI	Taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
CIN-F&A	Taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos).	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>FDI Statistical Database On-line</i> , disponível em http://stats.unctad.org/FDI [consultado em 22/01/2008]
CIN-IR	Taxa de crescimento anual do número de investimentos de raiz de que o país foi destino.	United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), <i>World Investment Report</i> , Geneva: United Nations, para vários anos.
GA	Grau de Abertura ao Exterior. Foi obtido a partir do seguinte rácio: (Exportações + Importações)/PIB. Estas variáveis estão definidas em milhões de Dólares americanos e a preços correntes.	International Monetary Fund (2007), <i>World Economic Outlook Database 2007</i> , disponível em http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata [consultado em 14/01/2008]
CINVEST	Taxa de crescimento anual do Investimento Doméstico Bruto (em milhões de Dólares americanos). Como medida do Investimento Doméstico realizado por um país utilizamos o indicador relativo à Formação Bruta de Capital.	World Bank, <i>World Development Indicators On-line</i> , disponível em http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html . Os dados relativos a Taiwan foram obtidos a partir da seguinte fonte: National Statistics of Taiwan, <i>Macroeconomics Database</i> , Republic of China (Taiwan), disponível em http://61.60.106.82/pxweb/Dialog/statfile1L.asp . [consultado em 27/05/2008]

(continua)

Tabela 7.1 – Descrição das Variáveis e respectivas Fontes (cont.)

Variável	Descrição	Fonte
ESC	Número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta.	Os dados relativos à escolaridade provêm de Barro, R. e Lee, J.W. (1996), “International Measures of Schooling Years and Schooling Quality”, <i>American Business Review</i> , vol. 86, pp. 218-223. A versão actualizada está disponível em: Centre for International Development (CID) at Harvard University, http://www.cid.harvard.edu/ciddata . [consultado em 27/05/2008]. Os dados estão apenas disponíveis para os períodos agregados de 1995-2000 e 2000-2005. Não se encontra disponível informação para o Luxemburgo.
CPOP	Taxa de crescimento anual da população.	United Nations Statistics Division (UNSTATS), disponível em http://unstats.un.org/unsd/demographic/default.htm [consultado em 27/05/2008]. Os dados relativos a Taiwan foram obtidos a partir da seguinte fonte: National Statistics of Taiwan, <i>Macroeconomics Database</i> , Republic of China (Taiwan), disponível em http://61.60.106.82/pxweb/Dialog/statfile1L.asp . [consultado em 27/05/2008]

CAPÍTULO 8

CONCLUSÕES

8.1 Síntese das Conclusões

Ao longo das últimas duas décadas, sobretudo a partir do trabalho de Hennart e Park (1993), a escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros tem sido um dos tópicos mais estudados no campo da Gestão Internacional. No entanto, apesar da maioria dos estudos apontar para um conjunto de características específicas das empresas, das indústrias e dos países, capazes de influenciar a escolha entre as F&A internacionais e os investimentos de raiz, os resultados empíricos estão longe de ser consensuais. Tal facto poderá ser explicado, em parte, pela utilização, quer de diferentes contextos empíricos, quer de diferentes perspectivas teóricas.

Além disso, a investigação empírica realizada nesta área tem sido conduzida na perspectiva das empresas, no sentido de compreender a estratégia destas quando decidem investir no exterior, mas sem considerar, de forma explícita, os determinantes macroeconómicos associados à escolha do modo de entrada de IDE. Por outro lado, a literatura sobre os determinantes macroeconómicos dos fluxos agregados de IDE não distingue os diferentes modos de entrada, nomeadamente as F&A internacionais e os investimentos de raiz. Regra geral, como salienta Lall (2002), estes estudos assumem, implicitamente, que os mesmos factores motivam de forma indiferenciada todos os modos de entrada.

Recentemente, apesar da ainda grande escassez de literatura neste domínio, temos vindo a assistir a uma crescente investigação sobre os determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais. Todavia, estes estudos dedicam-se, única e exclusivamente, aos factores macroeconómicos que motivam as operações de F&A internacionais, negligenciando a existência de formas alternativas de entrada, em particular os investimentos de raiz. Na verdade, no que respeita a estes últimos, não

conhecemos, até ao momento, estudos que, numa óptica macroeconómica, tenham enfatizado os seus determinantes específicos. Nestas circunstâncias, a análise comparativa dos determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz parece persistir enquanto lacuna na investigação empírica no domínio da Gestão Internacional.

Atendendo ao contexto mundial do IDE, no qual as F&A internacionais constituem o modo preferencial de entrada, parece-nos que a análise macroeconómica dos determinantes do modo de entrada assume particular relevância. Acrescente-se, ainda, que a investigação acerca do impacto que cada tipo de investimento (F&A internacionais e investimentos de raiz) poderá exercer no crescimento económico dos países de acolhimento merece, de igual forma, uma atenção especial.

Neste sentido, duas questões centrais foram analisadas empiricamente nesta investigação. A primeira, desenvolvida ao longo dos capítulos 4 e 5, encontra-se relacionada com a existência (ou não) de determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, onde se procurou identificar, para além dos factores comuns a todos os modos de entrada, os factores específicos associados a cada uma destas formas de entrada nos mercados estrangeiros. A segunda, conduzida no capítulo 7, diz respeito ao estudo do impacto do IDE, seja por via das F&A, seja dos investimentos de raiz, no crescimento económico das economias de acolhimento.

Adoptando uma perspectiva macroeconómica sobre o IDE, a evidência empírica obtida no capítulo 4, a partir de uma amostra em painel de 53 países ao longo do período 1996-2006, permitiu-nos concluir que, de uma forma geral, existe um conjunto de factores que são importantes na explicação de qualquer uma das formas de IDE, seja ao nível dos fluxos de entrada, seja dos de saída. Concretizando, a dimensão da economia, o grau de abertura e o índice de governação estão, na maioria dos casos, correlacionados positivamente com as variáveis dependentes associadas às entradas e saídas das três séries de investimento (IDE agregado, F&A internacionais e investimentos de raiz). Adicionalmente, os valores dos coeficientes destas variáveis são muito similares em cada conjunto de equações. No que respeita apenas às equações associadas às saídas de investimento, observou-se igualmente, conforme esperado, uma

relação positiva entre o índice de desenvolvimento humano e as três séries de investimento.

Parece, então, existir uma grande similitude entre os factores responsáveis pela atracção de IDE e aqueles que impulsionam as empresas domésticas a investir no exterior. Este resultado vem de acordo com a evidência empírica, na qual se constata que os fluxos de entrada e saída de IDE tendem a evoluir, conjuntamente, quer ao longo dos países, quer ao longo dos anos. De facto, os países que mais investem no exterior, como é o caso dos Estados Unidos da América, do Reino Unido, da França e da Alemanha são, na maioria das vezes, os principais recipientes de IDE.

Constatamos, no entanto, algumas diferenças entre a estrutura das equações das F&A, dos investimentos de raiz e do IDE agregado. Em particular, observamos, à semelhança de Globerman e Shapiro (2005), que a taxa de crescimento do PIB constitui uma variável importante na atracção dos fluxos de IDE, sobretudo quando este assume (pelo menos numa primeira fase) a forma de investimentos de raiz. Todavia, um ritmo de crescimento elevado tende a incentivar as empresas domésticas a investirem no exterior, preferencialmente, através de aquisições de empresas estrangeiras, talvez por ser esta a forma mais rápida de materializar as suas vantagens competitivas.

Quanto à questão empírica de saber se existem ou não factores macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, capazes de determinar a preferência das empresas por um modo em detrimento do outro, encontramos alguma evidência que aponta no sentido da sua existência. Relativamente às F&A internacionais, apesar da variável associada à capitalização do mercado de capitais não se mostrar específica deste modo de IDE, o mesmo parece não se verificar em relação ao grau de protecção do investidor. Na verdade, esta última variável é apenas significativa nas regressões associadas às entradas e saídas de F&A internacionais, indiciando alguma especificidade do grau de protecção do investidor em relação às aquisições. Também no que respeita aos investimentos de raiz, obtivemos alguma evidência de que as duas variáveis associadas à distância cultural influenciam de forma positiva este tipo de investimento.

Em termos gerais, a análise das semelhanças e diferenças entre os dois principais modos de IDE, permitiu-nos concluir que os países com elevado grau de protecção ao investidor apresentam uma maior propensão para o IDE via F&A, enquanto países com

um elevado grau de distância cultural e de aversão à incerteza, tendem a preferir o IDE de raiz. Convém, ainda, salientar que este resultado é válido, quer ao nível da análise dos países de origem, quer dos recipientes.

