

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

THOBIAS BASSOTTO ZANI

**IMPACTOS DO FLUXO INTERNACIONAL DE CAPITAIS NA OFERTA E NO
CUSTO DO FINANCIAMENTO CORPORATIVO:
Uma análise sobre economias emergentes**

PORTO ALEGRE

2021

THOBIAS BASSOTTO ZANI

**IMPACTOS DO FLUXO INTERNACIONAL DE CAPITAIS NA OFERTA E NO
CUSTO DO FINANCIAMENTO CORPORATIVO:
Uma análise sobre economias emergentes**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Contabilidade, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Orientador(a): Prof. Dr. Roberto Frota Decourt

PORTO ALEGRE

2021

Z31i Zani, Thobias Bassotto.
Impactos do fluxo internacional de capitais na oferta e no custo do financiamento corporativo : uma análise sobre economias emergentes / Thobias Bassotto Zani. – 2021.
118 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2021.
“Orientador(a): Prof. Dr. Roberto Frota Decourt.”

1. Fluxo de capitais internacional. 2. Financiamento corporativo. 3. Custo de capital. 4. Emergentes.
5. Restrição financeira. I. Título.

CDU 657

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecária: Amanda Schuster – CRB 10/2517)

THOBIAS BASSOTTO ZANI

**IMPACTOS DO FLUXO INTERNACIONAL DE CAPITAIS NA OFERTA E NO
CUSTO DO FINANCIAMENTO CORPORATIVO:
Uma análise sobre economias emergentes**

Tese apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Contabilidade, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Aprovado em 06 de agosto de 2021

BANCA EXAMINADORA

Prof. Wilson Toshiro Nakamura – Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Cristiano Machado Costa – Unisinos

Prof. Clovis Antonio Kronbauer – Unisinos

Prof. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva – UFRGS

Aos que tornaram essa realização possível.

RESUMO

A presente pesquisa busca verificar empiricamente o impacto do Fluxo Financeiro Internacional de Capitais sobre o financiamento das empresas de um grupo de países emergentes. Para alcançar tal objetivo foram criadas três hipóteses. A primeira busca testar se o volume de recursos que ingressa em países emergentes influencia no volume de capital disponível para o financiamento corporativo. A segunda objetivou testar a relação entre o fluxo e o custo do capital para as firmas. A terceira avalia se o volume de recursos internacional impacta da estrutura de capital, mensurada pelo endividamento das empresas. Para isso, utilizou-se dados em painel a nível país e a nível de firma para os 25 países que compõe o índice MSCI Emerging Markets. Os resultados obtidos indicam uma relação positiva entre o fluxo de capital e a disponibilidade de capital para financiamento privado, e uma relação também positiva com o nível de endividamento das empresas. Ambos os argumentos favoráveis a quem defende o livre fluxo de capitais. Contudo, o efeito no custo do capital mostrou resultados ambíguos, dependendo da amostra e do teste realizado. Considerando o contexto e a dependência dos países emergentes do capital internacional, esta evidência obtida pela presente pesquisa possui relevância para compreensão dos impactos gerados.

Palavras-chave: Fluxo de Capitais Internacional. Financiamento Corporativo. Custo de Capital. Emergentes. Restrição Financeira.

ABSTRACT

This research seeks to empirically verify the impact of the International Financial Capital Flow on the financing of companies for a group of emerging countries. To achieve this objective, three hypotheses were created. The first seeks to test whether the volume of resources entering emerging countries influences the volume of capital available for corporate financing. The second aimed to test the relationship between the flow and cost of capital for firms. The third assesses whether the volume of international resources impacts the capital structure, measured by the indebtedness of companies. For this, we use panel data at the country level and at the firm level for the 25 countries that are part of the MSCI Emerging Markets index. The results indicate a positive relationship between the capital flow and the availability of capital for financing, and an also a positive relationship with the level of indebtedness of companies. Both arguments are favourable to those who defend the free capital flow. However, the effect on the cost of capital showed ambiguous results, depending on the sample and the test performed. Considering the context and dependence of emerging countries on international capital, the evidence obtained by this research is relevant for understanding the impacts generated.

Keywords: International Capital Flow. Corporate Finance. Cost of Capital. Emerging Markets. Financial Constraints.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fluxo Líquido de Capital para Países em Desenvolvimento (1990-2013)	14
Figura 2 - Tese de Pesquisa	17
Figura 3 - Investimento Estrangeiro - Brasil	18
Figura 4 - Participação de Estrangeiros na B3	19
Figura 5 - Variação do PIB Global.....	24
Figura 6 - Evolução do PIB Médio.....	26
Figura 7 - Fim do Câmbio Fixo	27
Figura 8 - Comércio Global	28
Figura 9 - Evolução Índice Kaopen.....	29
Figura 10 - Crédito Doméstico Líquido - por país.....	70
Figura 11 - Custo do Crédito - por país.....	71
Figura 12 - Fluxo Financeiro Estrangeiro - por país.....	72
Figura 13 - Estoque de Caixa (médio) - por país.....	75
Figura 14 - Juros sobre Dívida de Longo Prazo - por país	76
Figura 15 - Juros sobre Dívida Total - por país.....	77
Figura 16 - Endividamento Total - por país	78
Figura 17 - Crédito Doméstico Privado - por país	118

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Composição da Amostra de Pesquisa	52
Tabela 2 - Estatística Descritiva por País	68
Tabela 3 - Estatística Descritiva - Nível País	69
Tabela 4 - Estatística Descritiva - Nível Firma	73
Tabela 5 - Tabela 9: Estatística Descritiva por País - Nível Firma	74
Tabela 6 - Estatística descritiva - Restritas	79
Tabela 7 - Estatística Descritiva - Irrestritas	79
Tabela 8 - Matriz de Correlação - Nível País	82
Tabela 9 - Matriz de Correlação - Nível Firma	84
Tabela 10 - Resultados Regressões - H1	86
Tabela 11 - Resultados Regressões - H1 Alternativo.....	89
Tabela 12 - Resultados Regressões - H2 Nível País.....	91
Tabela 13 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma	93
Tabela 14 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma - Restritas	96
Tabela 15 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma - Irrestritas	98
Tabela 16 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma	99
Tabela 17 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma - Restritas	101
Tabela 18 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma - Irrestritas	102

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 TEMA E PROBLEMA	12
1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA	16
1.3 OBJETIVOS	16
1.4 TESE E JUSTIFICATIVA	17
1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO	20
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	21
2.1 FLUXO DE CAPITAIS INTERNACIONAL.....	21
2.1.1 Origem e Motivações do Fluxo de Capitais Internacional	21
2.1.2 Evidências Empíricas	34
2.1.1.1 Consequência de Capitais Externos	34
2.1.1.2 Determinantes de Capitais Externos.....	39
2.2 DECISÕES CORPORATIVAS	42
2.2.1 Financiamento Corporativo	42
2.3 RESTRIÇÃO FINANCEIRA	44
3 METODOLOGIA	50
3.1 HIPÓTESES DA TESE.....	50
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	52
3.3 VARIÁVEIS DE PESQUISA E COLETA DE DADOS	52
3.3.1 Variáveis Dependentes e Coleta de Dados	53
3.3.1.1 Volume de Crédito	53
3.3.1.2 Custo do Crédito	53
3.3.1.3 Endividamento.....	54
3.3.2 Variáveis Independentes Principais e Coleta de Dados	54
3.3.3 Variáveis Independentes de Controle e Coleta de Dados	55
3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS	60
3.4.1 Nível País	60
3.4.2 Nível da Firma	60
3.4.3 Teste H1 - Oferta de Capital	61
3.4.4 Teste H2 - Custo de Capital	62
3.4.4.1 Nível País	62
3.4.4.2 Nível Firma	63

3.4.5 H3 - Estrutura de Capital.....	64
3.4.6 Estimação das Regressões.....	64
3.4.7 Critérios de Restrição Financeira.....	64
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	67
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA	67
4.1.1 Nível País	67
4.1.2 Nível Firma	72
4.1.2.1 Restrição Financeira.....	77
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO.....	80
4.2.1 Nível País	80
4.2.2 Nível Firma	83
4.3 RESULTADO DAS REGRESSÕES.....	85
4.3.1 Hipótese H1	85
4.3.1.1 H1 - Análise complementar.....	88
4.3.2 Hipótese H2	90
4.3.2.1 Nível País	90
4.3.2.2 Nível Firma.....	92
4.3.2.3 Restrição Financeira	95
4.3.3 Hipótese H3	97
4.3.3.1 Restrição Financeira	99
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	104
REFERÊNCIAS.....	106
ANEXO A	118

1 INTRODUÇÃO

O presente capítulo apresenta a contextualização do tema e o problema de pesquisa. em seguida, são apresentados os objetivos, a justificativa e as delimitações do estudo.

1.1 TEMA E PROBLEMA

O capital financeiro parece fluir entre países praticamente sem barreiras nos dias de hoje. Pessoas físicas possuem diversas opções para transferir seus recursos para diversos países, em diversas moedas, através de aplicativos fáceis de utilizar e dependendo apenas do acesso à internet. Investidores, fundos de pensão e *private equity* têm a possibilidade de alocar seus recursos em uma infinidade de ativos financeiros, em diferentes países, sem precisar sair de casa. Empresas, fundos soberanos, bancos, entre outros, são agentes que lideram essas operações.

Essa facilidade no fluxo de capitais nem sempre foi o padrão na história. Durante algum período, iniciado antes da Primeira Guerra Mundial, se estendendo até após o final da Segunda Guerra Mundial, e mesmo durante o período governado sob o acordo de Bretton Woods o fluxo de capitais tinha pouco ou nenhum impacto econômico. Mais recentemente, sob os princípios do Consenso de Washington, esse fluxo se tornou maior, especialmente direcionado para economias em desenvolvimento. O fluxo de recursos para formação de portfólios de investimento passou a ser um componente principal nesse fluxo de capitais entre países. (STULZ, 1999)

Stulz (1999) menciona que em muitas das economias desenvolvidas a maioria das barreiras legais para investimentos internacionais desapareceu antes do que nas subdesenvolvidas. Em muitas das economias emergentes esse processo se deu com algum atraso, mas, hoje em dia, investidores podem adquirir ativos de firmas em grande parte de países com pouca ou nenhuma restrição. O caminho contrário também é verdadeiro, empresas podem captar recursos em diferentes mercados financeiros ao redor do globo. Segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), em 1990 o fluxo líquido de capitais privados para países emergentes era na ordem de US\$ 50 bilhões, alcançando os US\$ 200 bilhões em 1995, e se aproximando dos US\$ 700 bilhões em 2006. A liberalização do comércio

de ativos financeiros é comumente chamada de "Globalização Financeira". (STULZ, 2005; OBSTFELD; TAYLOR, 2003)

Stulz (2005) afirma que nos modelos neoclássicos a liberalização possui vários benefícios. Permite aos investidores mundiais diversificar melhor o risco, o capital flui para maior produtividade, e países se beneficiam de suas vantagens comparativas. Em modelos simplificados, economistas usualmente concluem que a riqueza agregada é maior na ausência de barreiras explícitas entre países. (STULZ, 1999, 2005).

Obstfeld e Taylor (2003) lembram a importância de sempre considerar os potenciais benefícios e custos da mobilidade internacional de capitais para os participantes nacionais. A possibilidade de emprestar e tomar emprestado representa uma diminuição na restrição financeira relativamente a uma economia relativamente fechada. Nesse sentido, segundo os autores, o livre movimento de capitais em mercados financeiros permite relativa segurança e potencial de amenização de choques, possibilitando que o capital seja direcionado para as maiores recompensas.

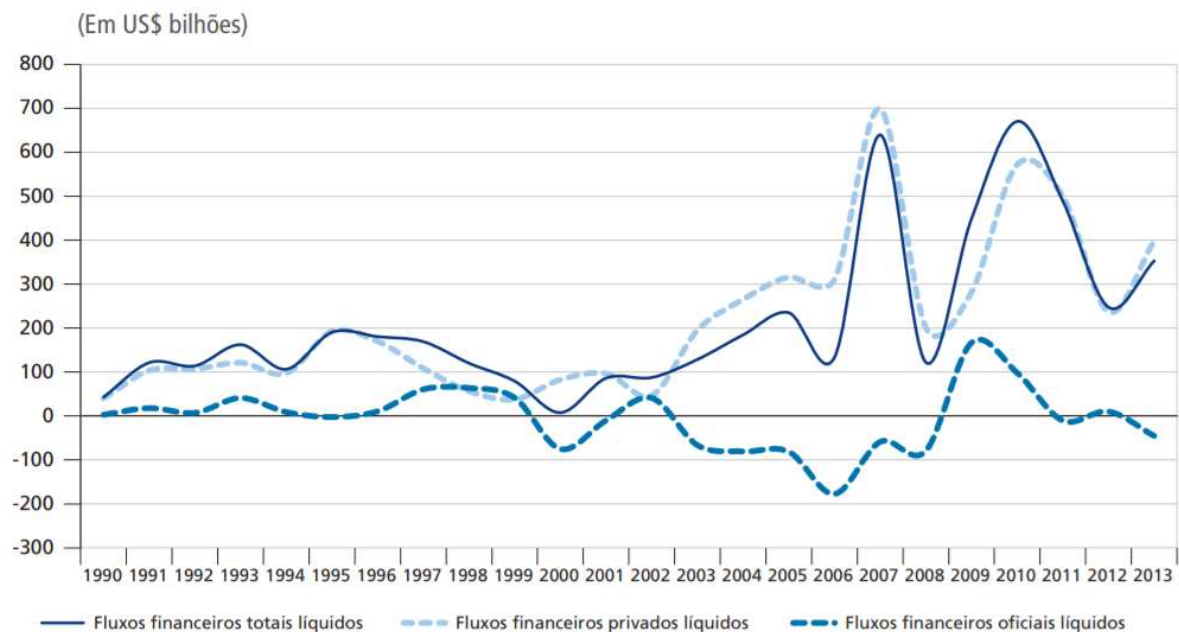
Contudo, riscos de crise financeira e de balança de pagamentos são argumentos contrários a adoção de mercados de capitais livres, mesmo que algumas das crises não tenham relação com fundamentos do país, mas sejam importadas devido ao nível de integração entre mercados internacionais. Alguns estudos acadêmicos defendem que os riscos da integração financeira superam os benefícios que ela traz. Evans e Hnatkovska (2014) em seus modelos mostram que o fluxo internacional de capital é grande e muito volátil, principalmente durante os estágios iniciais de integração.