Conclusões idênticas foram obtidas no capítulo 5, quando procedemos ao desdobramento da amostra em países desenvolvidos e países em desenvolvimento (e economias em transição). A única diferença encontrada, relativamente aos resultados anteriores, respeita aos determinantes específicos das F&A internacionais. Neste caso, os resultados obtidos, a partir da análise das regressões associadas às saídas de investimento, sugerem que as duas variáveis relativas às F&A (a capitalização do mercado de capitais e o grau de protecção ao investidor) só demonstravam sinais de serem específicas deste tipo de investimento, no grupo dos países (de origem) em desenvolvimento. Ao nível das entradas de investimento, e, à semelhança do capítulo 4, o grau de protecção ao investidor figurava como o único factor específico das F&A internacionais, em ambos os conjuntos de países.

Todavia, apesar dos determinantes macroeconómicos específicos de cada modo de entrada serem semelhantes entre os dois grupos de países, foram detectadas, no entanto, algumas diferenças entre aqueles grupos, no que se refere aos determinantes do IDE agregado. Em resultado, fomos conduzidos à rejeição da hipótese de que os determinantes das várias séries de investimento seriam similares entre os países desenvolvidos e as economias em desenvolvimento.

Em particular, constatámos que o índice de governação é apenas relevante na explicação dos investimentos que têm como origem e destino os países em desenvolvimento. Em contrapartida, obtivemos evidência de que a variável associada ao grau de abertura determina exclusivamente o investimento directo realizado no exterior por parte dos países desenvolvidos (principalmente quando este assume a forma de F&A). Por último, em relação ao ritmo de crescimento económico, apesar de terem sido detectadas algumas diferenças entre os dois conjuntos de países, os resultados, em termos gerais, são similares aos obtidos no capítulo 4. Ou seja, para ambos os países – desenvolvidos e em desenvolvimento –, o crescimento económico continua a exercer um impacto positivo, quer na atracção de IDE, sobretudo através do IDE de raiz (sendo que esta preferência é bem mais notória nos países em desenvolvimento), quer na promoção do investimento realizado a partir destas economias.

Em síntese, a investigação conduzida ao longo dos capítulos 4 e 5, permitiu-nos concluir que, em termos gerais, para além de certos países evidenciarem um conjunto de vantagens de localização, como as associadas à dimensão dos mercados, ao grau de abertura e à qualidade das instituições, capazes de atrair qualquer tipo de IDE, podem, igualmente, apresentar determinadas características que tornam as empresas aí localizadas mais propensas a investir no exterior, através das F&A ou do estabelecimento de novas filiais. Entre essas características específicas ressaltam as relacionadas com o desenvolvimento dos mercados financeiros (em particular, com o grau de protecção ao investidor) e o contexto cultural, na explicação da preferência das empresas pelas aquisições internacionais ou pelo IDE de raiz, respectivamente.

A segunda questão empírica, desenvolvida no capítulo 7, pretendeu estudar o impacto do IDE, das F&A internacionais e dos investimentos de raiz no crescimento económico dos países recipientes, recorrendo para o efeito, quer a testes de causalidade de Granger, quer à estimação de uma equação estrutural de crescimento, com base na mesma amostra em painel utilizada no capítulo 4. Além disso, a análise foi conduzida a dois níveis: primeiro, ao nível da amostra conjunta e, em seguida, à semelhança do capítulo 5, ao nível de cada uma das duas sub-amostras, relativas aos países desenvolvidos e às economias em desenvolvimento (e em transição).

Os resultados obtidos indiciam que o IDE agregado influencia de forma positiva o crescimento económico, seja dos países desenvolvidos, seja das economias em desenvolvimento, comprovando o argumento teórico de que o IDE gera externalidades positivas para as empresas dos países de acolhimento, ao mesmo tempo que promove o crescimento económico destes últimos.

Todavia, quando incluímos na análise as F&A internacionais e os investimentos de raiz, enquanto modos alternativos de entrada nos mercados estrangeiros, o cenário altera-se.

Em particular, no que respeita à relação entre as F&A internacionais e o crescimento económico dos países de acolhimento, a utilização do teste de causalidade de Granger permitiu-nos obter evidência de uma relação causal bidireccional entre as duas variáveis. Isto é, se, por um lado, o crescimento económico influencia o crescimento das F&A internacionais (embora não no imediato), por outro, o crescimento das F&A parece determinar o crescimento económico. Contudo, quando

passamos à estimação econométrica do modelo estrutural de crescimento, o impacto das F&A internacionais no crescimento do PIB mostrou-se diferenciado consoante a amostra utilizada. Enquanto para a amostra conjunta e para o subgrupo dos países desenvolvidos, as F&A internacionais não evidenciaram qualquer efeito significativo sobre o crescimento económico, em contrapartida, nas economias em desenvolvimento, verificou-se uma relação negativa entre as duas variáveis.

Relativamente aos investimentos de raiz, apesar de não se ter conseguido provar uma relação de causalidade bidireccional entre o crescimento económico e este tipo de investimento, a evidência encontrada aponta para um impacto positivo do IDE de raiz sobre o crescimento económico dos países (desenvolvidos ou em desenvolvimento) de acolhimento.

Em termos gerais, a resposta à segunda questão empírica colocada na tese vai no sentido de se poder afirmar que o IDE agregado exerce um impacto positivo no crescimento económico, sobretudo quando este assume a forma de investimentos de raiz. Contrariamente, as F&A tendem a exercer um impacto não significativo ou mesmo negativo (no caso dos países em desenvolvimento).

Sintetizando, a tese confirma a existência de factores macroeconómicos específicos associados às F&A internacionais e aos investimentos de raiz, os quais, ao possibilitarem, em certa medida, a classificação dos países (quer recipientes, quer de origem), em termos da sua maior propensão para um determinado tipo de IDE, ajudará os gestores na tomada de decisão quanto à forma de investimento que devem adoptar nos mercados estrangeiros. Tal facto constitui, do nosso ponto vista, uma das principais contribuições desta investigação para os decisores empresariais e, por esta via, para o domínio das Ciências Empresariais.

Para além disso, as descobertas evidenciadas acerca dos determinantes das várias formas de investimento têm importantes implicações políticas para ambos os países, de origem e recipientes. Instituições estáveis e uma política aberta ao comércio podem contribuir significativamente para atrair mais IDE (independentemente da forma de entrada escolhida) e, simultaneamente, facilitar os investimentos realizados pelas empresas domésticas no exterior. Nestas circunstâncias, em que a qualidade das instituições, bem como o tipo de regime de comércio assumem um papel de relevo no IDE, os governos deverão focar-se mais nas reformas de longo prazo, ao invés de

políticas meramente conjunturais. O desenvolvimento dos mercados financeiros parece constituir, igualmente, um factor crucial na determinação dos fluxos de IDE, em particular nas F&A internacionais. Deste modo, uma vez que a maioria dos governos está empenhada na promoção de políticas que visem incentivar, quer as entradas, quer as saídas de investimento directo estrangeiro, os determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, devem ser tomados em consideração como importantes variáveis políticas.

De uma forma geral, podemos concluir que a extensão do trabalho anterior de Globerman e Shapiro (2005) à investigação dos determinantes específicos dos investimentos de raiz num contexto de dados em painel permitiu-nos obter novas evidências, no que respeita aos determinantes macroeconómicos específicos associados a cada modo de entrada.

Por último, os resultados confirmam o argumento teórico de que o IDE promove o crescimento económico dos países de acolhimento, sobretudo quando é realizado via IDE de raiz. Ao invés, as F&A internacionais, por envolverem, por definição, uma transferência de activos das mãos domésticas para as mãos estrangeiras, não aumentam, pelo menos no curto prazo, a capacidade produtiva nos países de acolhimento. Deste modo, e de acordo com a evidência obtida, tendem a gerar benefícios inferiores ou impactos negativos maiores que os investimentos de raiz, no que concerne ao desenvolvimento das economias recipientes.

Em resultado, uma das principais conclusões que daqui podemos retirar, e, que de certo modo, poderá contribuir para uma melhor definição da política externa levada a cabo pelos vários governos, é a de que estes devem continuar a encorajar as entradas de investimento estrangeiro, através, quer da adopção de políticas de privatização e liberalização, quer da criação de incentivos ao IDE que poderiam passar, por exemplo, pela redução da carga fiscal. Além disso, os resultados sustentam a ideia de que, apesar da maioria dos regimes de IDE se aplicar indiferenciadamente às F&A internacionais e aos investimentos de raiz, os decisores políticos deverão centrar-se fundamentalmente nas políticas que favoreçam o IDE de raiz. Esta problemática assume especial relevo nos países em desenvolvimento (e economias em transição), onde a evidência obtida chegou mesmo a sugerir uma correlação negativa entre as F&A internacionais e o crescimento económico dessas economias.

Espera-se que as conclusões aqui apresentadas ao nível dos determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, assim como do impacto destas duas formas de investimento no crescimento económico dos países de acolhimento, contribuam para uma melhor compreensão do comportamento das empresas no contexto da escolha do modo de entrada nos mercados estrangeiros.

8.2 Limitações da Investigação e Sugestões para Linhas de Investigações Futuras

Tal como qualquer projecto de investigação, esta dissertação apresenta limitações que se espera que possam ser colmatadas em estudos futuros.

Desde logo, as principais limitações deste estudo prendem-se com a natureza dos dados sobre o IDE, nomeadamente os relacionados com as três séries de investimento aqui analisadas: o IDE agregado, as F&A internacionais e os investimentos de raiz.

A primeira, e talvez a mais importante limitação, diz respeito ao facto da informação disponível no caso dos investimentos de raiz fornecer apenas indicação sobre o número (e não os fluxos, como acontecia com as outras duas séries de investimento) de projectos de investimentos de raiz de que cada país foi origem ou destino. Acrescenta-se ainda que a análise deste tipo de IDE ficou circunscrita a um reduzido horizonte temporal (2002-2006), devido à inexistência de dados para os anos anteriores. A inclusão de um período temporal mais alargado, ao possibilitar uma análise dinâmica em painel, enriqueceria naturalmente o conhecimento agora produzido.

Além disso, mesmo no que se refere aos fluxos de entrada e saída de IDE agregado e de F&A internacionais, a UNCTAD¹⁵³ admite a existência de um conjunto de problemas metodológicos que impossibilita, de igual modo, a comparação estrita entre estes fluxos. Tal situação ocorre, desde logo, porque, apesar de os dados serem recolhidos pela UNCTAD, eles provêm de fontes diferentes, nomeadamente, as variáveis relativas aos fluxos agregados de IDE são compiladas pelo IMF (*International Monetary Fund*) e as associadas às F&A internacionais são obtidas pela *Thomson Financial*.

¹⁵³ Com base nos seus relatórios anuais sobre IDE – *World Investment Report*.

Por último, a existência de uma amostra não balanceada, resultante da insuficiência de dados para a totalidade do painel em relação a algumas variáveis, condicionou, de algum modo, o desenvolvimento do nosso trabalho. Para além de dificultar, como acontecia na situação concreta dos investimentos de raiz (em relação aos quais só dispúnhamos de informação a partir de 2002), uma comparação directa entre as três séries de investimento, restringiu também a estimação econométrica dos nossos modelos. Em termos específicos, o facto de estarmos perante uma amostra não balanceada, impediu-nos de estimar as equações considerando duas componentes de erro, isto é, admitindo quer a heterogeneidade individual (entre países), quer a temporal. Nestas circunstâncias, fomos conduzidos a apresentar os resultados de estimação considerando uma só componente de erro (*“one-way error component models”*), em particular a heterogeneidade seccional, ignorando os efeitos temporais não observados.

Todavia, constituindo este estudo um primeiro passo nosso na análise dos determinantes macroeconómicos específicos das F&A internacionais e dos investimentos de raiz, assim como na investigação dos efeitos destas duas formas de investimento no ritmo de crescimento económico dos mercados alvo, mais investigação será, sem dúvida, necessária.

Apresentamos, assim, algumas sugestões chave para futuras investigações.

Desde logo, espera-se conseguir obter informação, provavelmente junto de outros organismos, sobre os fluxos ou *stocks* de projectos de investimentos de raiz que cada país realiza ou de que é recipiente, para que se possa proceder à comparação das três séries de investimento aqui analisadas. Desta forma, seria interessante, ao nível dos capítulos 4 e 5, examinar e comparar, para além dos sinais (positivos ou negativos), a magnitude dos efeitos de cada uma das variáveis explicativas sobre as três séries de investimento. De igual modo, a análise do impacto do IDE agregado, das F&A internacionais e dos investimentos de raiz no crescimento económico dos países alvo, sairia enriquecida se pudéssemos comparar a magnitude destes impactos.

O alargamento da amostra em termos de horizonte temporal, principalmente no que se refere aos investimentos de raiz, poderá igualmente reforçar a nossa investigação. Por um lado, possibilitaria a divisão da amostra em dois sub-períodos (por exemplo, faria sentido uma desagregação do tipo 1996-2001 e 2002-2006, dada a quebra acentuada da actividade de F&A internacionais a partir de 2001), com vista a

questionar se os parâmetros obtidos mantêm a sua validade em toda a amostra ou se os impactos dos regressores são distintos em função dos sub-períodos em análise. Por outro, permitiria a utilização de modelos dinâmicos em painel, os quais se mostram de grande utilidade, sobretudo na estimação do modelo estrutural de crescimento do capítulo 7. Neste caso, seria possível investigar, se, no longo prazo, as diferenças entre os dois modos de entrada de IDE, no que respeita ao impacto destes no crescimento económico das economias recipientes, tendiam a diminuir ou, mesmo, a desaparecer.

Finalmente, existe toda uma área que, do nosso ponto de vista, merece ser objecto de investigação: o estudo do impacto do IDE, por via das F&A e do IDE de raiz, no crescimento económico dos países investidores, analisando, desta forma, a relação entre os fluxos de saída de cada uma das três séries de investimento e o ritmo de crescimento observado pelas economias que realizam estes investimentos.

Em resumo, mais de que um projecto acabado, esta dissertação deve ser encarada como uma etapa de um processo de investigação que poderá ser completado com estudos subsequentes.

APÊNDICES

APÊNDICE 1

Teste de Hausman (1978)

O Teste de Hausman é um teste formal que nos permite escolher entre o método de efeitos fixos (MEF) e o de efeitos aleatórios (MEA). A hipótese nula subjacente ao este teste é a de que os estimadores do MEF e do MEA não diferem substancialmente. De forma simbólica, a hipótese nula a ser testada é a seguinte:

$$H_0: \text{plim } (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA}) = 0$$

$$H_1: \text{plim } (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA}) \neq 0$$

A ideia geral do teste de Hausman é que os dois estimadores podem ser comparados: um que é consistente sob a hipótese nula e sob a hipótese alternativa e outro que é apenas consistente sob a hipótese nula. Uma diferença significativa entre os dois estimadores sugere a rejeição da hipótese nula.

Os passos para desenvolver o teste de Hausman são os seguintes:

- 1) Computar a estatística do teste de Hausman da seguinte forma:

$$t_H = (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})' [\hat{V}\{\hat{\beta}_{MEF}\} - \hat{V}\{\hat{\beta}_{MEA}\}]^{-1} (\hat{\beta}_{MEF} - \hat{\beta}_{MEA})$$

onde $\hat{V}$ representa a estimativa das verdadeiras matrizes de covariância;

- 2) O teste desenvolvido por Hausman tem uma distribuição assintótica Qui-Quadrado com K graus de liberdade, χ_k^2 , onde K é o número de elementos em β ;

- 3) Um teste de significância de nível α é dado pela seguinte regra de decisão:

$$\text{Rejeitar } H_0 \text{ se } t_h > \chi_{(k),\alpha}^2$$

Se hipótese nula for rejeitada, a conclusão é a de que o MEA não é apropriado e a melhor regressão será dada pelo MEF, no qual a inferência estatística será condicional no ε_i (componente individual de erro) da amostra.