O Fundo Monetário Internacional (FMI) sempre defendeu o livre fluxo de capitais financeiros, baseado no conceito de que, por si mesmo, ele promove o desenvolvimento econômico. Esta percepção se enfraqueceu desde o advento da crise econômica global, em 2007/08. É relevante, ainda, iluminar os impactos da volatilidade desses fluxos no desempenho dos mercados cambiais e, conseqüentemente, na consistência da política macroeconômica dos países em desenvolvimento. (SILVA, 2018)

Silva (2018) mostra o crescimento no fluxo de capitais (volume e volatilidade) dividindo em quatro períodos. Entre 1970 ao final dos anos 1980 os primeiros fluxos privados de capital são observados, principalmente para países desenvolvidos. De

1990 a 2002, os países emergentes começaram a receber parte significativa dos capitais privados, mas o fluxo foi interrompido por crises no México, Rússia, Brasil e na Ásia. Entre 2003 e 2007 a expansão no fluxo de capital foi muito grande, especialmente após 2005, mas novamente interrompida, dessa vez pela crise financeira (*subprime*). Após 2010, o fluxo de capital começou a crescer novamente, mas um pouco prejudicado pela crise europeia em 2012. A figura 1 mostra essa evolução. Também podemos observar na figura uma substituição entre o fluxo privado e o oficial, de forma que, em muitos momentos, a redução de um é compensada pelo aumento do outro.

Figura 1 - Fluxo Líquido de Capital para Países em Desenvolvimento (1990-2013)



Fonte: IMF/WEO Database

Essa volatilidade pode ser entendida pelo que Tchorek, Brzozowski e Sliwinski (2017) chamam de fatores "*push-pull*". Fatores *pull* em países desenvolvidos constituem fatores *push* para países emergentes. Dado que investidores são mais propensos a exacerbar mudanças em fatores globais e, ao mesmo tempo, subestimar fundamentos econômicos domésticos (talvez fortes), economias emergentes ficam sujeitas a fluxos de capitais instáveis e variabilidade na taxa de câmbio dado que investidores rapidamente buscam ativos mais líquidos durante crises que, normalmente, aumentam a preferência por liquidez.

Estudos empíricos que analisam o fluxo internacional de capitais se dividem em dois grandes grupos: i) aqueles que buscam identificar os determinantes do fluxo, e ii) aqueles que tentam identificar as consequências do fluxo. O primeiro grupo normalmente tenta relacionar as diferenças entre países com a atração de capital. (CRENSHAW, 1991; CHAKRABARTI, 2001; NONNEMBERG; MENDONÇA et al., 2004; UDO; OBIORA, 2006; BÉNASSY-QUÉRÉ; COUPET; MAYER, 2007; JADHAV, 2012; BLONIGEN; PIGER, 2014) O segundo tenta entender se o ingresso de capital é benéfico para o país. (SMARZYNSKA JAVORCIK, 2004; LI; LIU, 2005; KOSE; PRASAD; TERRONES, 2009; CHOONG et al., 2010; AIZENMAN; JINJARAK; PARK, 2013; DAVIS, 2015; DURHAM, 2004; GUI-DIBY; RENARD, 2015) Em ambos os casos o Investimento Estrangeiro Direto (FDI) é a variável utilizada como proxy para o ingresso de capital dado sua característica mais estável dentre os componentes do fluxo de capitais.

Modigliani e Miller (1958), em seu artigo seminal, sugerem que a forma de financiamento de uma firma não impacta no valor dela, dadas algumas condições de mercados. A existência de fricções financeiras impede que tais condições sejam observadas na realidade das organizações. Essas fricções estão presentes em países desenvolvidos, mas tendem a ser mais exacerbadas em países emergentes. Essas imperfeições acabam refletindo em mercados de créditos, de capitais, de câmbio menos desenvolvidos.

Mercados de crédito e de capitais menos desenvolvidos acabam tendo impacto na disponibilidade de recursos para que empresas possam financiar seus projetos de investimento. Nesse sentido, o ingresso de capital estrangeiro pode flexibilizar a restrição financeira viabilizando o financiamento do investimento, possivelmente, com menor custo de capital, o que pode tornar a implementação de alguns investimentos mais atrativos. Contudo, os recursos não são, necessariamente, permanentes, pois, bem como observamos, há momentos de fluxo positivo de capitais, e há momentos de fluxos negativos de capitais. Essa inconstância/volatilidade traz, em geral, ameaças. Por exemplo, crises de liquidez que impactam diretamente na taxa de câmbio, nos juros e na atividade econômica.

Diante do exposto, o problema de pesquisa investigado nessa tese pode ser formulado na seguinte questão: Quais os impactos do fluxo internacional de capitais, na oferta e no custo, do financiamento corporativo, em um grupo de países emergentes?

1.2 DELIMITAÇÃO DO TEMA

Este estudo engloba firmas de 25 países emergentes de acordo com a classificação MSCI Emerging Market Index cujos dados estivessem disponíveis na base de dados Facset. A base é composta majoritariamente por empresas de capital aberto negociadas nas principais bolsas de valores de cada país, mas também contempla algumas empresas de capital fechado com dados públicos.

A pesquisa não se propõe a explicar os determinantes do fluxo de capitais entre países, nem faz distinção entre o país de origem do capital. A abordagem se dá no sentido de tentar conhecer melhor as consequências desse fluxo nos países que há a entrada e/ou saída dos recursos, principalmente no âmbito empresarial.

Esta análise não distingue se uma possível alteração no endividamento da empresa foi efetivamente realizada com recursos estrangeiros, mas entende que o ingresso (ou saída) desses recursos na economia pode afetar o equilíbrio como um todo. Nesse sentido, o aumento no capital de terceiros, mesmo que com fonte doméstica, pode, em parte, ser explicado devido a maior disponibilidade de recursos através do ingresso de capital estrangeiro.

A delimitação temporal da pesquisa compreende o período entre os anos 2000 e 2019. Optou-se por esse espaço de tempo devido ao fato de que a partir dos anos 2000 é possível observar um volume maior de recursos privados sendo direcionados para economias emergentes. Anteriormente os volumes eram menores e a relevância dos fluxos financeiros oficiais era mais significativa e estável.

1.3 OBJETIVOS

O objetivo geral da pesquisa foi investigar os impactos do fluxo internacional de capitais, na oferta e no custo, do financiamento corporativo, em um grupo de países emergentes.

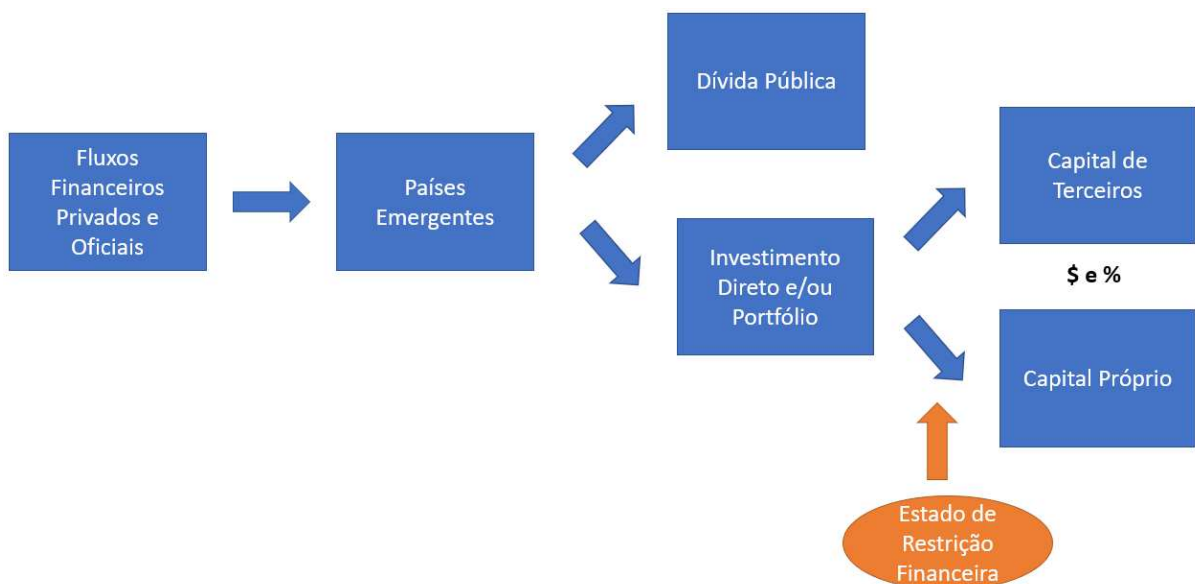
Para tanto, os seguintes objetivos específicos foram estabelecidos:

1. Analisar como os estados de restrição financeira influenciam nos impactos do fluxo internacional de capitais, na oferta e no custo, do financiamento corporativo;
e
2. Identificar o impacto da crise financeira global (2008/09) no fluxo e no custo do financiamento corporativo.

1.4 TESE E JUSTIFICATIVA

Frente à contextualização do tema de pesquisa, bem como do problema proposto e dos objetivos traçados, a tese defendida neste estudo é que o fluxo internacional de capitais impacta da oferta e no custo do financiamento para empresas em países com economias emergentes. A figura 2 ilustra a argumentação que dá sustento para a tese mostrando que, independentemente da origem do capital, ao ingressar em um país emergente, pode impactar o ecossistema de financiamento empresarial. Entende-se que o volume de ingresso de capital pode influenciar tanto na disponibilidade de recursos para o financiamento corporativo, como no custo desse financiamento, seja ele capital próprio ou capital de terceiros.

Figura 2 - Tese de Pesquisa

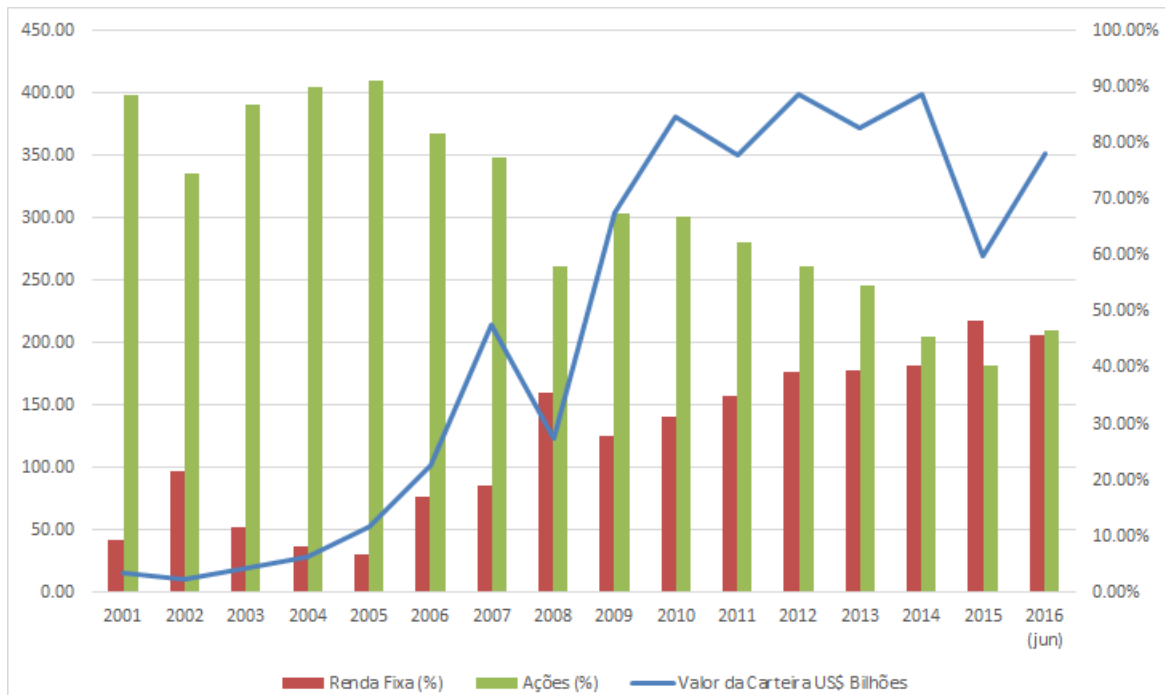


Fonte: Elaborado pelo Autor

Esse estudo se justifica pelo crescimento que o fluxo internacional de capitais teve, principalmente no período pós-Bretton Woods, através da adoção, em muitos casos, dos princípios do Consenso de Washington, entre os quais a abertura comercial e a eliminação de restrições ao investimento estrangeiro direto. Conforme evidenciado na figura 1, o fluxo financeiro ganhou nova dimensão a partir dos anos 1980, com protagonismo e liderança dos capitais privados em substituição aos organismos internacionais oficiais.

Esse processo de liberalização econômica, vivido por muitos países, atrai um fluxo significativo de recursos, o que traz consigo oportunidades e ameaças para as finanças corporativas no tocante às decisões de investimento e financiamento, pois, apesar do volume significativo, o fluxo pode ser instável (alta volatilidade), principalmente durante crises, tornando mais complexo o processo decisório. Conhecer o seu real impacto, buscando respostas para dúvida sobre o impacto ou não da liberalização financeira na oferta e no custo de recursos, bem como no investimento, justifica a realização do estudo tanto para a academia, quanto para o mercado, pois ainda é um tema inexplorado sob a ótica das finanças corporativas em especial para a amostra de países emergentes.

Figura 3 - Investimento Estrangeiro - Brasil



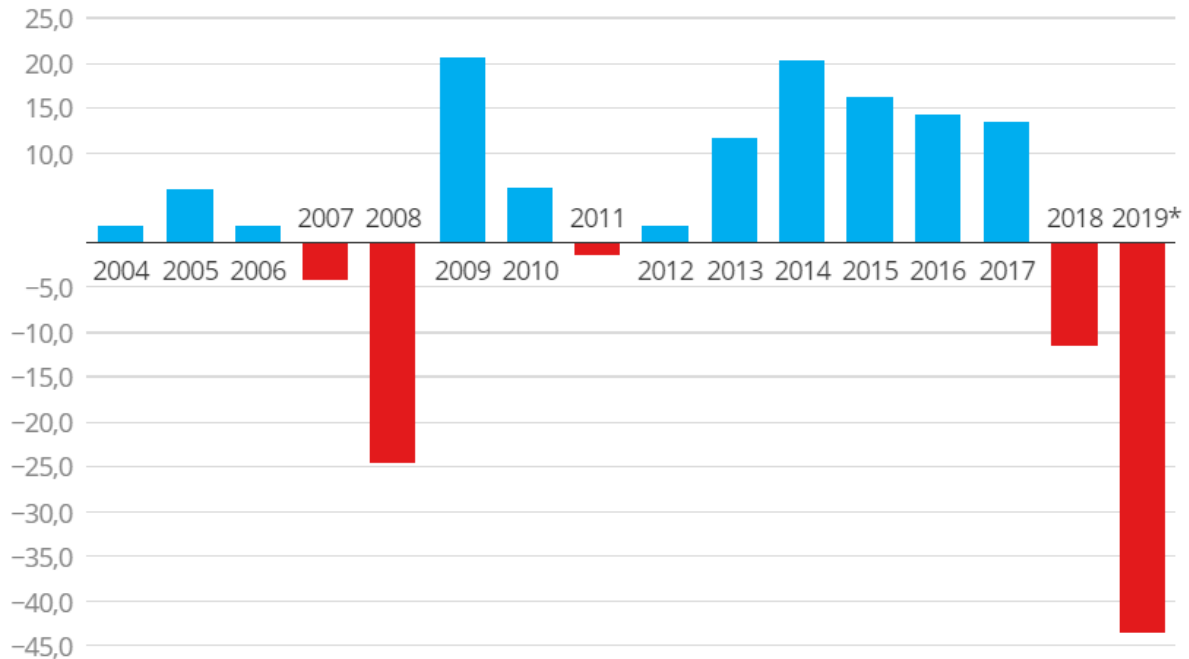
Fonte: CVM

Conforme reportado anteriormente, segundo dados do Fundo Monetário Internacional (FMI), em 1990 o fluxo líquido de capitais privados para países emergentes era na ordem de US\$ 50 bilhões, alcançando aproximando os US\$ 700 bilhões em 2006. Tomando o Brasil como exemplo, podemos observar nas figuras 3 e 4 que o investimento estrangeiro teve crescimento significativo ao longo das últimas duas décadas, com majoritária participação em ações e renda fixa. Contudo

o fluxo de capitais estrangeiros na bolsa de valores apresenta saldos positivos e negativos ao longo dos anos.