APÊNDICE 2

Teste de White (1980)

Uma das suposições importantes do modelo clássico de regressão linear é a hipótese de homocedasticidade, i.e., a variância de cada termo de perturbação, u_i , condicional aos valores escolhidos das variáveis explicativas, é um número constante e igual a σ^2 . Simbolicamente:

$$E(u_i^2) = \sigma^2 \quad i = 1, 2, \dots, n$$

Os passos para realizar o teste de heterocedasticidade de White são os seguintes:

- 1) Estimar a regressão principal pelo método dos MQO, obter os resíduos e elevados ao quadrado;
- 2) Regredir os resíduos ao quadrado contra o termo independente, todas as variáveis explicativas da regressão principal, os seus valores ao quadrado e o produto cruzado dos regressores. Se algumas das variáveis explicativas forem variáveis *dummies*, o termo quadrado será igual ao da variável original e, desta forma, não deve ser incluído separado, caso contrário, vai existir uma multicolinearidade exacta e a regressão não pode ser efectuada.
- 3) Computar a estatística $n.R^2$, onde n é o número de observações e R^2 é o R^2 não ajustado da regressão auxiliar definida no passo 2. A estatística $n.R^2$ possui uma distribuição assintótica do tipo Qui-Quadrado com p graus de liberdade, χ_p^2 , onde p é o número de regressores, excluindo o termo constante, isto é,

$$n.R^2 \underset{asp}{\sim} \chi_p^2$$

- 4) Se o valor do qui-quadrado observado exceder o valor crítico do qui-quadrado ao nível de significância escolhido, a conclusão é a de que existe heterocedasticidade.

APÊNDICE 3

Teste de Sargan (1958)

É um teste que é utilizado para testar a validade dos instrumentos utilizados na estimação pelo método das Variáveis Instrumentais (IV). Também conhecido pelo teste da sobreidentificação das restrições.

Os passos para realizar o teste de Sargan são:

- 1) Regredir os resíduos de estimação $\hat{\mu}_i^{IV}$ contra todas as variáveis exógenas (quer as variáveis de controlo, quer os instrumentos);
- 2) Obter o R^2

A estatística do Teste é obtida a partir da seguinte expressão:

$$S = n R^2$$

onde n é o número de observações. Sob a hipótese nula de que todos os instrumentos são exógenos, S possui uma distribuição Qui-Quadrado do tipo χ^2_{m-r} , onde $m-r$ se refere ao número de instrumentos (m) menos o número de variáveis endógenas (r).

APÊNDICE 4

Descrição das Variáveis Utilizadas

Variável	Descrição
FDI	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).
FDO	Logaritmo natural dos fluxos de saída de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).
IN-F&A	Logaritmo natural dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos), isto é, das vendas de empresas nacionais a investidores estrangeiros.
OUT-F&A	Logaritmo natural dos fluxos de saída de F&A (em milhões de Dólares americanos) do, isto é, das compras de empresas estrangeiras efectuadas pelas empresas nacionais.
IN-IR	Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que o país foi destino.
OUT-IR	Logaritmo natural do número de investimentos de raiz de que o país foi origem.
CFDI	Taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada de IDE (em milhões de Dólares americanos, a preços correntes).
CIN-F&A	Taxa de crescimento anual dos fluxos de entrada de F&A (em milhões de Dólares americanos).
CIN-IR	Taxa de crescimento anual do número de investimentos de raiz de que o país foi destino.
PIB	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto a preços correntes (em milhões de Dólares americanos).
PIB_{INICIAL}	Logaritmo natural do Produto Interno Bruto a preços constantes de 2000 (em milhões de Dólares americanos) no início do período.

(Continua)

APÊNDICE 4

Descrição das Variáveis Utilizadas (continuação)

Variável	Descrição
CRESCPIB	Taxa de Crescimento Anual do Produto Interno Bruto (PIB). Produto Interno Bruto a preços constantes de 2000 (em milhões de Dólares americanos).
IG	Índice de Governança utilizado como <i>proxy</i> do ambiente político, institucional e legal de um país. Este índice foi obtido a partir da média aritmética de 6 sub-índices, estimados por Kaufmann, Kraay e Mastruzzi (KKM) (2007), os quais correspondem às dimensões-chave da governança, nomeadamente: 1) estabilidade política e segurança; 2) eficiência governativa; 3) qualidade da regulação; 4) “força” da lei; 5) controlo da corrupção e 6) participação do cidadão e liberdade de expressão.
GA	Grau de Abertura ao Exterior. Foi obtido a partir do seguinte rácio: (Exportações + Importações)/PIB. Todas as variáveis incluídas estão definidas em milhões de Dólares americanos e a preços correntes.
IDH	Índice de Desenvolvimento Humano composto por 3 sub-índices: 1) PIB <i>per capita</i> , 2) Educação e 3) Esperança de vida à nascença.
CAP	Rácio de Capitalização do Mercado de Capitais em percentagem do Produto Interno Bruto (PIB).
PROTINV	Índice de Protecção do Investidor. Foi desenvolvido, inicialmente, por La Porta <i>et al.</i> (1998) e, mais tarde, estendido às economias em transição, por Pistor <i>et al.</i> (2000), como sendo uma interacção de um índice de direitos dos accionistas e um índice da “força” da lei.

(Continua)

APÊNDICE 4

Descrição das Variáveis Utilizadas (continuação)

Variável	Descrição
DC	Distância Cultural é um índice composto, desenvolvido por Hofstede (1980), que incorpora 4 dimensões culturais de cada país: 1) Masculinidade; 2) Distância ao Poder; 3) Aversão à Incerteza (“ <i>Uncertainty Avoidance</i> ”) e 4) Individualismo. Recentemente, Hofstede calculou, para alguns países, uma quinta dimensão cultural – Orientação de Longo Prazo.
UA	Aversão à incerteza (“ <i>Uncertainty Avoidance</i> ”). Esta variável é considerada uma das dimensões culturais propostas por Hofstede (1980) e faz parte do índice de Distância Cultural.
CINVEST	Taxa de crescimento anual do Investimento Doméstico (em milhões de Dólares americanos). Como medida do Investimento Doméstico Bruto realizado por um país utilizamos o indicador relativo à Formação Bruta de Capital.
ESC	Número médio de anos de escolaridade da população em idade adulta.
CPOP	Taxa de crescimento anual da população.

BIBLIOGRAFIA

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Agarwal, S. e Ramaswami, S. N. (1992), “Choice of Foreign Market Entry Mode: Impact of Ownership, Location and Internalization Factors”, *Journal of International Business Studies*, vol. 23, pp. 1-27.

Aharoni, Y. (1966), *The Foreign Investment Decision Process*, Cambridge, MA: Harvard Graduate School of Business.

Alfaro, L. (2003), “Foreign Direct Investment and Growth: Does the sector matter?”, Harvard Business School, Boston, MA, *mimeo*.

Aliber, R. Z. (1970), “A Theory of Foreign Direct Investment”, in C. P. Kindleberger (ed.), *The International Corporation*, Cambridge, MA: MIT Press.

Amal, M. (2005), *Modelo Teórico e Operacional de Análise dos Determinantes de Investimento Directo Externo (IDE) na América Latina*, Tese de Doutorado em Engenharia da Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

Aminian, N., Campart, S. e Ptisfer, E. (2005), “Macroeconomic Determinants of Cross-Border Mergers and Acquisitions – European and Asian Evidence”, artigo apresentado na *International Conference at the University of Le Havre*, 28 and 29 September.

Anand, J. e Delios, A. (2002), “Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions”, *Strategic Management Journal*, vol. 23, pp. 119-134.

Andersen, O. (1997), “Internationalization and Market Entry Mode: A review of theories and conceptual framework”, *Management International Review*, vol. 37, pp. 27-42.

Anderson, E. e Gatingon, H. (1986), “Modes of Foreign Entry: A Transaction Cost Analysis and Propositions”, *Journal of International Business Studies*, Fall, pp. 1-26.

Anderson, T. W. e Hsiao, C. (1981), “Estimation of Dynamic Models with Error Components”, *Journal of the American Statistical Association*, vol. 76, pp. 589-606.

Andersson, T. e Svensson, R. (1994), “Entry Modes for Direct Investment Determined by the Composition of Firm-Specific Skills”, *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 96 (4), pp. 551-560.

Arellano, M. e Bond, S. R. (1991), “Some Test of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and Application to Employment Equations”, *Review of Economics Studies*, vol. 58, pp. 277-297.

Arrow, K. J. (1998), “The Place of Institutions in the Economy: A theoretical perspective” in Y. Hayami e M. Aoki (eds.), *The Institutional Foundation of East Asian Economic Development*, pp. 27-34, London: Macmillan.

Bae, S. C. e Hwang, S. (1997), “An Empirical Analysis of Outward Foreign Direct Investment of Korea and Japan”, *Multinational Business Review*, vol. 5 (2), pp. 71-80.

Bain, J. S. (1956), *Barriers to New Competition*, Cambridge, MA: Harvard University Press.

Balasubramanyam, V. N.; Salisu, M. e Sapsford, D. (1996), “Foreign Direct Investment and Growth in EP and IS Countries”, *Economic Journal*, vol. 106, pp. 92-105.

Balasubramanyam, V. N.; Salisu, M. e Sapsford, D. (1999), “Foreign Direct Investment as an Engine of Growth”, *The Journal of International Trade and Economic Development*, vol. 8, pp. 27-40.

Baltagi, B. H. (1995), *Econometric Analysis of Panel Data*, New York: John Wiley and Sons.

Barkema, H. G. e Vermeulen, F. (1998), “International Expansion through Start-up or Acquisitions: A learning perspective”, *Academic Management Journal*, vol. 41, pp. 7-26.

Barkema, H. G.; Bell, J. H. e Pennings, J. M. (1996), “Foreign Entry, Cultural Barriers and Learning”, *Strategic Management Journal*, vol. 17, pp. 151-166.

Barrios, S. (1998), “Foreign Direct Investment and Industrial Development in Host Countries”, Working Paper n°. 98-21, FEDEA, Madrid.

Barro, R. e Lee, J. W. (1996), “International Measures of Schooling Years and Schooling Quality”, *American Business Review*, vol. 86, pp. 218-223.

Basi, R. S. (1963), *Determinants of United States Private Direct Investments in Foreign Countries*, Kent, Ohio: Kent State University Press.

Bende-Nabende, A. e Ford, J. L. (1998), “FDI, Adjustment and Endogenous Growth: Multiplier Effects from a Small Dynamic Model for Taiwan”, *World Development*, vol. 26 (7), pp. 1315-1330.

Bende-Nabende, A.; Ford, J. L; Santoso, B. e Sen, S. (2003), “The Interaction between FDI, Output and Spillovers Variables: Co-integration and VAR analyses for APEC, 1965-1999”, *Applied Economic Letters*, vol. 10 (3), pp. 165-172.

Billington, N. (1999), “The Location of Foreign Direct Investment: An Empirical Analysis”, *Applied Economics*, vol. 31, pp. 65-76.

Biswas, R. (2002), “Determinants of Foreign Direct Investment”, *Review of Development Economics*, vol. 6 (3), pp. 492-504.

Black, B. (2000), “Is this the First International Merger Wave?”, *M&A Lawyer*, July/August 2000, pp. 20-26.

Blomström, M. e Kokko, A. (1998), “Multinational Corporations and Spillovers”, *Journal of Economics Surveys*, vol. 12 (3), pp. 247-277.

Blomström, M. e Sjöholm, F. (1999), “Technology Transfer and Spillovers: Does local participation with multinationals matter?”, *European Economic Review*, vol. 43 (4-6), pp. 915-923.

Blomström, M.; Kokko, A. e Zejan, M. (2000), *Foreign Direct Investment*, New York: St. Martins Press.

Blomström, M.; Lipsey, R. e Zejan, M. (1994), “What Explains the Growth of Developing Countries”, in W. Baumol, R. Nelson e E. Wolff (eds.), *Convergence and Productivity: Cross-National Studies and Historical Evidence*, pp. 243-259, Oxford, UK: Oxford University Press.

Blonigen, B. (2005), “A Review of the Empirical Literature on FDI Determinants”, *Atlantic Economic Review*, vol. 33, pp. 383-403.

Borensztein, E.; De Gregorio, J. e Lee, J.-W. (1998), “How does Foreign Direct Investment Affect Economic Growth?”, *Journal of International Economics*, vol. 45, pp. 115-135.

Bridgeman, J. (2002), “International Mergers and Acquisitions”, *European Business Journal*, vol. 14 (2), pp. 58-63.

Brouthers, K. D. (2002), “Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences on Entry Mode Choice and Performance”, *Journal of International Business Studies*, vol. 33, pp. 203-221.

Brouthers, K. D. e Brouthers, L. E. (2000), “Acquisition or Greenfield Start-up? Institutional, Cultural and Transaction Cost Influences”, *Strategic Management Journal*, vol. 21, pp. 89-97.

Buckley, P. (1993), “Contemporary Theories of International Direct Investment”, *Revue Économique*, vol. 4, pp. 725-736.

Buckley, P. e Casson, M. (1976), *The Future of the Multinational Enterprise*, 2^a Edição, London: Macmillan Press.

Buckley, P. e Casson, M. (1998), “Analysing Foreign Market Entry Strategies: Extending the Internalisation Approach”, *Journal of International Business Studies*, vol. 29, pp. 539-562.

- Buckley, P.; Clegg, J.; Wang, C. e Cross, A.** (2002), “FDI, Regional Differences and Economic Growth: Panel Data Evidence from China”, *Transnational Corporations*, vol. 11 (1), pp. 1-28.
- Carkovic, M. e Levine, R.** (2002), “Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?”, Working Paper, Department of Finance, University of Minnesota, Minneapolis.
- Castro, F. B.** (2000), “Foreign Direct Investment in European Periphery: The Competitiveness of Portugal”, Ph.D. Thesis, Leeds University, Leeds.
- Caves, R. E.** (1971), “International Corporations: the Industrial Economics of Direct Foreign Investment”, *Economica*, vol. 38, pp. 1-27.
- Caves, R. E.** (1996), *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, 2ª Edição, Cambridge, New York: Cambridge University Press.
- Caves, R. E. e Mehra, S.** (1986), “Entry of Foreign Multinationals into U.S. Manufacturing Industries”, in M. Porter (ed.), *Competition in Global Industries*, pp. 449-481, Boston, MA: Harvard Business School Press.
- Chakrabarti, A.** (2001), “The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions”, *KYKLOS*, vol. 54 (1), pp. 89-114.
- Chen, C. e Findlay, C.** (2003), “A Review of Cross-border Mergers & Acquisitions in APEC”, *Asian-Pacific Economic Literature*, vol. 17, pp. 14-38.
- Chen, K. e Kwan, Y.** (2000), “What are the Determinants of the Location of Foreign Direct Investment? The Chinese Experience”, *Journal of International Economics*, vol. 51, pp. 379-400.
- Chenery, H. B. e Stout, A. M.** (1966), “Foreign Assistance and Economic Development”, *American Economic Review*, vol. 66, pp. 679-733.

Child, J.; Falkner, D. e Pitkethly, R. (2001), *The Management of International Acquisitions*, Oxford, UK: Oxford University Press.

Cho, K. R. e Padmanabhan, P. (1995), “Acquisition versus New Venture: The Choice of Foreign Establishment Mode by Japanese Firms”, *Journal of International Management*, vol. 1, pp. 255-285.

Choe, J .I. (2003), “Do Foreign Direct Investment and Gross Domestic Investment Promote Growth?”, *Review of Development Economics*, vol. 7 (1), pp. 44-57.

Coase, R. H. (1937), “The Nature of the Firm”, *Economica*, New Series, vol. 4 (16), pp. 386-405.

Canyon, M.; Girma, S.; Thompson, S. e Wright, P. (2002), “The Impact of Mergers and Acquisitions on Company Employment in the United Kingdom”, *European Economic Review*, vol. 46, pp. 31-49.

Coughlin, C.; Terza, J. V. e Arromdee, V. (1991), “State Characteristics and the Location of Foreign Direct Investment within United Sates”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 73, pp. 675-683.

Crowley, P. e Dodds, C. (1998), “Financial System Architecture and the Funding of Foreign Direct Investment”, *The International Trade Journal*, vol. 17 (3), pp. 227-252.

Culem, C. G. (1988), “The Locational Determinants of Direct Investment among Industrialized Countries”, *European Economic Review*, vol. 32, pp. 885-904.

Datta, D. e Puia, G. (1995), “Cross-border Acquisitions: An Examination of the Influence of Relatedness and Cultural Fit on Shareholder Value Health Creation in U.S. Acquiring Firms”, *Management International Review*, vol. 35, pp. 337-359.

Davis, P. S.; Desai, A. B. e Francis, J.D (2000), “Mode of International Entry: An Isomorphism Perspective”, *Journal of International Business Studies*, vol. 31, pp. 239-258.

De Mello, L. R. (1997), “Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey”, *The Journal of Development Studies*, vol. 34 (1), pp. 1-34.

De Mello, L. R. (1999), “Foreign Direct Investment-led Growth: Evidence from Time Series and Panel Data”, *Oxford Economic Papers*, vol. 51, pp. 199-151.