Figura 4 - Participação de Estrangeiros na B3

Fluxo no ano, em R\$ bilhões



Fonte: B3

Para a academia, auxiliar no entendimento de como as empresas reagem a essa variação na oferta de capitais causada pela entrada e saída de recurso, principalmente para/de países emergentes. Verificar se as características próprias das empresas propiciam diferentes formas de aproveitar/reagir as variações.

Seguindo provocação de Calomiris, Larrain e Schmukler (2019) que recomendam trabalhos futuros examinando mais amplamente, até que ponto as reduções do custo de capital próprio promovem uma maior eficiência na economia, ou seja, redução das restrições de financiamento para empresas relativamente produtivas, e fornecendo benefícios para outras empresas, ou resultar em ineficiências, aumentando o poder de mercado de número de grandes empresas.

Para o gestor financeiro compreender melhor os motivos na variação de oferta de capital, bem como a forma de melhor aproveitar/proteger-se da oferta/escassez de capitais causada pela mobilidade internacional.

É muito importante conhecer e preencher a lacuna em relação a estudos acadêmicos sobre o impacto do fluxo financeiro internacional no custo tanto de empréstimos quanto de emissão de ações em economias emergentes. Neste sentido, complementarmente ao estudo de Calomiris, Larrain e Schmukler (2019), conhecer se a expansão da oferta de recursos para países emergentes, aproveitada pelas grandes empresas através da emissão de ações, reduz as restrições de financiamento (oferta e custo) para empresas menores e com pouco acesso ao mercado global.

Em linha com o trabalho de Paranhos et al. (2015), a investigação buscou evidenciar, em relação aos resultados do estudo, de que efeitos favoráveis da abertura externa permaneceram válidos no período da crise financeira de 2008. Os autores confirmaram a existência de externalidades positivas do grau de abertura internacional das economias em termos de custo e oferta de crédito.

Em suma, o presente trabalho contribui para a discussão sobre as consequências do processo de abertura dos mercados financeiros em economias menos desenvolvidas adicionando uma perspectiva de finanças corporativas utilizando como unidade de pesquisa não apenas dados agregados a nível país, mas, também, observando ao nível da firma.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

Após a introdução apresentada no primeiro capítulo, o segundo capítulo apresenta o referencial teórico utilizado como suporte para a pesquisa. O terceiro capítulo apresenta a metodologia utilizada e a amostra que foi explorada nos testes. O quarto capítulo apresenta e discute os resultados encontrados através dos testes realizados e, por fim, o quinto capítulo apresenta as considerações finais sobre a pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo são apresentadas as principais teorias sobre o fluxo de capitais internacional e sobre os aspectos corporativos das organizações (financiamento e investimento). Refere-se também, trabalhos empíricos relacionados a essas questões mais relevantes.

2.1 FLUXO DE CAPITAIS INTERNACIONAL

2.1.1 Origem e Motivações do Fluxo de Capitais Internacional

Anteriormente ao século XIX, o escopo geográfico para finanças internacionais era relativamente limitado se comparado ao desenvolvimento acontecido ao longo da segunda metade do século XX. Obstfeld e Taylor (2003) reportaram o histórico de presença de bancos italianos atuando na região do Mediterrâneo no financiamento de comércio e governos. Com a expansão comercial através da Europa, inovações financeiras, por exemplo, cartas de créditos, e novos bancos surgiram para atender a demanda.

Em período posterior, o centro passou a estar em Londres e Amsterdã, inclusive com aumento de importância para suas moedas e instrumentos financeiros. A importância do mercado financeiro internacional tornou-se mais aparente nas esferas públicas e privadas, consequência da força da revolução industrial e seu impacto fora da Grã-Bretanha. (OBSTFELD; TAYLOR, 2003). Ao passar do tempo, a expansão atingiu outros centros que desenvolveram os mercados e instituições capazes de suportar as transações financeiras internacionais. EUA, França e Alemanha, em diferentes momentos, são exemplos de países que desenvolveram mercados internacionais, integrados em redes de finanças globais. Mercados similares, mas em estágio embrionário, conseguiram chegar a Melbourne e Buenos Aires.

Eichengreen, Rose e Wyplosz (1996) ressaltam o fato de que poucos estudos abordam um período grande e, tampouco, suficiente número de países, para explicar a evolução da mobilidade de capitais. Em geral, a história é dividida em

quatro, e não coincidentemente a divisão do século XX em regimes monetários internacionais distintos é feita dessa forma.

O primeiro período se estende até 1914, com a adesão, após 1870, de parcela da economia mundial para o padrão-ouro clássico. Após 1900 uma grande parcela dos países já adotara o modelo cujo sistema de câmbio fixo foi estável e crível, e agiu como uma ferramenta disciplinadora da ação política dos governos. As taxas de juros entre países tenderam a convergir e o fluxo de capitais surgiu. Uma economia globalizada não apenas no mercado de capitais, mas de produtos e no mercado de trabalho se expandiu para países periféricos.

A destruição dessa economia global oriunda do primeiro período é a marca do segundo período, que se inicia em 1914 e termina em 1945. Ao longo desses anos, a Grande Depressão e duas guerras mundiais fizeram ressurgir um sentimento nacionalista e o crescimento de políticas econômicas não cooperativas. A Primeira Guerra Mundial terminou com a credibilidade do padrão-ouro e os objetivos da política interna passaram a refletir na política monetária. O controle de capitais se tornou a proteção contra crises cambiais, a economia mundial passou de globalizada para autárquica em poucos anos. O fluxo de capitais era mínimo, preços internacionais e taxas de juros já não tinham mais sincronismo. Capital global foi demonizado e acusado como o grande culpado pela depressão de 1930. (OBSTFELD; TAYLOR, 2003).

O terceiro período, de 1945 a 1971, foi uma tentativa de reconstrução da economia globalizada, denominado de Bretton Woods devido ao acordo, de mesmo nome, assinado em 1944, cujo objetivo era a reconstrução do capitalismo no pós-guerra através da instituição de um padrão monetário lastreado numa paridade fixa dólar ouro (uma onça troy, cerca de 31,1 gramas, de ouro corresponde a trinta e cinco dólares) e a criação de dois organismos para supervisionar a economia mundial, o FMI - Fundo Monetário Internacional para financiar os ajustes de curto prazo e Banco Mundial para financiar o desenvolvimento econômico dos países signatários.

O fluxo de mercadorias expandiu e o crescimento econômico deu início a seu período de maior crescimento. Contudo, o receio sobre o fluxo global de capitais não foi facilmente esquecido. Como uma forma de prevenir crises cambiais, o Fundo Monetário Internacional sanciona, inicialmente o controle de capitais com alguma

autonomia para governos. A recuperação do mercado de capitais se iniciou, porém, de maneira bastante lenta.

No início dos anos 1970 houve o rompimento com o compromisso de Bretton Woods que sustentava o sistema financeiro e de comércio mundial de câmbio fixo entre dólar e ouro. Esse rompimento se iniciou com a recuperação de parceiros/competidores dos EUA, como o Japão e Alemanha, e a consequente pressão sobre o dólar tornando o saldo da balança de pagamentos negativo a partir do início dos anos 70. Já em 1971 houve a suspensão da conversibilidade entre ouro e dólar, substituído por sistemas de flutuação sujos. (MELLO BELLUZZO, 1995).

O quarto e último período é a situação vivida atualmente, de acordo com Obstfeld e Taylor (2003), corresponde ao período pós-Bretton Woods, caracterizado por um crescimento significativo na mobilidade de capitais, apesar da relutância de alguns países de renunciar ao regime de câmbio fixo ou migrar para o regime de bandas cambiais ou câmbio flutuante.

Este período teve como precursor uma proposta de John Williamson, que criou a expressão "Consenso de Washington" em 1990, cujo conteúdo apresentava um elenco de medidas neoliberais cuja prática na política econômica mundial, independentemente das intenções originais de seu criador, tem resultado na recomendação de: Disciplina fiscal, Redução dos gastos públicos, Reforma tributária, Juros de mercado, Câmbio de mercado, Abertura comercial, Investimento estrangeiro direto, com eliminação de restrições, Privatização das estatais, Desregulamentação (afrouxamento das leis econômicas e trabalhistas), e Direito à propriedade intelectual.

Independentemente das intenções originais de seu criador, o termo Consenso de Washington foi usado ao redor do mundo para consolidar o receituário de caráter neoliberal - na onda mundial seguida por Thatcher, na Inglaterra (thatcherismo), e pela economia do lado da oferta (*supply-side economics*) de Ronald Reagan (reaganismo), nos Estados Unidos, e agora por Donald Trump, também nos EUA.

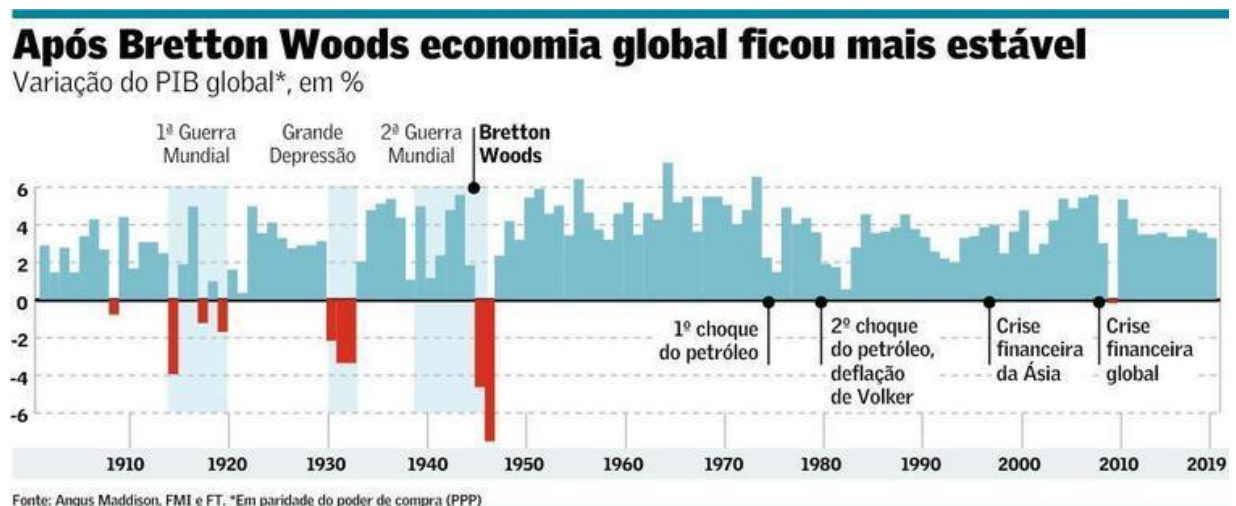
O FMI passou a recomendar a implementação dessas medidas nos países emergentes, durante a década de 1990, como meios para acelerar seu desenvolvimento econômico. De início essas ideias foram aceitas e adotadas por dezenas de países sem serem muito questionadas.

Após a grave crise asiática, em 1997, da quase quebra da Rússia, que viu seu PIB cair 30%, da "quebra" da economia Argentina - que recebia notas A+ do FMI pelo zelo com que aplicava suas sugestões, apesar de manter o câmbio fixo - e de vários outros desajustes econômicos ocorridos pelo mundo, o "Consenso" foi adaptado e, desde 2004, já revisto pelo próprio FMI, que abandonou o dogmatismo inicial.

A popularização dessas políticas econômicas criadas, foi muito facilitada pelo entusiasmo que gerou a queda do muro de Berlim e foi ajudada pela decadência do socialismo soviético, numa época em que parecia que os países que seguiam o planejamento central estavam fadados ao fracasso econômico e político.

O gráfico na Figura 5 reporta a variação do PIB mundial no século XX. Podemos constatar a alta volatilidade da economia mundial na primeira metade do século marcada pelas duas guerras mundiais e pela crise econômica dos anos 30. A segunda metade, que se inicia concomitante a Bretton Woods, demonstra um período de maior estabilidade especialmente até os anos 70. A partir do Consenso de Washington, nos anos 1980, com a expansão do fluxo internacional de capitais emergem várias crises cambiais tanto nas Américas quanto na Ásia, tendo seu ápice na crise global de 2008.

Figura 5 - Variação do PIB Global



Fonte: Valor Econômico, 12/07/2019

O controle de capitais perdeu força ao longo dos anos, o câmbio flutuante passou a ser predominante associado a reformas econômicas que reduziram os

custos de transação e o risco de investimentos estrangeiros, o fluxo de capitais cresceu nos países que aderiram as regras do Consenso de Washington.

As ideias defendidas por Williamson ficaram conhecidas por terem se tornado a base do neoliberalismo nos países subdesenvolvidos, uma vez que depois do Consenso de Washington, os EUA e, posteriormente, o FMI adotaram as medidas recomendadas como obrigatórias para fornecer ajuda aos países em crises e negociar as dívidas externas.

Caso os países se recusassem a cumprir essas normas, encontrariam dificuldade de receberem investimentos externos e ajuda internacional por partes dos EUA e do FMI. De acordo com o próprio Banco Mundial, em um texto de 2005, "o Consenso de Washington não era o único ponto de vista dos economistas, mas era o dominante, tornando difícil que outros fossem ouvidos."