Delios, A. e Beamish, P. W. (1999), “Ownership Strategy of Japanese Firms: Transactional, Institutional and Experience Influence”, *Strategic Management Journal*, vol. 20, pp. 915-933.

Di Giovanni, J. (2005), “What drives Capital Flows? The case of Cross-Border M&A Activity and Financial Deepening”, *Journal of International Economics*, vol. 65, pp. 127-149.

Dunning, J. (1973), “The Determinants of International Production”, *Oxford Economic Papers*, vol. 25 (3), pp. 289-336.

Dunning, J. (1977), “Trade, Location of Economic Activity and MNE: A Search for an Eclectic Approach” in B. Ohlin, P. O. Hesselborn e P. M. Wijkman (eds.), *The International Allocation of Economic Activity*, pp. 395-418, London: MacMillan.

Dunning, J. (1980), “Toward an Eclectic Theory of International Production: some empirical tests”, *Journal of International Business Studies*, vol. 11 (1), pp. 9-31.

Dunning, J. (1981), *International Production and the Multinational Enterprise*, London: George Allen and Unwin.

Dunning, J. (1988), *Explaining International Production*, London: Unwin Hyman.

Dunning, J. (1993), *Multinational Enterprises and the Global Economy*, Wokingham, England and Reading, Mass.: Addison Wesley Publishing.

Dunning, J. (1998), “Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor?”, *Journal of International Business Studies*, vol. 29 (1), pp. 45-66.

Dunning, J. (2000), “The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity”, *International Business Review*, vol. 9 (1), pp. 163-190.

Dunning, J. (2001), “The Eclectic (OLI) Paradigm of International Production: Past, Present and Future”, *International Journal of the Economics of Business*, vol. 8 (2), pp. 173-190.

Dunning, J. (2002a), *Theories and Paradigms of International Business Activity – The Selected Essays of John Dunning*, vol. 1, Cheltenham: Edward Elgar.

Dunning, J. (2002b), “Determinants of Foreign Direct Investment: Globalization Induced Changes and the Role of FDI Policies”, *Annual Bank Conference On Development Economics*.

Dunning, J. e Rugman, A. (1985), “The Influence of Hymer’s Dissertation on the Theory of Foreign Direct Investment”, *The American Economic Review*, vol. 75 (2), Papers and Proceedings of the Ninety-Seventh Annual Meeting of the American Economic Association.

Erramilli, M. K. e Rao, C. P. (1993), “Service Firm’s International Entry Mode Choice: A Modified Transaction-Cost Analysis Approach”, *Journal of Marketing*, vol. 57, pp. 19-38.

Evenett, S. J. (2003), “The Cross-border Mergers and Acquisitions Wave of the late 1990s”, NBER Working Paper n°. 9655, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Feliciano, Z. e Lipsey, R. (2002), “Foreign Entry into U.S. Manufacturing by Takeovers and the Creation of New Firms”, NBER Working Paper n°. 9122, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Floyd, D. (2003), “FDI through Cross-Border Acquisitions and Greenfield Investment in Poland”, *Journal of East-West Business*, vol. 9 (3/4), pp. 53-72.

Friedman, J.; Fung, H.; Gerlowski, D. e Silberman, J. (1996), “A Note on State Characteristics and the Location of Foreign Direct Investment within United States”, *Review of Economics and Statistics*, vol. 78, pp. 367-368.

Gastanaga, V.; Nugent, J. B e Pashamova, B. (1998), “Host Country Reforms and FDI Inflows: How Much Difference do They Make?”, *World Development*, vol. 26 (7), pp. 1299-1314.

Gatignon, H. e Anderson, E. (1988), “The Multinational Corporation’s Degree of Control over Foreign Subsidiaries: An Empirical Test of a Transaction Cost Explanation”, *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 4 (2), pp. 305-336.

Gaud, P.; Elion, J.; Hoesli, M. e Bender, A. (2005), “The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis using Dynamic Panel Data”, *European Financial Management Review*, vol. 11 (1), pp. 51-70.

Globerman, S. e Shapiro, D. (2003), “Governance Infrastructure and U.S. Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, vol. 34, pp. 19-39.

Globerman, S. e Shapiro, D. (2005), “Assessing International Mergers and Acquisitions as a Mode of Foreign Direct Investment”, in L. Eden e W. Dobson (eds.), *Governance, Multinationals and Growth*, pp. 68-100, Northampton Mass: Edward Elgar.

Gomes-Casseres, B. (1989), “Ownership Structures of Foreign Subsidiaries”, *Journal of Economic Behaviour and Organization*, vol. 2, pp. 1-25.

Görg, H. (2000), “Analysing Foreign Market Entry: The Choice between Greenfield Investment and Acquisitions”, *Journal of Economic Studies*, vol. 27 (3), pp. 165-181.

Granger, C. (1969), “Investigating Causal Relations by Econometric Model and Cross-spectral Methods”, *Econometrica*, vol. 37, pp. 424-438.

Greene, W. H. (2008), *Econometric Analysis*, 6ª Edição, Prentice Hall International Inc.

Gujarati, D. N. (2006), *Econometria Básica*, 4ª Edição, São Paulo: Campus.

Harris, R. S. e Ravenscraft, D. (1991), “The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market”, *Journal of Finance*, vol. 46, pp. 825-844.

Harzing, A.-W. (2002), “Acquisitions Versus Greenfield Investments: International Strategy and Management of Entry Modes”, *Strategic Management Journal*, vol. 23 (3), pp. 211-227.

Hausman, J. A. (1978), “Specification Tests in Econometrics”, *Econometrica*, vol. 46 (6), pp. 1251-1271.

Hausmann, R. e Fernández-Arias, R. (2001), “Foreign Direct Investment: Good Cholesterol?”, in J. B. Macedo e E. V. Iglesias (eds.), *Foreign Direct Investment Versus Other Flows to Latin America*, pp. 19-50, Paris and Washington, D.C.: OECD and Inter-American Development Bank.

Heckscher, E. (1919), “Effects of Foreign Trade on Distribution of Income”, versão traduzida in H. S. Ellis e L. A. Metzler (eds.), *Readings in the Theory of International Trade*, pp. 272-300, London: George Allen and Unwind Ltd, 1949.

Hennart, J.-F. (1977), *A Theory of FDI*, Ph.D. Thesis, University of Maryland, Maryland.

Hennart, J.-F. (1982), *A Theory of Multinational Enterprise*, Ann Arbor, Mich: University of Michigan Press.

Hennart, J.-F. (1991), “The Transaction Cost Theory of the Multinational Enterprise” in C. N. Pitelis e R. Sugden (eds), *The Nature of the Transnational Firm*, pp. 81-116, London: Routledge.

Hennart, J.-F. e Park, Y. R. (1993), “Greenfield versus Acquisition: The Strategy of Japanese Investors in the United States”, *Management Science*, vol. 39, pp. 1054-1070.

Hennart, J.-F. e Park, Y. R. (1994), “Location, Governance and Strategic Determinants of Japanese Manufacturing Investment in the United States”, *Strategic Management Journal*, vol. 15, pp. 419-436.

Hennart, J.-F. e Reddy, S. (1997), “The Choice Between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: The case of Japanese Investors in the United States”, *Strategic Management Journal*, vol. 18, pp. 1-12.

Hofstede, G. (1980), *Culture's Consequences: International Differences in Work-Related Values*, Beverly Hills CA: Sage Publications, disponível em <http://www.geert-hofstede.com/> [consultado em 07/03/2008].

Holland, D.; Sass, M.; Benacek, V. e Gronicki, M. (2000), “The Determinants and Impact of FDI in Central and Eastern Europe: A Comparison of Survey and Econometric Evidence”, *Transnational Corporations*, vol. 9 (3), December, pp. 163-212.

Holtz-Eakin, D.; Newey, W.; Rosen, H. (1988), “Estimating Vector Autoregressive with Panel Data”, *Econometrica*, vol. 56 (6), pp. 1371-1395.

Hood, N. e Young, S. (1979), *The Economics of Multinational Enterprise*, London: Longman Ed.

Hopkins, D. (1999), “Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives”, *Journal of International Management*, vol. 5, pp. 207-239.

Hsiao, C. (2003), *Analysis of Panel Data*, 2.^a Edição, Cambridge: Cambridge University Press.

Hymer, S. H. (1970), “The Efficiency Contradictions of Multinationals Corporations”, *American Economic Review*, vol. 60, pp. 441-448.