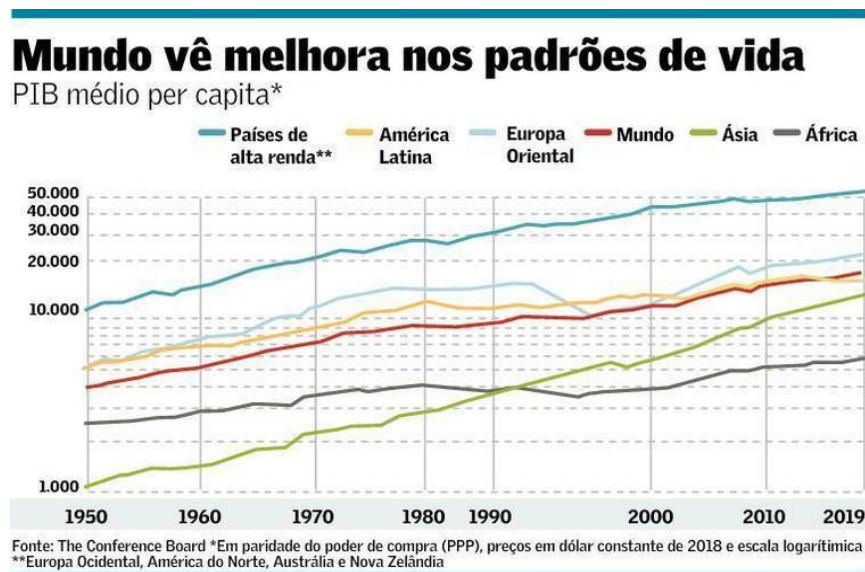
Tais medidas foram amplamente criticadas por grupos de neoliberais, que defendem que a retirada do Estado da economia e a abertura exagerada da economia para o capital internacional proporcionam a precarização do trabalho e a diminuição da qualidade de vida da população.

Segundo Rodrik (2006) "Enquanto as lições tiradas pelos proponentes (do Consenso de Washington) e dos céticos diferem, é legítimo dizer que ninguém mais acredita no Consenso de Washington. A questão agora não é saber se o Consenso de Washington ainda vive; é saber-se o que deverá substituí-lo."

O gráfico da Figura 6 reporta a evolução do PIB per capita para o mundo e para grupos de países. Podemos afirmar, como nos demonstra a linha vermelha, que a renda per capita mundial cresceu sistematicamente ao longo dos últimos 60 anos. Passando de pouco mais de sete mil dólares em 1950 para quase vinte mil dólares atualmente. Contudo, o crescimento quase constante a nível mundial não se deu de forma igual entre os países, como podemos perceber ao olhar para as linhas que mostram os dados para grupos de países específicos.

Observa-se, na linha verde, que o destaque se dá principalmente no grupo de países asiáticos cuja renda per capita foi aumentada em mais de 10 vezes ao longo do período, deixando de ser o grupo com valores mais baixos ao ultrapassar os países africanos em meados dos anos 1990.

Figura 6 - Evolução do PIB Médio



Fonte: Valor Econômico, 12/07/2019

A maior globalização observada com a adoção dos preceitos do Consenso de Washington não reverteu o crescimento que vinha sendo observado. Chama atenção que os grupos de países da África e da América Latina diminuíram a velocidade de crescimento em meados dos anos 1980 e 1990, e que os países da Europa Oriental foram os que apresentaram o maior declínio temporário no PIB médio per capita durante os anos 1990. Os países de alta renda, já iniciaram a série com valores bastante superiores aos demais e observou-se um aumento superior a 5 vezes até o final do período.

Independente das posições favoráveis ou desfavoráveis, o grau de abertura das economias tem aumentado de forma progressiva. Desde o início da década de 1990, a economia brasileira tem sido exposta a um maior nível de abertura econômica, com um progressivo aumento nos fluxos de capital estrangeiro. Esse grau de abertura da economia se acentuou a partir de 1999 com a introdução do câmbio flutuante e, posteriormente, com o ciclo das commodities.

Conforme demonstra o gráfico da Figura 7, a passagem da economia controlada no período de Bretton Woods para a economia mais liberal e globalizada se fez sob o regime de câmbio flutuante. Como o gráfico evidencia, essa mudança eleva significativamente a volatilidade e o risco cambial no financiamento das economias. Essa transformação ajuda a explicar em parte a emergência de várias crises cambiais ao longo dos últimos 40 anos.

Figura 7 - Fim do Câmbio Fixo



Fonte: FMI

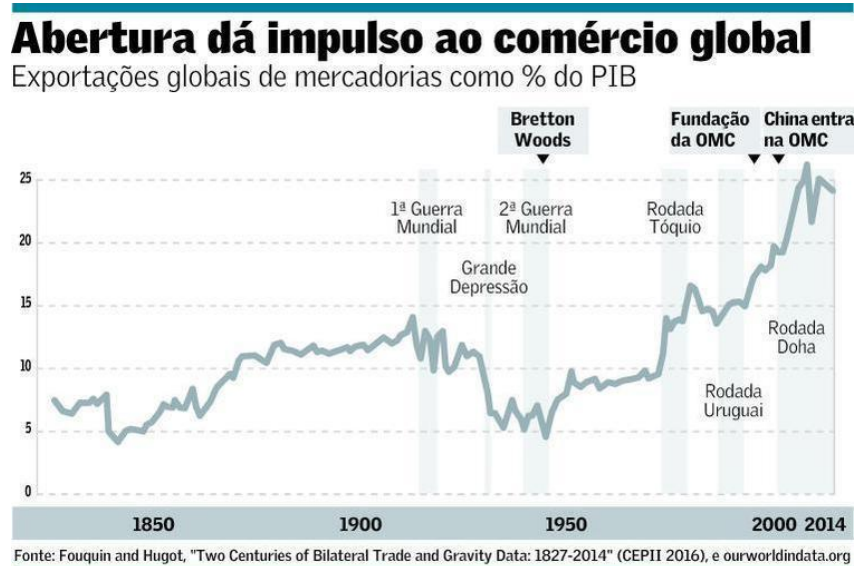
Se o ciclo de globalização apresentou algumas externalidades indesejadas, é inegável que ele viabilizou um dos períodos mais prósperos de expansão de comércio mundial a partir da segunda metade do século XX. O gráfico da Figura 8 demonstra claramente que o comércio mundial chegou a representar quase 15% do PIB mundial no início do século XX, caindo para quase 5% em 1950, situando-se, atualmente, em torno de 25%. Essa transformação decorre do movimento global de Bens Serviços e Capitais e da entrada da Ásia como grande player de negócios mundiais. Portanto a globalização de bens, serviços e capitais, no seu conjunto, gerou externalidades positivas nos negócios globais e na melhoria do padrão de vida do mundo.

Janot, Rocha Paranhos et al. (2015) realizaram um estudo que testou o impacto da abertura financeira sobre as restrições de crédito de uma amostra de 8.505 empresas de capital aberto de treze países emergentes durante o período de 2001 a 2010 e investigaram se tais efeitos permaneceram válidos no período da crise financeira recente. Utilizaram como medida de abertura financeira o índice KAOPEN, construído por Chinn e Ito (2008).

Os resultados encontrados sugerem que firmas domiciliadas em países com menos controles de capitais possuem menores restrições ao financiamento dos investimentos. Os autores reportaram que a intuição para este resultado é que a abertura financeira dos países aumenta a disponibilidade de recursos disponíveis para o financiamento dos projetos de investimentos das firmas e,

consequentemente, a concorrência com o capital doméstico. Este movimento, por sua vez, leva a uma redução das restrições e dos custos de financiamento das firmas.

Figura 8 - Comércio Global



Fonte: Valor Econômico, 12/07/2019

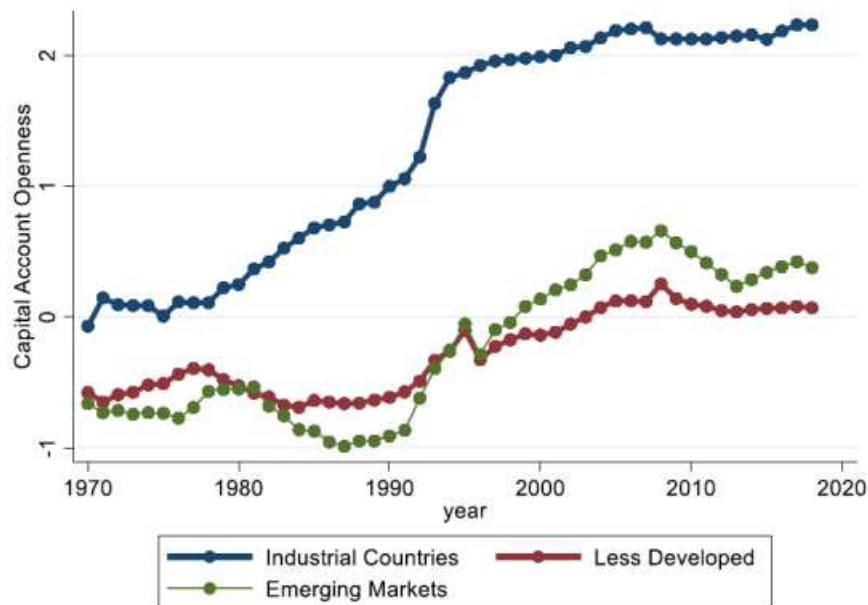
Contudo, os autores afirmam que esse efeito benéfico da abertura financeira deixa de valer em períodos de crises financeiras. Eles reportam que uma possível explicação para este resultado é que durante crises financeiras a aversão ao risco aumenta, levando os investidores internacionais a trocarem seus ativos em países emergentes por ativos mais líquidos e seguros, tornando as firmas mais restritas ao crédito independentemente do grau de abertura financeira do país.

O estudo apresenta a evolução do indicador KAOPEN, construído por Chinn e Ito (2008), para cada um dos países da amostra no período de 2001 a 2010, que é a medida de abertura financeira usada no trabalho. Este indicador possui média zero, por construção, e quanto maior 25o seu valor, mais aberto financeiramente é o país. Os dados utilizados são do Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER), publicado pelo FMI. O índice de abertura para o Brasil, é negativo em 1.159 em 2001, continua negativo em 106 de 2002 a 2004, muda para positivo em 158, no ano de 2005, e sobe para 423 positivo de 2006 a 2009, voltando a cair para 158 em 2010, último ano apresentado na tabela.

Os autores mantêm uma base de dados com atualização periódica dos indicadores para uma série de países selecionados. A figura 9 mostra a evolução do

indicador para diferentes grupos: países industriais, mercados emergentes e países menos desenvolvidos. Observa-se que, apesar de ser calculado a partir dos anos 1970, no início dos anos 90 o indicador apresentou significativo crescimento para ambos os grupos, com destaque para os países industrializados, mas também para os emergentes.

Figura 9 - Evolução Índice Kaopen



Fonte: Chinn e Ito, 2020

É importante destacar também que o KAOPEN varia pouco com o passar dos anos, o que reflete o objetivo dos autores de criar um índice que medisse a extensão dos controles decapitais de cada país, servindo como uma proxy para a intensidade dos controles de capitais. O resultado apresentado para os países emergentes, incluindo o Brasil, evidência uma tendência a abertura da economia brasileira para o capital estrangeiro o que está em linha com o objetivo da presente investigação.

Em estudo buscando explicar a alocação de capitais para países em desenvolvimento, Gourinchas e Jeanne (2013) encontram relação negativa entre a métrica de produtividade e os ingressos de capital, controlando para as condições iniciais (abundância de capital, dívida externa). Utilizam o índice de Chinn e Ito (2008) de forma isolada e interagindo com a produtividade, sem alterar a relação negativa entre produtividade e ingresso de capitais. Magud, Reinhart e Vesperoni (2014) por sua vez, ao investigarem o ingresso de capitais, a flexibilidade na taxa de

câmbio e *booms* de crédito, verificam que a integração financeira (KAOPEN) possui relação positiva com o ingresso de capitais nos países emergentes.

O mesmo indicador é utilizado em estudo que estabelece a relação entre liberalização financeira e degradação ambiental, mostrando que quanto maior o índice KAOPEN, menor a emissão de CO₂ dos países dos BRICS. Tamazian, Chousa e Vadlamannati (2009). Em outro contexto, Umutlu, Akdeniz e Altay-Salih (2010) utilizam o indicador para verificar a relação entre a liberalização financeira de um país e a volatilidade dos retornos no mercado acionário de mercados emergentes. Os autores verificam uma relação negativa entre o grau de liberalização (medido entre outros pelo índice de Chinn e Ito (2008)) e a volatilidade agregada, especialmente para pequenos e médios mercados.

Em outra investigação, Alfaro et al. (2017), reportaram os resultados sobre alavancagem e fragilidade financeira para empresas de mercados emergentes após a Crise Financeira Global (GFC). Eles utilizam para comparação os indicadores de vulnerabilidade de dívida corporativa durante a crise financeira asiática (AFC) atribuída a raízes financeiras corporativas.

Eles concluíram, com base em dados em nível de empresa, que os indicadores de balanço corporativo pós-GFC pós-mercado não se deterioraram para os mesmos níveis de países-crise da AFC. No entanto, constataram que mais países estão próximos ou na faixa “vulnerável” do Z-score de Altman, e a alavancagem média para toda a amostra de mercado emergente é maior no período pós-GFC do que durante o AFC.

Os autores reportam que as estimativas da regressão sugerem que a relação entre alavancagem, depreciações da taxa de câmbio e dificuldades financeiras das empresas é variável no tempo. Além disso, uma constatação central é que o tamanho da empresa está correlacionado com o estresse corporativo e, além disso, que as depreciações cambiais amplificam o impacto da alavancagem na vulnerabilidade financeira das grandes empresas durante uma crise. Reportam uma alta correlação para o crescimento das vendas de grandes empresas como crescimento do PIB. Da mesma forma, o crescimento das vendas de grandes empresas com maior alavancagem é mais afetado pelos choques cambiais e que, embora esse resultado seja válido para o país médio da amostra, há uma heterogeneidade considerável entre os países.

As grandes empresas, portanto, têm o potencial de transmitir problemas corporativos a outras empresas em mercados emergentes por meio de efeitos de rede e outros efeitos secundários, merecendo atenção especial dos formuladores de políticas. Embora as grandes empresas da amostra tenham consistentemente menos alavancagem, o crescimento das vendas dessas empresas é mais impactado pelas depreciações cambiais comparado a empresas menores com alavancagem semelhante, embora com heterogeneidade substancial entre os países nos impactos observados.

Segundo os autores a AFC tinha raízes financeiras corporativas. Em particular, o aumento da alavancagem nos balanços das empresas em conjunto com a dívida denominada em moeda estrangeira tornou as empresas vulneráveis às desvalorizações cambiais que acompanharam a crise. Os descasamentos de moeda e vencimento levaram a fracassos generalizados, enquanto garantias implícitas de resgate criaram questões de risco moral relacionadas ao aumento da alavancagem.

Os autores fazem uma observação de que o crédito a empresas de mercados emergentes testemunhou um crescimento rápido e sem precedentes desde o GFC. Dada a importância sistêmica de empresas grandes e altamente alavancadas, os resultados sugerem que os formuladores de políticas devem monitorar de perto esse subconjunto de firmas de mercados emergentes. Essa observação joga relevância na elaboração do presente trabalho.

Em outro estudo que trata do fluxo financeiro internacional e como as entradas de capital acionário afetam a emissão de ações e o investimento corporativo em países emergentes, Calomiris, Larrain e Schmukler (2019), reportaram que as entradas estrangeiras estão fortemente correlacionadas com a emissão de ações no nível do país.

Segundo os autores, a relação reflete o comportamento de grandes emissores emitindo em mercados acionários domésticos e de empresas que emitem em mercados internacionais. Essas empresas maiores, mais líquidas e altamente valorizadas são as mais propensas a levantar capital quando seu país recebe entradas de capital.

Em seus achados reportam que um subconjunto de empresas (grandes emissores domésticos e emissores estrangeiros) levantam recursos através da emissão de novas ações e os usam principalmente para financiar investimentos. O

investimento corporativo aumenta entre um décimo e quatro décimos da entrada de capital estrangeiro no país.

Eles também reportam que a estrutura de capital das empresas também muda significativamente, pois as empresas emissoras reduzem suas dívidas e aumentam seu caixa. Reportaram evidências consistentes com a ideia de que as entradas de capital, reduzem os custos de financiamento de capital, permitindo às emissoras de fundos capacidade para financiar novos investimentos.

Segundo os autores os resultados obtidos indicam que a emissão de ações é um importante canal através do qual as entradas de capital afetam a atividade econômica real. O estudo também mostra como os micro dados podem fornecer informações exclusivas sobre como os subconjuntos de empresas geram relações agregadas.

Os resultados reportados sugerem que a emissão e o comportamento de investimento de algumas grandes empresas nos mercados emergentes respondem altamente aos fluxos de capital. Mas que, aparentemente, muitas outras empresas de mercados emergentes não são alvo de participação de investidores do mercado global de compras. Para as empresas menores, grandes fluxos de fundos têm pouco efeito direto sobre sua propensão a emitir ações. Isso sugere que pode ser útil dividir as empresas nas economias emergentes em duas categorias: aquelas para as quais entradas de capital têm efeitos diretos importantes no custo de emissão de capital e no investimento corporativo, e aquelas para as quais as entradas de capital não tem efeitos diretos.

Calomiris, Larrain e Schmukler (2019), inferem que na medida em que as entradas de caixa reduzem o custo do financiamento para grandes emissores, cria uma vantagem competitiva para essas empresas. Ao mesmo tempo, é possível que grandes emissores possam compartilhar alguns dos benefícios de seu acesso a investidores internacionais com outras empresas. Sugerem que outras empresas poderiam se beneficiar indiretamente do crédito comercial mais abundante ou do aumento da demanda para seus produtos e serviços. Além disso, se as emissões de ações reduzirem as demandas dos emissores por dívida nos bancos locais, poderia tornar mais fácil para os não emissores fazerem empréstimos localmente. Além disso, as empresas financeiras poderiam usar seus novos recursos de emissão de ações para apoiar empréstimos maiores a empresas locais. Estas duas influências poderiam ser particularmente benéficas para as pequenas e médias empresas.

Os autores recomendam que, em trabalhos futuros, possa se examinar mais amplamente, até que ponto as reduções do custo de capital próprio promovem uma maior eficiência na economia, ou seja, redução das restrições de financiamento para empresas relativamente produtivas, e fornecendo benefícios para outras empresas, ou resultar em ineficiências, aumentando o poder de mercado de número de grandes empresas.

Utilizando-se de uma nova base de dados, construída pelos próprios autores, através de dados trimestrais dos fluxos de capitais internacionais particionado por setores, Avdjiev et al. (2018) chamam atenção para quatro fatos: i) o movimento conjunto entre entradas e saídas de capital é determinado, primeiramente, pelos fluxos de e para o setor bancário; ii) entrada de capital pró-cíclicos são consequência dos bancos e empresas em todos os países, enquanto dívidas soberanas externas se movem de maneira acíclica em países avançados e contra-cíclica nos emergentes; iii) a pró-ciclicidade da saída de capitais é impulsionada por bancos de países desenvolvidos e dívida soberana de emergentes; iv) as entradas e saídas de capital para bancos e empresas diminuem quando a aversão a risco global (VIX) aumenta, enquanto fluxo para dívidas soberanas não apresentam resposta. Esses fatos são inconsistentes com a maioria dos modelos teóricos que tentam explicar o movimento conjunto de entradas e saídas com a pró-ciclicidade do fluxo de capitais.

O primeiro dos fatos ressalta a importância do setor bancário no fluxo de capitais, fato que se torna ainda mais relevante em economias emergentes, em que, em geral, o mercado de capitais não é tão desenvolvido, limitando o número de empresas que podem acessá-lo e tornando o sistema bancário mais significativo para o financiamento corporativo. O segundo fato relatado tem relação de concorrência entre fluxo privado e soberano indicado pela figura 1, pois, em determinados momentos a entrada de capital é direcionada para bancos e empresas (pró-cíclico) e em outros direcionada, em países emergentes, para a dívida soberana (contracíclicos). O terceiro fato pode ter relação com a busca por risco do capital em momentos favoráveis nas economias desenvolvidas concomitante ao pagamento dos compromissos da dívida soberana de países emergentes. Por fim, o último fato relatado parece fazer menção a um comportamento conservador em momentos de maior aversão ao risco, diminuindo a velocidade dos fluxos.

Em perspectiva relacionada, Baskaya et al. (2017) mostram a importância dos empréstimos externos para os bancos domésticos na expansão do crédito

doméstico. Através da divisão das entradas de capital entre bancos e não-bancos, os autores argumentam que bancos estrangeiros cessaram o crédito em mercados emergentes e "retornaram" o capital para seus países de origem, aumentando a importância dos bancos domésticos, principalmente os mais capitalizados que aumentaram a oferta de crédito quando o ingresso de capitais era alto.

Com abordagem de modelos mais teóricos, Evans e Hnatkovska (2014) constroem um modelo que permite examinar o impacto da maior integração de mercados globais no comportamento do fluxo de recursos internacionais e nos retornos financeiros. O modelo mostra que, em um estágio inicial, o fluxo de capitais é grande e bastante volátil, concentrado em títulos de dívida. Nos estágios seguintes, com maior integração, o tamanho e a volatilidade diminuem, como consequência natural de maior diversificação do risco. O modelo é consistente com o observado entre 1975 e 2007 nos países do G7.

Acharya e Krishnamurthy (2018) verifica que a gestão de reservas e um prudente controle de capitais são instrumentos complementares na proteção contra a interrupção de fluxos de recursos. Os autores argumentam que controle de capitais *ex ante* aumentam os benefícios de manutenção de reservas.

2.1.2 Evidências Empíricas

2.1.1.1 Consequência de Capitais Externos

O relacionamento entre países no tocante a dependência entre uns e outros remonta para a perspectiva Marxista de uma relação imperialista entre nações avançadas que restringiam os demais países ao desenvolvimento para fornecer matérias-primas às indústrias dos primeiros. Contudo, em alguns países, o investimento estrangeiro não se limitou às matérias-primas, passando a direcionar-se também para setores industriais, algumas vezes com participação local nos negócios. Ao contrário das formas de dependência econômica como ajudas, empréstimos ou comércio, que transferiam apenas capital, essas formas de corporação passavam a envolver transferência de tecnologia para os países dependentes. (EVANS, 2018)

O aumento no montante de capital disponível na economia é muitas vezes visto como o maior benefício que o investimento estrangeiro pode trazer, pois afeta o investimento e o produto interno bruto (PIB) do país que recebe. Alfaro e Chauvin (2016) argumentam que essa relação não é verdadeira em todos os casos, mas é dependente das condições do mercado financeiro local. Essas condições locais afetam não apenas a existência do investimento estrangeiro, mas também sua forma de financiamento. Por um lado, boas condições financeiras atraem investimentos externos pois permitem que uma parcela significativa seja financiada localmente (KINDLEBERGER, 1969; GRAHAM; KRUGMAN, 1995; LIPSEY, 2004). Por outro lado, pela possibilidade de financiamento local, as empresas estrangeiras podem trazer menos capital (LEHMANN; SAYEK; KANG, 2004).

Ao analisar o impacto na Espanha, uma das economias que mais recebeu investimento estrangeiro com crescimento do PIB acima da média, Bermejo Carbonell e Werner (2018) chegam a conclusão que não existe relação entre o investimento e crescimento do PIB. Ausloos et al. (2019) podem ter uma possível explicação metodológica ao considerarem o delay na relação entre investimento estrangeiro direto e o PIB. Com dados de 43 países ao longo de 35 anos, verificam que, quando os países são agrupados pelo Inequality-Adjusted Human Development Index (IHDI), se observa o efeito de forma atrasada. A relação vai de positiva para negativa, dependendo do IHDI, de baixo para alto.

Uma área da literatura relacionada propões que a entrada de recursos estrangeiros reflete a possibilidade de uma forma de arbitragem das multinacionais. O capital não é direcionado por motivos de produtividade, mas pela oportunidade de aquisição de ativos locais desvalorizados (KRUGMAN, 2000; AGUIAR; GOPINATH, 2005). Baker, Foley e Wurgler (2008) sugerem que a arbitragem é quase tão importante quanto os fundamentos, porém há uma preocupação de que esse tipo de motivação implique em maior volatilidade, movimentos rápidos de entrada e saída de recursos do país.

Contudo, alguns trabalhos indicam que empresas multinacionais acabam superando empresas domésticas em períodos conturbados. Desai, Foley e Forbes (2008) encontram maior crescimento de vendas, ativos e investimentos em multinacionais do que em firmas locais, em resposta a depreciação cambial. Observando a crise no Leste Asiático em 1997, Blalock, Gertler e Levine (2008)

verificam que apenas exportadores com participação estrangeira conseguiram aumentar o capital devido à desvalorização cambial.

Com relação ao aumento de volatilidade em consequência da entrada de capitais estrangeiros, Brafu-Insaidoo e Biekpe (2011) testam a hipótese, mas verificam resultado contrário ao esperado, indicando que o fluxo de capitais internacionais reduz a volatilidade do investimento, ao menos nas economias emergentes da amostra de países da África Subsaariana.

Alfaro et al. (2004a) só encontram um efeito positivo do investimento estrangeiro direto no crescimento da economia local quando interagem o nível de investimento com o desenvolvimento do mercado financeiro local. O nível de investimento isoladamente, não explica o crescimento sem que haja um mercado financeiro minimamente desenvolvido. Usando diferentes amostras e diferentes métricas, Hermes e Lensink (2003); Durham (2004) chegam a mesma conclusão, reforçando a evidência do primeiro.

Na tentativa de resolver os resultados contraditórios de muitos trabalhos empíricos, Kentor e Boswell (2003) sugerem que há de se fazer uma distinção entre o investimento estrangeiro em relação a concentração desse investimento, ou seja, qual a proporção de investimento estrangeiro sob controle do maior país investidor. Pesquisando 39 países menos desenvolvidos ao longo de 25 anos, verificam que a concentração tem uma relação significativa com o crescimento negativo do PIB no longo prazo. Sugerem que a concentração do investimento estrangeiro pode limitar a autonomia do estado e das elites empresariais para agir no interesse do crescimento doméstico.

Igan, Kutan e Mirzae (2017) exploram essa heterogeneidade de resultados, não apenas entre países, para verificar diferentes taxas de crescimento entre indústrias mais dependentes de capital. Com uma amostra de 22 economias emergentes entre 1998 e 2010, verificam que as indústrias mais dependentes de financiamento externo realmente apresentam maior crescimento naqueles países que receberam maior volume de capital estrangeiro, especialmente no período pré-crise (2008). Verificam que o instrumento responsável é a dívida, e não o investimento acionário. Contudo, a relação desaparece durante a crise, alertando para a importância dos cuidados que os países emergentes devem ter devido ao sistema financeiro globalizado.

Os efeitos no nível microeconômico também são estudados. Spillovers em termos de tecnologia, práticas, oportunidades podem impactar as companhias locais pela proximidade geográfica ou pela movimentação da força de trabalho (AITKEN; HANSON; HARRISON, 1997; SMARZYNSKA JAVORCIK, 2004; GIRMA; GONG; GÖRG, 2008; POOLE, 2013; MANOLE; SPATAREANU, 2014). Desenvolvimento próprio ao antecipar a entrada de firmas estrangeiras que irão aumentar a concorrência tendem a melhorar a produtividade das empresas locais (AITKEN; HARRISON, 1999; HELPMAN; MELITZ; YEAPLE, 2004; AGHION et al., 2009; BAO; CHEN, 2018; ALFARO; CHEN, 2018). Conexões podem se dar entre empresas estrangeiras e locais auxiliando na produção de bens mais sofisticados, melhorando a produtividade e a riqueza, gerando demanda, fornecendo melhor qualidade e variedade (RODRIGUEZ-CLARE, 1996; ALFARO et al., 2004b; JAVORCIK; SPATAREANU, 2009).

Em estudo relacionado, Mileva (2008) analisa as economias em transição, que realizaram uma série de reformas, incluindo a abertura na sua conta de capital, durante os anos 1990. Ao dividirem os ingressos de capital em investimento direto, empréstimos e portfólio, verifica efeitos contemporâneos e de longo prazo no investimento. Para países com mercados financeiros menos desenvolvidos e instituições mais fracas, as estimativas sugerem que o investimento estrangeiro direto estimula os investimentos em outros setores da economia, chegando à relação de para cada dólar estrangeiro investido outro dólar local é adicionado. Resultado bastante semelhante é verificado por Hasanat Shah, Hasnat e Li (2010) ao trabalhar com a economia paquistanesa.

Konings (2001) utiliza dados no nível da firma para investigar empiricamente os efeitos do investimento estrangeiro direto na produtividade das empresas domésticas em três economias emergentes. Com dados sobre a participação estrangeira no controle das empresas locais ele consegue analisar se as empresas "estrangeiras" superam as domésticas, e se geram spillovers em empresas domésticas. Os resultados indicaram que em apenas uma das economias analisadas as empresas com participação estrangeira superaram as empresas "nacionais", e não foram identificados spillovers em nenhuma das economias, pelo contrário, foram identificados impactos negativos nas firmas domésticas.

Também utilizando dados no nível da firma, mas com uma perspectiva distinta das anteriores, observando empresas italianas que realizaram investimentos no

exterior, Borin e Mancini (2016) investigam os impactos na produtividade e empregabilidade das empresas matrizes. Se valendo do procedimento de propensity score matching, buscando relação causal entre o investimento estrangeiro e a performance da empresa, verificam que as que investem pela primeira vez, especialmente em economias avançadas, mostram melhora na produtividade e na dinâmica de emprego nos anos seguintes ao investimento.

Em estudo semelhante, mas com um olhar sobre as empresas japonesas que realizaram investimentos internacionais, Likitwongkajon e Vithessonthi (2020) encontram resultados no sentido contrário. Com dados de empresas de capital aberto durante o período de 1990-2016, encontraram relação negativa entre o investimento estrangeiro e o valor da empresa, bem como a performance da empresa em curto e longo prazos. Aparentemente o investimento tende a reduzir o crescimento da receita, mas não a sua eficiência, sugerindo que apenas investir mais no exterior não aumenta o crescimento das receitas ou a eficiência da firma.

Anwar e Sun (2015) exploram o contexto chinês para verificar se o investimento estrangeiro direto possui alguma influência sobre a estrutura de capital das empresas. Os autores verificam que um aumento na participação estrangeira aumenta a dívida de empresas domésticas; a participação estrangeira diminui o endividamento de empresas do setor de manufatura; possuem uma forte relação negativa no endividamento de firmas privadas; e que o efeito no endividamento varia entre indústrias.