Hymer, S. H. (1976), *The International Operations of National Firms: A study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA: MIT Press, tese original publicada em 1960.

Hyun, H.-J. e Kim, H. (2007), “The Determinants of Cross-border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in Gravity Model”, KIEP Working Paper n°. 07-03, Korea Institute for International Economic Policy, Korea.

Im, K. S.; Pesaran, M. H. e Shin, Y. (2003), “Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panel”, *Journal of Econometrics*, vol. 115 (1-2), pp. 53-74.

Inkpen, A. C.; Sundaram, A. K. e Rockwood, K. (2000), “Cross border Acquisitions of US Technology Assets”, *California Management Review*, vol. 42 (Spring), pp. 50-70.

International Monetary Fund (IMF) (2008), *Balance of Payments and International Investment Position Manual*, 6th Edition, Pre-Publication Draft, disponível em <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/BPM6.pdf> [consultado em 05/01/2009]

Janicki, H. P. e Wunnava, V. P. (2004), “Determinants of Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from EU Accession Candidates”, *Applied Economics*, vol. 36, pp. 505-509.

Johnson, H. G. (1970), “The Efficiency and Welfare Implications of the International Corporation” in C. P. Kindleberger (1970), *The International Corporation: A Symposium*, pp. 35-56, Cambridge, MA: MIT Press.

Kamaly, A. (2007), “Trends and Determinants of Mergers and Acquisitions in Developing Countries in 1990s”, *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 8, pp. 16-30.

Kang, N.-H. e Johansson, S. (2000), “Cross-border Mergers and Acquisitions: Their role in Industrial Globalization”, STI Working Paper n°. 2000/1, Directorate for Science, Technology and Industry, OECD, Paris.

Kaufmann, D.; Kraay, A. e Mastruzzi, M. (2007), “Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006”, World Bank Policy Research Working Paper Series, Working Paper n°. 4280, disponível em

<http://info.worldbank.org/governance/wgi2007/> [consultado em 23/03/08].

Kaufmann, D.; Kraay, A. e Zoido-Lobaton, P. (1999), “Governance Matters”, World Bank Policy Research Working Paper Series, Working Paper n°. 2196, disponível em <http://www.worldbank.org/wbi/governance> [consultado em 16/02/2007].

Kennedy, P. (2003), *A Guide to Econometrics*, 5ª Edição, Cambridge, MA: MIT Press.

Kim, W. C. e Hwang, P. (1992), “Global Strategy and Multinationals’ Entry Mode Choice”, *Journal of International Business Studies*, vol. 23 (1), pp. 29-54.

Kindleberger, C. P. (1969), *American Business Abroad*, New Haven, CN: Yale University Press.

Knickerbocker, F. T. (1973), *Oligopolistic Reaction and the Multinational Enterprise*, Boston: Harvard University Press.

Kogut, B. e Singh, H. (1988), “The Effect of National Culture on the Choice of Entry Mode”, *Journal of International Business Studies*, vol. 19 (3), pp. 411-432.

Krugman, P. (1991), “Increasing Returns and Economic Geography”, *Journal of Political Economy*, vol. 99 (3), pp. 483-499.

Kyrkilis, D. e Pantelidis, P. (2003), “Macroeconomic Determinants of Outward Foreign Direct Investment”, *International Journal of Social Economics*, vol. 30 (7), pp. 827-836.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. e Vishny, R. (1997), “Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1131-1150.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. e Vishny, R. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106 (6), pp. 1113-1155.

La Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; Shleifer, A. e Vishny, R. (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.

Lall, S. (2002), “Implications of Cross-Borders Mergers and Acquisitions by TNCs in Developing Countries: A Beginner’s Guide”, QEH Working Paper n. ° 88, Queen Elizabeth House, University of Oxford, Oxford.

Larimo, J. (2003), “Form of Investment by Nordic Firms in World Markets”, *Journal of Business Research*, vol. 56, pp. 791-803.

Lehmann, A. (2002), “Foreign Direct Investment in Emerging Markets: Income, Repatriations and Financial Vulnerabilities”, IMF Working Paper n°. 02/47, International Monetary Fund, Washington, D.C..

Levin, A. e Lin, C. F. (1993), “Unit Root Tests in Panel Data: New Results”, Working Paper n°. 93-96, Department of Economics, University of California, San Diego.

Levin, A.; Lin, C. F. e Chu, C. S. (2002), “Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite-sample Properties”, *Journal of Econometrics*, vol. 108 (1), pp. 1-24.

Levine, R. e Renelt, D. (1992), “A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions”, *American Economic Review*, vol. 82 (4), pp. 942-963.

Li, J. e Guisinger, S. (1991), “Comparative Business Failures of Foreign-Controlled Firms in the Unites States”, *Journal of International Business Studies*, vol. 22, pp. 209-224.

Li, X. e Liu, X. (2005), “Foreign Direct Investment and Economic Growth: An Increasingly Endogenous Relationship”, *World Development*, vol. 33 (3), pp. 393-407.

- Madhok, A.** (1997), “Cost, Value and Foreign Market Entry Mode: The Transaction and the Firm”, *Strategic Management Journal*, vol. 18 (1), pp. 39-61.
- Markides, C. C. e Ittner, C. D.** (1994), “Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, vol. 25 (2), pp. 343-366.
- Markusen, J. e Venables, A.** (1998), “Multinational Firms and the New Trade Theory”, *Journal of International Economics*, vol. 46, pp. 183-203.
- Marques, L. D.** (2000), “Modelos Dinâmicos com Dados em Pannel: Revisão da Literatura”, CEMPRE, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.
- McManus, J.** (1972), “The Theory of the Multinational Firm”, in G. Paquet (ed.), *The Multinational Firm and the Nation State*, pp. 66-93, Don Mills, Ont.: MacMillan.
- Meyer, K. E. e Estrin, S.** (1998), “Entry Mode Choice in Emerging Markets: Greenfield, Acquisition and Brownfield”, CEES Working Paper n°. 18, Center for East European Studies, Copenhagen Business School, Copenhagen.
- Milman, C. D.** (1996), “Determinants of Private Direct Investment in Latin America: Strategic Implications”, *International Journal of Management*, vol. 13 (3), pp. 380-389.
- Mody, A. e Negishi, S.** (2001), “Cross-border Mergers and Acquisitions in East Asia: Trends and Implications”, *Finance and Development*, vol. 38 (1), pp. 1-8.
- Morck, R. e Yeung, B.** (1992), “Internalization: An Event Study Test”, *Journal of International Economics*, vol. 33, pp. 41-56.
- Morck, R. e Yeung, B.** (1991), “Why Investors Value Multinationality”, *Journal of Business*, vol. 64, pp. 165-187.

Morosini, P.; Shane, S. e Singh, H. (1998), “National Cultural Distance and Cross-border Acquisition Performance”, *Journal of International Business Studies*, vol. 29, pp. 137-158.

Mudambi, R. e Navarra, P. (2002), “Institutions and International Business: A Theoretical Overview”, *International Business Review*, vol. 11 (6), pp. 635-646.

Nair-Reicheirt, U. e Weinhold, D. (2001), “Causality Tests for Cross-Country Panels: New Look at FDI and Economic Growth in Developing Countries”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 63 (2), pp. 151-171.

Nickell, S. (1981), “Biases in Dynamic Models with Fixed Effects”, *Econometrica*, vol. 49, pp. 1417-1426.

Nitsch, D.; Beamish, P. e Makino, S. (1996), “Entry Mode and Performance of Japanese IDE in Western Europe”, *Management International Review*, vol. 36, pp. 27-43.

Nonnenberg, M. J. B. e Mendonça, M. J. C. (2005), “Determinantes dos Investimentos Diretos Estrangeiros em Países em Desenvolvimento”, *Estudos Econômicos*, vol. 35 (4), Out.-Dez., pp. 631-655, São Paulo.

Norbäck, P.-J. e Persson, L. (2002), “Cross-Border Acquisitions and Greenfield Entry”, IUI Working Paper n°. 570, Industrial Institute for Economic and Social, Stockholm.

Nunnenkamp, P. e Spatz, J. (2002), “Determinants of FDI in Developing Countries: Has Globalization Changed the Rules of the Game?”, *Transnational Corporations*, vol. 11 (2), pp. 1-34.

Ohlin, B. (1933), *Comércio Inter-regional Internacional*, Barcelona: Oikos, 1971.