Utilizando o fluxo de investimento de portfólio e a estrutura de capital, Loncan (2012) verificou que as empresas ajustam sua estrutura de capital em função do fluxo de investimentos. No caso específico, para a realidade brasileira, o efeito marginal dos investimentos de portfólio no grau de endividamento das empresas se mostrou negativo, especialmente em empresas maiores e com mais oportunidades de investimento. A ideia é que haja uma redução no custo do capital próprio pela entrada de recursos estrangeiros, e, conseqüentemente, seja vantajoso aumentar o capital próprio.

Com uma estratégia um pouco diferente, Kalemlı-Özcan e Kwak (2020) documentam fatos novos na relação entre ingresso de capital (por setor) e o endividamento (por setor). Os autores mostram que o ingresso de capitais para o setor bancário está associado ao crescimento do endividamento no setor corporativo

do mesmo país. Verificam também que esse resultado é mais forte para mercados emergentes do que para países com economias avançadas.

Analisando a estrutura de capital de firmas não-financeiras no Vietnã, TRAN e HOANG (2021) verificam uma relação positiva entre o fluxo internacional de capitais e o endividamento no longo prazo. Encontram resultados mais consistentes com a ideia da Teoria de Pecking Order quando o ambiente econômico é mais favorável. Também indicam que firmas manufatureiras e não-manufatureiras exigem diferentes decisões de estrutura de capital para crescer sob concorrência externa.

As evidências dos estudos não permitem encaminhar uma conclusão uniforme sobre os resultados obtidos. Ao que parece os resultados estão mais alinhados aos objetivos dos investidores internacionais - aporte de capital em investimentos acionários ou financiamentos e ou aquisições e incorporações. No lado receptor, seja na forma de equity ou financiamento bancário ou através de bonds, pode-se afirmar que em sua maioria esses investimentos impactaram positivamente tanto a oferta de financiamento quanto o seu custo.

2.1.1.2 Determinantes de Capitais Externos

A motivação para o investimento direto internacional varia, mas a literatura econômica identifica três principais razões: horizontal, vertical e complexa. O investimento horizontal envolve o estabelecimento de uma filial para atendimento de clientes em mercados estrangeiros é observada quando o custo de o fazer é inferior ao custo de produção na matriz e envio ao mercado final. O investimento vertical é uma resposta para a diferenças entre países no custo de produção ou disponibilidade de fatores específicos (matéria-prima, ...) e é viabilizado através de uma filial externa que produz ou intermedia serviços associados ao produto final. Os investimentos complexos, por sua vez, refletem a sofisticação das cadeias de produção e distribuição global cujo posicionamento das empresas pode ser influenciado pelos motivos horizontais e/ou verticais. (ALFARO; CHAUVIN, 2016)

No tocante as características do país que recebe o investimento, existem uma série de trabalhos que tentam identificar o que é mais atrativo ao investimento estrangeiro. Schneider e Frey (1985) estimam quatro modelos econométricos para 80 países menos desenvolvidos. Verificam que o modelo que inclui determinantes econômicos e políticos é o que obtém a melhor performance. Entre os fatores

econômicos, maior PIB real per capita e menor déficit no balanço de pagamentos estão relacionados a maior atratividade de capital externo. Instabilidade política reduz significativamente o ingresso de investimento estrangeiro direto.

Crenshaw (1991) deixa de lado questões políticas e militares, focando nos aspectos econômicos. Sugere que o processo e estrutura da penetração do capital estrangeiro, bem como a dinâmica dos fluxos de investimento estrangeiro possuem relação com crescimento econômico, rápido crescimento populacional, alto nível de consumo governamental, e altos níveis de formação de capital humano. Dois outros fatores chamam atenção: uma exacerbada urbanização bem como a penetração do capital estrangeiro em manufaturas parece encorajar o investimento estrangeiro.

Diferenças em perspectivas, metodologias, seleção de amostra e técnicas de análise são potenciais fatores que explicam o motivo de não haver consenso nos diversos trabalhos que estudam os fatores determinantes do investimento estrangeiro direto. Chakrabarti (2001) busca, através de uma metodologia específica (Extreme Bound Analysis - EBA), determinar quais variáveis utilizadas são robustas, e quais são frágeis a pequenas mudanças nas especificações. O PIB per capita se mostrou bastante robusto, porém, a grande maioria das variáveis analisadas na literatura (impostos, riqueza, abertura, taxa de câmbio, tarifas, taxa de crescimento do PIB, balança comercial...) se mostraram altamente sensíveis.

Seguindo a mesma lógica, mas com um grupo maior de países na análise, os resultados de Moosa e Cardak (2006) mostram, além do PIB, três outras variáveis robustas: exportação (percentual do PIB), número de linhas telefônicas por 1.000 habitantes, e risco do país. Chamam atenção para o fato de países desenvolvidos com grandes economias, alto grau de abertura e baixo risco tenderem a ter mais sucesso na atração de investimento estrangeiro direto.

Utilizando um painel com 38 países em desenvolvimento, durante o período de 1975 a 2000, Nonnemberg, Mendonça et al. (2004) encontram correlação entre o investimento estrangeiro direto e o nível de escolaridade, o grau de abertura econômica, risco e variáveis relacionadas ao desempenho macroeconômico como inflação, risco e taxa média de crescimento econômico. Os resultados também mostram associação com o desempenho do mercado de capitais. No teste de causalidade, o PIB influencia o investimento, mas não o contrário.

A relação entre a qualidade das instituições de um país e a atração de investimento estrangeiro também atraiu atenção dos pesquisadores. Boa

infraestrutura de governança pode atrair investidores. Instituições fracas podem causar custos adicionais, por exemplo, corrupção, mudanças regulamentares, problemas com direitos e sistema legais. Bénassy-Quéré, Coupet e Mayer (2007) identificam que as instituições são importantes determinantes da atratividade ao investimento estrangeiro, independente do PIB per capita. Os resultados apontam para a burocracia, corrupção, informação, setor bancário e instituições legais como importantes determinantes do ingresso de capital externo.

Com foco nos países do BRICS (Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul), Jadhav (2012) explora os fatores econômicos, institucionais e políticos na atração do investimento estrangeiro direto. Com dados de dez anos (2000-2009), o estudo leva em consideração o tamanho do mercado, a abertura comercial, os recursos naturais como fatores econômicos e estabilidade macroeconômica (inflação), estabilidade política (ausência de violência), efetividade governamental, qualidade regulatória, controle da corrupção, e força de lei como possíveis determinantes institucionais e políticos. Os resultados sugerem que os determinantes econômicos são mais significativos que os demais, especialmente o PIB real. Abertura comercial, disponibilidade de recursos naturais e força de lei também apresentaram significância estatística, com relações positiva, negativa e positiva, respectivamente.

Utilizando uma técnica estatística distinta dos trabalhos mencionados até aqui, Blonigen e Piger (2014) usam uma gama diversa de variáveis e permite que o modelo Bayesiano selecione as candidatas mais propensas a determinar o investimento estrangeiro direto. As variáveis que apresentaram maior consistência na probabilidade de inclusão são distância cultural, custo relativo de trabalho e acordos de comércio. O trabalho sugere pouco suporte para abertura comercial multilateral, para a maioria dos custos dos negócios no país receptor, assim como na sua infraestrutura e suas instituições.

Em suma, apesar de não haver consenso nos diversos estudos sobre os determinantes do investimento estrangeiro, parece haver indícios mais fortes com aspectos relacionados a solidez das instituições e de fatores econômicos na atração do capital estrangeiro.

2.2 DECISÕES CORPORATIVAS

2.2.1 Financiamento Corporativo

Ao longo da última metade do século XX foi desenvolvida o que se denominou de Moderna Teoria Financeira. Os trabalhos de Modigliani e Miller (1958, 1963) servem de referência até hoje para pesquisas no campo do investimento e financiamento corporativos. Os pressupostos utilizados em seus modelos seguem sendo base para pesquisas acadêmicas na área.

As proposições de Modigliani e Miller (1958) assumem o mercado perfeito de capitais, a concorrência perfeita e a avaliação baseada no comportamento totalmente racional, tanto do consumidor quanto do investidor. Atendidas essas condições, conclui-se que a estrutura de capital é irrelevante para determinação do valor da firma.

Posteriormente, Modigliani e Miller (1963) reconheceram que a presença de impostos favorece a captação de recursos junto a terceiros em detrimento da utilização de recursos próprios perante os benefícios fiscais inerente a tais escolhas, proporcionando a redução do custo médio ponderado e impactando positivamente no valor da empresa, entretanto, os autores continuaram sem considerar os custos relacionados à falência decorrentes do elevado grau de alavancagem.

Na mesma época, Markowitz (1952) desenvolveu a Teoria da Carteira ou Portfólio, na qual apresenta o conceito de fronteira eficiente, suportado pelo benefício da diversificação, com a introdução da correlação entre os ativos. Como desdobramento, Sharpe (1964); Lintner (1969) apresentam o modelo de precificação de ativos de capital (CAPM) que relaciona os retornos esperados do ativo a seus betas de mercado, utilizado nas estimativas de custo do capital das empresas e na avaliação de carteiras.

Outro conceito importante desenvolvido à época, com impacto ainda significativo na área, foi a eficiência dos mercados, através do trabalho de Fama (1965). A ideia de eficiência está relacionada a velocidade com que os preços de mercado incorporam as informações. O mercado eficiente impossibilitaria os ganhos anormais por parte dos investidores.

Esse conjunto de estudos tinha como base pressupostos bastante fortes sobre as características do mercado. Características essas que formam o que

normalmente denomina-se de "mercado perfeito" com investidores racionais, eficiência forte, possibilidade de investir e tomar empréstimo na mesma taxa, inexistência de impostos, sem a possibilidade de arbitragem, entre outros.

Um pouco mais tarde, os autores começam a desenvolver pesquisa relaxando alguns dos pressupostos. Por exemplo, Akerlof (1978) descreve as consequências de mercados caracterizados por informação assimétrica entre os participantes, usando o exemplo do mercado de veículos. Grossman e Stiglitz (1980) também abordam a questão da assimetria informacional e sua consequência sobre os preços, argumentando que a informação não sendo gratuita, os preços não podem refletir perfeitamente a informação, possibilitando a existência de um mercado para a informação.

Myers e Majluf (1984) analisaram a questão da assimetria de informações nas decisões de investimento das empresas. A assimetria informacional decorre do fato de os administradores internos deterem informações sobre as oportunidades de investimento da empresa que os investidores externos não possuem. Harris e Raviv (1991) destacaram que a estrutura de capital pode ser usada como sinalizador aos investidores externos das informações detidas pelos administradores, reduzindo a assimetria de informações.

A forma como os gestores combinam as fontes de financiamento é uma decisão importante não só no contexto financeiro da firma, mas no estratégico também é considerado. A estrutura de capital trata da forma pela qual as firmas utilizam as fontes de origem, próprios e de terceiros, para aplicar em ativos e atividades que as demandam. Duas teorias se destacam na tentativa de explicar a estrutura de capital das empresas: Trade-Off e Pecking Order.

Com o objetivo de ampliar a compreensão das escolhas com relação ao financiamento e a estrutura de capital corporativa, Graham, Leary e Roberts (2016) exploram uma base de dados de firmas norte americanas com 94 anos de duração, que possibilitou examinar mudanças no financiamento através de diferentes firmas e setores, bem como mudanças no endividamento agregado corporativo. Os autores verificam que enquanto setores regulados mantiveram suas estruturas de capital relativamente estáveis ao longo do tempo, as firmas de setores sem regulação aumentaram significativamente seus endividamentos, aproximando-se do nível das firmas reguladas.

Graham, Leary e Roberts (2016) argumentam que nem mudanças nas características de empresas abertas, nem mudanças nas relações estatísticas entre essas características e as decisões de financiamento corporativo são capazes de explicar as mudanças nas políticas de financiamento do século. As firmas aparentemente aumentaram o uso de dívida, apesar de, dadas as mudanças nas características corporativas (aumento de ativos intangíveis e na volatilidade dos lucros) os modelos indicarem o oposto. Para tentar explicar a mudança, os autores buscam mudanças no ambiente econômico percebendo que o desenvolvimento dos mercados financeiros e a diminuição do endividamento do Estado nas décadas após a Segunda Guerra são os fatores que parecem ter mais força para explicar as mudanças.

O estudo de DeAngelo e Roll (2015) chega a conclusões semelhantes ao de Graham, Leary e Roberts (2016). O endividamento, com o passar do tempo, vai se diferenciando cada vez mais da situação "inicial". A mudança é tamanha que, ao longo de 20 anos, quase 70% das empresas aparecem em três ou quatro quartis de endividamento. Contudo, pouquíssimas firmas mantêm endividamento (dívida sobre ativo) maior que 0,5 por longos períodos. Os autores sugerem três modelos que melhor replicam os dados observados: (i) alvo que muda bastante ao longo do tempo; (ii) zonas alvo com fronteiras flexíveis; ou (iii) alvo fixo com velocidade de reajuste de aproximadamente 15% ao ano.

Em suma, os autores argumentam que uma teoria de estrutura de capital empiricamente crível deveria incluir alguma forma de alvo de endividamento. A questão não resolvida é sobre qual das duas formas de ver a zona alvo é mais descritiva: (a) o alvo é importante em qualquer momento do tempo, mas a especificidade muda ao longo do tempo; (b) a zona alvo específica é de segunda ordem de importância, sendo determinada de forma residual (investimento, payout e disponibilidade de capital).

2.3 RESTRIÇÃO FINANCEIRA

A literatura acerca da restrição financeira é marcada por duas visões fortemente contrárias. Por um lado, temos Fazzari, Hubbard e Petersen (1987, 2000), e de outro encontramos os trabalhos de Kaplan e Zingales (1997, 2000). Outros autores tentaram estabelecer uma "mediação" para o conflito, entre eles

Almeida e Campello (2001, 2007, 2010), Almeida, Campello e Weisbach (2004), Allayannis e Mozumdar (2001) e Povel e Raith (2001).

Um dos primeiros trabalhos sobre o tema, que até hoje é referência para pesquisas foi o de Fazzari, Hubbard e Petersen (1987), no qual apresentaram um estudo em relação à restrição financeira e ao investimento corporativo, com base na lógica da assimetria informacional. Os autores constataram que as empresas acabam operando em um nível de subinvestimento quando os recursos gerados internamente não são suficientes para investir no nível ótimo, dadas as imperfeições do mercado de capitais.

No estudo realizado, os autores analisaram, no período de 1969 a 1984, 421 empresas industriais dos Estados Unidos. As empresas foram divididas em quatro classes de restrição financeira com base no nível de retenção de lucros, ou seja, na razão dividendos/lucros. Empresas com razão menor que 0,10 formaram a primeira classe. Na segunda classe estavam as empresas com coeficiente inferior a 0,20. Com razão menor que 0,40 fizeram parte da terceira classe. E por último, na quarta classe, as restantes. Lembrando que uma empresa só fazia parte de uma classe (com preferência para a primeira, depois segunda, e assim por diante).

Fazzari, Hubbard e Petersen (1987) concluem que quanto maior a restrição financeira encontrada pela empresa, maior a sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa. Constatou-se também forte correlação entre investimento e geração de caixa, em especial às duas primeiras classes de empresa, o que indica a existência de diferentes padrões de restrição financeira.

Os autores concluem que a retenção de caixa, ou seja, a variação do fluxo de caixa contribui para explicar o investimento em todas as classes de restrição. Contudo, reputam como resultados relevantes a diferença entre as classes de empresas e o impacto do fluxo de caixa sobre o investimento. Isso se deve, no entender dos autores, que essas diferenças são consistentes com o diferencial entre o custo interno e o custo externo do equity, como nos mostra o modelo de assimetria informacional, e a diferença entre custos de transação.

O fato de a assimetria informacional poder criar uma hierarquia entre o uso de recursos internos e externos para financiar os projetos de uma empresa é ressaltado por Fazzari, Hubbard e Petersen (1987), em suas conclusões. Dois são os fatores que podem gerar essa situação: a diferença de informações entre os agentes, e os

custos de transação, dependendo das alíquotas de impostos entre a retenção e distribuição de lucros.

Um trabalho contestando os achados de Fazzari, Hubbard e Petersen (1987) foi apresentado por Kaplan e Zingales (1997). Obtiveram, com base em critérios próprios, resultados contrários às conclusões dos três autores, afirmando que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa não necessariamente aumenta com o grau (classe) de restrição financeira.

A fim de classificar as empresas com restrição financeira, Kaplan e Zingales (1997) utilizaram uma combinação de informações qualitativas e quantitativas (cartas endereçadas a acionistas, discussões de políticas operacionais, relatórios financeiros de liquidez, notas de imprensa e indicadores financeiros), extraídas dos balanços anuais das companhias. Para os autores, a firma se encontra em situação de restrição financeira quando não consegue realizar seus investimentos financiando-os com capital externo, seja pelo custo ou inviabilidade de captar, tendo que utilizar fundos internos para realizá-los.

Foram estudadas 49 empresas através de análise cross-sectional, pela qual os autores obtiveram evidências de que as decisões de investimento das firmas com menores restrições financeiras são mais sensíveis à disponibilidade de fluxo de caixa. Kaplan e Zingales (1997) classificam as empresas como com restrição ou sem restrição, sendo que apenas 15% das firmas por ano tiveram algum problema para obter fundos internos e/ou externos para financiar o crescimento dos seus investimentos, enquanto Fazzari, Hubbard e Petersen (1987) afirmam que todas as empresas sofrem de restrição financeira, e as dividem em diferentes níveis.

Zani e Procianny (2008) entendem que, “Mais do que posições antagônicas, o que sobressai são duas diferentes conceituações do que se pode definir como empresas que sofrem restrição financeira.”. A definição de empresa com restrição financeira parece ser o grande causador da diferença de resultados alcançados.

Em novo artigo, Fazzari, Hubbard e Petersen (2000) rebatem as críticas sofridas no estudo de Kaplan e Zingales (1997) e criticam os trabalhos dos dois autores. Para os três estudiosos as premissas utilizadas para classificar as empresas quanto a restrição financeira utilizadas por Kaplan e Zingales (1997) são muito subjetivas ao utilizar dados qualitativos. Além disso, questionam a fidedignidade da utilização das informações dos administradores para os objetivos propostos. Fazem críticas referentes ao tamanho da amostra e a homogeneidade da

mesma, ao tratamento econométrico dos dados. Por fim, Fazzari, Hubbard e Petersen (2000) não aceitam as críticas sofridas e ainda concluem que os resultados apresentados no trabalho de Kaplan e Zingales (1997) são consistentes com a presença de restrição financeira e que, portanto, não contradizem a interpretação dada pelos estudos precedentes.

Ao receber as críticas de Fazzari, Hubbard e Petersen (2000) e não as aceitar, Kaplan e Zingales (2000) apresentam suas razões. Os autores afirmam que a tríade de autores admite que empresas com maiores problemas financeiros devem ter menor sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que as com menores restrições. Defendem a impropriedade do uso exclusivo do indicador de retenção de dividendos como medida de restrição financeira.

Em trabalho no qual foram investigadas 1.317 firmas americanas, durante o período de 1988 a 1994, com base no modelo de Kaplan e Zingales (1997), Cleary (1999) chegou a resultados semelhantes aos obtidos pela dupla, ou seja, contrários a Fazzari, Hubbard e Petersen (1987). O autor obteve evidências que aquelas empresas que possuíam capacidade de pedir empréstimos, são mais sensíveis à disponibilidade de fundos internos do que as com menor capacidade para pedir empréstimo.

Houve também trabalhos que se aproximaram dos resultados de Fazzari, Hubbard e Petersen (1987). Ao realizar estudos nesse campo, os autores que se associam mais à eficiência do mercado tendem a se aproximar de Kaplan e Zingales (1997), enquanto aqueles mais tendenciosos à assimetria informacional vão para o encontro de Fazzari, Hubbard e Petersen (1987).

Após o debate entre as duas linhas de pensamento no campo de estudo, surgiram alguns trabalhos visando identificar justificativas para as posições divergentes, entre eles Almeida e Campello (2001) e Allayannis e Mozumdar (2001). Os primeiros apresentam estudo no qual a restrição é endógena, no qual o limite de captação externa de fundos depende de algumas características da empresa, como: porte, valor dos ativos, entre outros. A argumentação dos autores é de que, se os investimentos das firmas e o financiamento interno são endogenamente relacionados, os investimentos sensíveis ao fluxo de caixa tendem a crescer, de forma que, no longo prazo, a restrição ao crédito tende a ser relaxada.

Zani (2005) define bem a relação entre capacidade de captar fundos externos e valor dos novos investimentos:

... se a capacidade de captar fundos externos é positivamente relacionada com o valor dos novos investimentos, o efeito amplificador dos novos investimento na capacidade de gerar caixa - multiplicador – implica que, à medida que os investimentos sensíveis ao fluxo de caixa crescem, a restrição financeira é progressivamente relaxada em razão do efeito amplificador de renda do investimento, ou seja, mais renda, mais fluxo de caixa, mais investimento, mais colateral, mais capacidade de endividamento, mais crescimento, maior tamanho e menor restrição financeira. (ZANI, 2005)

Allayannis e Mozumdar (2001) tentam encontrar justificativas para os resultados encontrados por Kaplan e Zingales (1997) e Cleary (1999). Eles sugerem que a posição de extrema dificuldade financeira na qual se encontram as empresas consideradas com restrição financeira pelos trabalhos analisados não corresponde à situação normal das firmas e isso estaria levando a conclusão de que empresas com maiores restrições financeiras teriam baixa sensibilidade dos investimentos ao fluxo de caixa. Os autores explicam que essa baixa sensibilidade se deve ao fato de empresas com graves problemas de caixa estarem sujeitas a realizar apenas investimentos essenciais, sendo qualquer outro corte de investimento em razão de uma queda na geração de caixa praticamente impossível.

As amostras formadas por firmas em estado de stress financeiro ou custo de falência, estão propensas a gerar estimativas inconsistentes acerca do impacto das restrições financeiras sobre os investimentos, uma vez que essa restrição não é causada por assimetria informacional e/ou pela imperfeição do mercado de capitais. Os autores acabam por concluir que o trabalho de Cleary (1999) é afetado por empresas com sérios problemas financeiros e fluxo de caixa negativos estarem presentes na amostra, enquanto o trabalho de Kaplan e Zingales (1997) o é pelo tamanho pequeno da amostra e a presença de outliers. Os resultados desses dois trabalhos, no entender de Allayannis e Mozumdar (2001) se aproximariam muito ao de Fazzari, Hubbard e Petersen (1987), caso fossem feitos os ajustes nas amostras.

O tema restrição financeira ainda não foi muito explorado pela academia brasileira. Temos apenas alguns trabalhos que abordaram o tema. Casagrande (2000), partindo do princípio de que todas as empresas de sua amostra sofriam restrição financeira, e sem diferenciar o grau de restrição entre elas, testou a hipótese de o capital de giro da empresa servir como fonte de recursos para financiar o investimento e concluiu que o financiamento interno foi o que possibilitou que empresas se financiassem no Brasil durante o período de 1990 e 1994.

Lopes (2001) interessou-se em saber qual o grupo de empresas sofre maior restrição de crédito, porém não chegou a resultados definitivos ao analisar a totalidade da amostra. A autora afirma que seus resultados corroboram com outros resultados da literatura, no qual pequenas firmas, aquelas que distribuem poucos dividendos, e aquelas muito endividadas possuem menos acesso ao crédito.

Terra (2003) examina se as decisões de firmas brasileiras são afetadas por restrições de crédito. O autor estabelece critérios a priori para classificação das empresas quanto a origem acionária (doméstica X multinacional), e quanto a dependência externa por fundos dos diversos setores. Os resultados levam a acreditar que as empresas brasileiras sofrem restrição de crédito.

Zani e Procianoy (2008), com base na teoria de restrição financeira desenvolvida por Almeida e Campello (2001) e Almeida, Campello e Weisbach (2004), realizam uma análise para verificar a sensibilidade do endividamento em relação às variações do colateral, no período de 1990 a 2003. Os autores classificaram a priori as empresas de acordo com seu status financeiro com base no payout de dividendos, no Índice de Preços de Ações FGV100, no conceito de empresas de classe mundial, na alavancagem com recursos de terceiros, e no tamanho da firma.

O principal resultado encontrado foi que as firmas apresentam dependência de geração de colateral para conseguir captar fundos externos, independentemente de seu status financeiro. Os autores justificam o resultado em razão das firmas brasileiras serem dependentes dos bancos, do modelo operacional bancário e da elevada volatilidade da economia brasileira vivida no período investigado.

Buscando evidências dos efeitos da restrição financeira sobre a relação negativa entre fluxo de caixa e fundos externos, comportamento associado à teoria do pecking order, Portal, Zani e Silva (2012) chegaram em resultados correspondentes aos de Almeida e Campello (2010), sugerindo: primeiro, em razão da endogeneidade das decisões de investimento em companhias restritas, a relação de complementaridade entre fundos internos e externos prevalece sobre a relação de substitutividade sugerida pela teoria do pecking order; segundo, a relação negativa entre fluxo de caixa e fundos externos não pode ser interpretada como uma evidência associada a fundos externos custosos e, portanto, também não pode ser entendida como comportamento de acordo com a teoria do pecking order.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo são apresentadas as hipóteses da tese. Em seguida, é apresentada a população e amostra objeto de estudo, bem como a descrição das variáveis utilizadas e a coleta de dados empregada. Ainda, são descritos o tratamento e a forma de análise dos dados.

3.1 HIPÓTESES DA TESE

Com base na revisão de literatura apresentadas foram construídas as seguintes hipóteses de pesquisa:

A primeira hipótese é construída com base nos estudos anteriores que discutem as consequências da entrada de recursos internacionais em economias emergentes. Uma série de estudos apontam benefícios do fluxo internacional de capitais, como o aumento do PIB, do investimento e do financiamento. Por outro lado, há estudos que apontam para a arbitragem entre taxas como algo que estimula o fluxo, mas que não é, necessariamente, benéfico ao país que recebe, momentaneamente, o capital estrangeiro.

Em um mundo com capital limitado sempre haverá concorrência entre os agentes. O recurso internacional pode ser direcionado para financiamento de dívida pública, ou então para alocação no setor privado/corporativo. Contudo, mesmo sendo direcionado ao financiamento da dívida pública, esse aumento da disponibilidade de recursos na economia de um país pode afetar, indiretamente, a capacidade de financiamento das firmas.

H1: Há uma relação positiva entre o volume de ingresso de capitais e o financiamento para as empresas em economias emergentes.

A segunda hipótese é, racionalmente, complementar a primeira. Controlando para outros fatores que afetam o custo do crédito, a maior disponibilidade de recursos devido ao ingresso de capital estrangeiro deveria diminuir o custo do mesmo para ajustar ao novo equilíbrio entre a oferta e a demanda por crédito. As hipóteses "a" e "b" sugerem que essa relação pode ser diferente dependendo do estado de restrição financeira das empresas, com menores mudanças para as empresas classificadas como irrestritas, pois já possuem melhores termos de

crédito, e maiores para empresas restritas, pois eram as que mais sofriam com o custo.

H2: Há uma relação negativa entre o volume de ingresso de capitais e o custo do crédito para as empresas em economias emergentes.

H2a: Essa relação é mais fraca para empresas financeiramente irrestritas.

H2b: Essa relação é mais forte para as empresas financeiramente restritas.

A terceira hipótese da pesquisa se propôs a verificar se o ingresso de capital estrangeiro, nas suas diversas formas, efetivamente impacta a decisão de financiamento das empresas. A ideia de que o volume de recursos disponível possa ser maior e/ou ter um custo menor pode alterar a decisão sobre a estrutura de capital das empresas. As hipóteses "a" e "b" sugerem que essa relação pode ser diferente dependendo do estado de restrição financeira das empresas, com menores mudanças para as empresas classificadas como irrestritas, pois já não sofriam de limitações no acesso ao crédito, e maiores para empresas restritas, pois eram as que mais sofriam com o volume menor de capital disponível na economia.

H3: Há uma relação positiva entre o volume de ingresso de capitais e o endividamento para empresas em economias emergentes.

H3a: Essa relação é mais fraca para empresas financeiramente irrestritas.

H3b: Essa relação é mais forte para as empresas financeiramente restritas.

Quadro 1 - Hipótese de Pesquisa

Nº	Hipótese	Variável Dependente	Sinal Esperado
H1	Há uma relação entre o volume de ingresso de capitais e o financiamento para as empresas em economias emergentes.	Volume de Crédito	+
H2	Há uma relação entre o volume de ingresso de capitais e o custo do crédito para as empresas em economias emergentes.	Custo do Crédito	-
H2a	Essa relação é mais fraca para empresas financeiramente irrestritas.	Custo do Crédito	-
H2b	Essa relação é mais forte para as empresas financeiramente restritas.	Custo do Crédito	-
H3	Há uma relação positiva entre o volume de ingresso de capitais e o endividamento para empresas em economias emergentes.	Endividamento	+
H3a	Essa relação é mais fraca para empresas financeiramente irrestritas.	Endividamento	+
H3b	Essa relação é mais forte para as empresas financeiramente restritas.	Endividamento	+

Fonte: Elaborado pelo Autor

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo compreendeu as empresas localizadas em um dos 25 países classificados como emergentes incluídos no índice MSCI Emerging Markets. Os países são: África do Sul, Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, Coreia do Sul, Egito, Filipinas, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Malásia, Marrocos, México, Paquistão, Peru, Polônia, República Tcheca, Rússia, Tailândia, Turquia e Venezuela.