Olie, R. (1994), “Shades of Culture and Institutions in International Mergers”, *Organization Studies*, vol. 15, pp. 381-405.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2001), *New Patterns of Industrial Globalisation – Cross Border Mergers and Acquisitions and Strategic Alliances – Industry, Services and Trade*, Paris: OECD.

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) (2008), OECD Benchmark Definition of FDI, 4^a Edição, Abril, disponível em <http://www.oecd.org/dataoecd/56/1/2487495.pdf> [consultado em 7/7/2008]

Penrose, E. T. (1959), *The Theory of the Growth of the Firm*, London: Basil Blackwell.

Pessoa, A. (2007), “FDI and Host Country Productivity: A Review”, FEP Working Paper n.º 251, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.

Pistor, K.; Raiser, M. e Gelfer, S. (2000), “Law and Finance in Transition Economies”, *Economics of Transition*, vol. 8 (2), pp. 325-368.

Porter, M. E. (1998), “Location, Clusters and the New Microeconomics of Competition”, *Business Economics*, vol. 33 (1), pp. 7-13.

Pugel, T. (1985), “The United States” in J. H. Dunning (ed.), *Multinationals Enterprises, Economic Structure and International Competitiveness*, pp. 57-90, Chichester: John Wiley & Sons.

Razin, A. e Sadka, E. (2007), *Foreign Direct Investment: Analysis of Aggregate Flows*, Princeton University Press.

Ricardo, D. (1817), “The Works and Correspondence of David Ricardo”, in P. Sraffa (ed.) com a colaboração de M. H. Dobb, *Vol. 1 Principles of Political Economy and Taxation*, Indianapolis: Liberty Fund, 2005.

Romer, P. (1990), “Endogenous Technology Change”, *Journal of Political Economy*, vol. 98 (5), pp. 71-102.

Root, F. R. (1983), *Foreign Market Entry Strategies*, New York: Amacon.

Root, F. R. (1984), *Entry Strategies for International Markets*, MA: D.C. Heath and Company.

Rossi, S. e Volpin, P. (2004), “Cross-country Determinants of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, vol. 74, pp. 277-304.

Rugman, A. M. e Verbeke, A. (1992), “Multinational Enterprise and National Economic Policy”, in P. Buckley e M. Casson (eds.), *Multinational Enterprises in the World Economy – Essays in honour of John Dunning*, pp. 194-211, New York: Edward Elgar.

Sargan, J. D. (1958), “The Estimation of Economic Relationships using Instrumental Variables”, *Econometrica*, vol. 26, pp. 393-415.

Scherer, F. M. e Ross, D. (1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Boston: Houghton Mifflin Co.

Serven, L. e Solimano, A. (1993), “Debt Crisis, Adjustment Policies and Capital Formation in Developing Countries: Where do we stand?”, *World Development*, vol. 21 (1), pp. 127-140.

Sharma, V. e Erramilli, M. K. (2004), “Resource-Based Explanation of Entry Mode Choice”, *Journal of Marketing*, Winter, pp. 1-18.

Shimizu, K.; Hitt, M.; Vaidynath, D. e Pisano, V. (2004), “Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A review of current research and recommendations for the future”, *Journal of International Management*, vol. 10, pp. 307-353.

Slangen, A. e Hennart, J.-F. (2007), “Greenfield or Acquisition Entry: A review of the empirical foreign establishment mode literature”, *Journal of International Management*, vol. 13 (4), pp. 403-429.

Slangen, A. e Hennart, J.-F. (2008), “Do Multinationals really prefer to enter culturally distant countries through Greenfields rather than through Acquisitions? The role of parent experience and subsidiary autonomy”, *Journal of International Business Studies*, vol. 39 (3), pp. 472-490.

Solow, R. (1956), “A Contribution to the Theory of Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 70 (1), pp. 65-94.

Soto, M. (2000), “Capital Flows and Growth in Developing Countries: Recent Empirical Evidence”, Technical Papers n°. 160, OECD Development Centre, July.

Stein, E. e Daude, C. (2002), “Institutions, Integration and the Location of Foreign Direct Investment”, in *OECD Global Forum on International Investment: New Horizons of Foreign Direct Investment*, pp. 101-128, Paris: OECD.

Stephan, M. e Pfaffmann, E. (2001), “Detecting the Pitfalls of Data on Foreign Direct Investment: Scope and Limits of FDI Data”, *Management International Review*, vol. 41 (2), pp. 189-218.

Teece, D. (1981) “The Multinational Enterprise: Market Failure and Market Power Considerations”, *Sloan Management Review*, vol. 22 (3), pp. 3-17.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (1998), *World Investment Report 1998: Trends and Determinants*, Geneva: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2000), *World Investment Report 2000: Cross- border Mergers and Acquisitions and Development*, Geneva: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2006), *World Investment Report 2006: FDI From Developing and Transition Economies - Implications for Development*, Geneva: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD) (2007), *World Investment Report 2007: Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*, Geneva: United Nations.

United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD), *FDI Statistical Database On-line*, disponível em <http://stats.unctad.org/fdi/> [consultado em 22/01/2008]2

Valente, H. (2001), *Estratégias Financeiras em Fusões e Aquisições de Empresas actuando em sectores concorrenciais e sectores sujeitos a Regulação Económica – um ensaio no cruzamento da Economia Industrial e da Teoria Financeira*, Tese de Doutoramento em Economia, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto.

Venables, A. (1999), “Fragmentation and Multinational Production”, *European Economic Review*, vol. 43, pp. 935-945.

Verbeek, M. (2004), *A Guide to Modern Econometrics*, 2ª Edição, John & Sons, Ltd.

Vermeulen, F. e Barkema, H. G. (2001), “Learning through Acquisitions”, *Academic Management*, vol. 44, pp. 457-476.

Vernon, R. (1966), “International Investment and International Trade in the Product Cycle”, *Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, pp. 190-207.

Vernon, R. (1971), “Sovereignty at Bay: The Multinational Spread of US Enterprises”, New York: Basic Books.

Vernon, R. (1974), “The Location of Economic Activity”, in J. H. Dunning (ed.), *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*, pp. 89-114, London: Allen and Unwin.

Vieira, E. F. (2005), *Signalling with Dividends? A New Evidence from Europe*, Tese de Doutoramento em Gestão, ISCTE, Lisboa.

Weston, J.; Chung, K. e Hoag, S. (1990), *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall, Englewood Cliffs.

Wezel, T. (2003), “Determinants of German Foreign Direct Investment in Latin American and Asian Emerging Markets in the 1990s”, Discussion Paper 11/03, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, Frankfurt.

Wheeler, D. e Mody, A. (1992), “International Investment Location Decision: The case for U.S. firms”, *Journal of International Economics*, vol. 33, pp. 57-76.

White, H. (1980), “A Heteroscedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity”, *Econometrica*, vol. 48 (4), pp. 149-170.

Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies, Analysis and Antitrust Implications: A Study in the Economics of Internal Organization*, New York: Free Press.

Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets and Relational Contracting*, New York: Free Press.

Wilson, B. D. (1980), “The Propensity of Multinational Companies to Expand through Acquisitions”, *Journal of International Business Studies*, vol. 11, pp. 59-64.

Woodcock, C. P; Beamish, P. W. e Makino, S. (1994), “Ownership Base Entry Strategies and International Performance”, *Journal of International Business Studies*, vol. 2, pp. 253-273.

Wooldridge, J. M. (2002), *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge, MA: MIT Press.

World Bank, *World Development Indicators On-line*, disponível em <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/DATASTATISTICS/0,,contentMDK:20398986~isCURL:Y~pagePK:64133150~piPK:64133175~theSitePK:239419,00.html>. [consultado em 18/02/08]

Yang, B. (2007), “FDI and Growth: A varying relationship across regions and over time”, *Applied Economic Letters*, vol. 15 (2), pp. 105-108.

Zaheer, S. (1995), “Overcoming the Liability of Foreignness”, *Academy Management Journal*, vol. 38, pp. 341- 363.

Zejan, M. (1990), “New Ventures or Acquisitions: The Choice of Swedish Multinational Enterprises”, *Journal of Industrial Economics*, vol. 38, pp. 349-355.

Zhang, K. H. (2001), “Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Evidence from East Asia and Latin America”, *Contemporary Economic Policy*, vol. 19 (2), pp. 175-185.

Zhao, C. e Du, J. (2007), “Causality Between FDI and Economic Growth in China”, *The Chinese Economy*, vol. 40 (6), pp. 68-82.