Tabela 1 - Composição da Amostra de Pesquisa

Identificação	Quantidade
Observações que se encontravam no Factset	590.660
(-) Empresas do setor financeiro	88.860
(-) Empresas com Patrimônio Líquido negativo	53.600
(-) Empresas com crescimento do Ativo Total maior que 100%	198.500
(-) Empresas com crescimento de Vendas maior que 100%	62.600
(=) Observações componentes da Amostra	187.100

Fonte: Elaborado pelo Autor

A amostra foi composta pelas empresas públicas e privadas, presente na base de dados Factset, para os países selecionados, que apresentaram os dados necessários para a construção das variáveis entre os anos de 2000 e 2019. Foram excluídas empresas financeiras pelas características particulares do segmento em relação às decisões corporativas (endividamento, investimento, retenção de caixa, ...) que dificultam a comparabilidade com as demais. Também foram excluídas empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo, para eliminar empresas em situação financeira precária; e empresas que tiveram crescimento do Ativo Total ou das Vendas superior a 100% no período de um ano, com o intuito de eliminar empresas que tenham passado por processos de fusão e aquisição.

3.3 VARIÁVEIS DE PESQUISA E COLETA DE DADOS

Com o intuito de testar as hipóteses da tese, foram construídas três variáveis dependentes, que podem ser impactadas pelo fluxo de capitais internacional, sendo:

- volume de crédito
- custo do crédito
- endividamento

As hipóteses construídas estabelecem possíveis relações das variáveis dependentes com o volume do fluxo internacional de capitais. Para isso, são construídas duas principais variáveis independentes.

Outras variáveis explicativas já apontadas pela literatura também foram incluídas neste estudo, denominadas variáveis de controle, as quais buscam auxiliar no poder de explicação do modelo e contribuir com o teste das hipóteses de pesquisa de forma mais acurada.

3.3.1 Variáveis Dependentes e Coleta de Dados

A fim de testar as hipóteses de pesquisa e o objetivo geral da tese, foram escolhidas proxies para representar o volume de crédito, o custo dele, e o endividamento corporativo. Na inexistência de uma única medida capaz de representar cada uma das variáveis, foram empregadas diferentes métricas.

3.3.1.1 Volume de Crédito

- Crédito Doméstico Privado = Razão entre o crédito doméstico para o setor privado por instituições financeiras e o PIB

- Crédito Doméstico Líquido = Razão entre o crédito doméstico para o governo central e para outros setores da economia doméstica e o PIB

Ambas as variáveis foram construídas com dados do Fundo Monetário Internacional, coletadas através da ferramenta DataBank disponibilizada pelo Banco Mundial.

3.3.1.2 Custo do Crédito

- Taxa nas Operações de Crédito = taxa média contratada no crédito para o setor privado

- Custo Financeiro = Despesas com juros dividida pela dívida de longo prazo

- Custo Financeiro² = Despesas com juros dividida pela dívida de curto e longo prazo

Para a construção das três variáveis utilizadas como proxies para o custo do crédito foram utilizadas duas bases de dados distintas. Os dados em nível país

foram coletados do Fundo Monetário Internacional, através da ferramenta DataBank disponibilizada pelo Banco Mundial. Já os dados a nível de firma foram coletados através da ferramenta Factset para as empresas disponíveis dos 25 países selecionados.

3.3.1.3 Endividamento

A estrutura de capital pode ser verificada pelo capital de terceiros e pelo capital próprio. O ingresso de capitais internacionais pode proporcionar às empresas acessar recursos de uma e/ou outra forma. O foco no endividamento se dá pela amostra conter empresas públicas e privadas.

- Dívida financeira = empréstimos e financiamentos de longo prazo dividido pelo ativo total

- Endividamento Total = dívidas de curto e longo prazo dividido pelo ativo total

Os dados para a construção das duas variáveis identificadoras do grau de endividamento das empresas foram coletados na base de dados Factset para as empresas disponíveis no grupo de países que compõe a amostra ao longo do período analisado.

3.3.2 Variáveis Independentes Principais e Coleta de Dados

A principal variável independente é o fluxo de capital internacional, mais especificamente o ingresso líquido de recursos na conta financeira do balanço de pagamentos de cada um dos países que compõe a amostra. O FMI fornece informações sobre a entrada e saída de capital bruto anual dividida em categorias: investimento direto, investimentos em portfólio, derivativos financeiros, e outros investimentos. O foco é dado ao ingresso líquido de capital, definido como a somas das entradas subtraída da soma das saídas de todas as categorias de fluxo.

FFTL é o Fluxo Financeiro Total Líquido.

Dentro das contas financeiras do balanço de pagamentos, aquelas que são mais representativas em termos de valores são o investimento direto e o investimento em portfólio. Por isso, foram utilizadas variáveis separando apenas esses dois tipos de fluxos nos modelos.

FDI é o Fluxo para Investimento Direto, e

FPI é o Fluxo para Investimento em Portfólio.

Por fim, o FMI permite identificar se o fluxo foi direcionado para dívida ou equity, aproveitou-se esse detalhe do dado para tentar identificar de maneira mais específica as consequências de cada tipo de capital.

FDIdebt é a parte do Fluxo de Investimento Direto direcionado para dívida;

FDIequity é a parte do Fluxo de Investimento Direto direcionado para equity;

FPIdebt é a parte do Fluxo de Investimento em Portfólio direcionado para dívida; e

FPIequity é a parte do Fluxo de Investimento em Portfólio direcionado para equity.

3.3.3 Variáveis Independentes de Controle e Coleta de Dados

São incluídas nos modelos variáveis independentes que, com base nos estudos prévios, entende-se possuir relação explicativa com a variável dependente. Para cada estimativa um grupo diferente de controles pode ser utilizado de acordo com a variável dependente utilizada e a hipótese em questão.

A taxa básica de juros de uma economia é extremamente informativa sobre os futuros movimentos de variáveis macroeconômicas (BERNANKE; BLINDER, 1992). Uma taxa mais alta, torna os títulos públicos (em geral indexados por essa taxa) mais atraentes, conseqüentemente mais caro o custo de captação aos bancos e às empresas. Nesse sentido, uma taxa básica mais elevada tende a diminuir a oferta e a demanda por crédito (MATOUSEK; SARANTIS, 2009; ABDUL KARIM; AZMAN-SAINI; ABDUL KARIM, 2011; MALEDE, 2014). A proxy utilizada nesse trabalho foi a relação entre a Taxa Básica de Juros estabelecida pelo órgão nacional responsável e o índice de inflação ao consumidor.

Uma série de artigos investiga a relação entre PIB e crédito. Em geral, procura-se verificar se o crescimento de um (PIB ou Crédito) impacta no crescimento do outro (Crédito ou PIB). Awad e Al Karaki (2019) estudando a relação entre empréstimos bancários e o PIB, afirmam que a principal evidência empírica da pesquisa não é que os empréstimos bancários contribuam para o crescimento da economia, mas, pelo contrário, que o crescimento da economia tem efeito positivo nos empréstimos bancários. De maneira semelhante, Mukhtarov, Humbatova e Seyfullayev (2019) analisam uma economia e encontram resultado distinto.

Verificam uma relação positiva entre o crédito bancário e a taxa de câmbio com o PIB no longo prazo, resultado que está em linha com outros estudos em países ricos em petróleo (AKPANSUNG; BABALOLA, 2011; HASANOV; HUSEYNOV, 2013; OSMAN, 2014; SAMARGANDI; FI-DRMUC; GHOSH, 2014; YAKUBU; AFFOI, 2014; AL MAHISH, 2016; PAUL, 2017; AL-JEBRIN, 2018).

Quando busca-se verificar a relação da inflação com o crédito, a maioria dos trabalhos analisa o impacto da política monetária em combater/controlar a inflação utilizando a taxa básica de juros como um dos principais instrumentos. Imran e Nishat (2013) afirmam que fortes condições econômicas levam ao crescimento do crédito na economia, enquanto maior inflação diminui o crescimento do mesmo. A necessidade de levar a inflação para o centro da meta estabelecida pelo colegiado responsável faz com que a resposta natural para inflação elevada seja um aumento na taxa básica de juros, que acaba por tornar o crédito mais caro, tornando-o menos atrativo. De maneira semelhante, mas no caminho contrário, uma inflação muito menor que a meta recebe como resposta uma diminuição na taxa básica de juros, que torna o crédito mais barato, tornando mais atraente este tipo de operação. Utilizamos o índice de preços ao consumidor (CPI) de cada país como medida da inflação anual do mesmo.

Demirci, Huang e Sialm (2019) investigam empiricamente o impacto da dívida pública nas decisões de financiamento corporativo em um cenário internacional. Mostram uma relação negativa entre a dívida pública e a alavancagem corporativa usando dados em 40 países entre 1990 e 2014. Essa relação negativa é mais forte para a dívida pública financiada domesticamente, para empresas maiores e mais rentáveis, e em países com mercados de ações mais desenvolvidos. Em outro estudo, utilizando dados de nível micro para analisar o acesso do setor privado dos mercados emergentes aos mercados internacionais de dívida durante crises de dívida soberana. Arteta e Hale (2008) constataram que essas crises são sistematicamente acompanhadas de uma queda no crédito estrangeiro para empresas privadas nacionais, tanto durante as renegociações de dívidas quanto por mais de dois anos após a ação de acordos de reestruturação. A Dívida Pública Doméstica é medida utilizando-se a variável "*Outstanding Domestic Public Debt Securities to GDP (%)*" e para a Dívida Pública Externa, a variável "*Outstanding International Public Debt Securities to GDP (%)*". Ambos dados são coletados pelo

Bank for International Settlements (BIS) e disponíveis no Banco de Dados do Banco Mundial.

Países com economias emergentes são, em geral, mais dependentes do comércio de commodities. Nesse sentido, Bastourre et al. (2012) investigam os fatores comuns entre spreads e preço de commodities em mercados emergentes. Um dos resultados apresentados é uma forte correlação negativa entre o preço das commodities e os spreads praticados. Donders, Jara e Wagner (2018) investigaram como as mudanças de preços nas commodities impactaram na dívida das grandes corporações produtoras de commodities (na ordem de trilhões de dólares). Concluíram que uma mudança de 10% do preço da commodity impacta os juros em 0,15%, com impacto mais forte nas quedas de preço. A influência pode parecer pequena, mas o mercado de dívida é menos volátil que o mercado de ações. Adotou-se como proxy para o valor das commodities o Índice CRB (*Commodity Research Bureau Index*) que é formado por uma cesta de 19 itens, com 39% alocado no setor de energia, 41% em agricultura, 7% em metais preciosos, e 13% na indústria de metais.

Uma série de razões ajudam a explicar o motivo de investidores internacionais terem que levar em consideração o risco soberano. Bai e Wei (2012) citam o exemplo da propensão a expropriar o setor privado por um governo que se vê frente ao risco de default. O artigo estuda tanto a transferência do *Credit Default Swap* - CDS - soberano para o corporativo quanto o papel das instituições na mitigação desses riscos. O estudo conclui que o CDS soberano, em média, tem uma influência estatisticamente e economicamente significativa sobre os CDSs de crédito corporativo; a relação entre CDS soberano e corporativo varia entre as corporações, com as empresas estatais exibindo uma relação mais forte; Instituições fortes tendem a enfraquecer a conexão. Com outra perspectiva, Waisman, Ye e Zhu (2015) associam a incerteza política ao custo da dívida corporativa. Demonstram que a incerteza política está associada com maior custo no financiamento corporativo. Usando o mercado estadunidense como exemplo, mostram que uma eleição presidencial aumentou o *spread* dos títulos corporativos em 34 pontos-base. Optou-se pelo índice de risco país da J.P. Morgan, o *Emergin Markets Bond Index Plus* - EMBI+. O EMBI+ mede o spread entre os retornos dos títulos de mercados emergentes e títulos livres de risco, como o título emitido pelo tesouro americano.

Há evidências de que grandes empresas emitem dívidas internacionais não apenas para financiar projetos de investimento, mas também para se engajar em atividades comerciais (BRUNO; SHIN, 2015; CABALLERO; PANIZZA; POWELL, 2016). Há algumas evidências de que (i) grandes empresas brasileiras são mais propensas a ter dívida em moeda estrangeira em comparação com empresas menores (BONOMO; MARTINS; PINTO, 2003); (ii) grandes empresas nos EUA usam mais derivativos em moeda estrangeira (ALLAYANNIS; WESTON, 2001); (iii) grandes empresas na Finlândia são mais propensas a emprestar em moedas estrangeiras do que pequenas empresas (KELOHARJU; NISKANEN, 2001); e (iv) empresas maiores detêm uma fração maior da dívida em dólar em um conjunto de empresas da Argentina, Brasil, Chile, Colômbia e México (BLEAKLEY; COWAN, 2008). No presente estudo, utilizou-se o logaritmo natural da moeda nacional por Dólar Americano.

O tamanho da empresa é medido pelo logaritmo natural dos ativos da empresa. Em comparação com empresas menores, as grandes empresas tendem a diversificar seus negócios e, portanto, apresentam um menor risco de inadimplência (FERRI; JONES, 1979; RAJAN; ZINGALES, 1995), o que sugere uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a alavancagem/endividamento. Uma série de estudos teóricos (HARRIS; RAVIV, 1990; NARAYANAN, 1988; NOE, 1988; POITEVIN, 1989; STULZ, 1990) sugeriram que a alavancagem da empresa aumenta com o tamanho da mesma. Os estudos empíricos também tendem a apoiar essa relação positiva, por exemplo De Jong, Kabir e Nguyen (2008); Kayo e Kimura (2011).

O valor colateral dos ativos (a tangibilidade dos ativos) exerce dois efeitos contrastantes sobre a alavancagem da empresa. Os ativos tangíveis podem servir como garantia contra empréstimos externos (Scott, 1977). Um aumento nos ativos tangíveis pode reduzir o escopo da substituição de ativos (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1984; HARRIS; RAVIV, 1991; TITMAN; WESSELS, 1988) e têm um valor de liquidação maior do que os ativos intangíveis em caso de falência (FATTOUH; HARRIS; SCARAMOZZINO, 2008). Conseqüentemente, as empresas com ativos tangíveis mais elevados tendem a ter custos de inadimplência mais baixos e menos problemas de agência relacionados à dívida (AKHTAR; OLIVER, 2009), o que por sua vez sugere uma relação positiva entre ativos tangíveis e alavancagem. Fattouh, Harris e Scaramozzino (2008); Akhtar e Oliver (2009) encontraram uma relação

positiva entre ativos tangíveis e alavancagem. Porém, no caso de empresas chinesas, Li, Yue e Zhao (2009) relataram uma relação negativa entre as duas variáveis.

Espera-se que a lucratividade da empresa afete a alavancagem, mas as teorias existentes fornecem previsões contraditórias sobre a direção do relacionamento (CÉSPEDES; GONZÁLEZ; MOLINA, 2010). A teoria do pecking order (MYERS; MAJLUF, 1984) sugere que as empresas irão primeiro recorrer a fundos gerados internamente para financiar o investimento e, portanto, as empresas mais lucrativas tendem a ter um nível mais baixo de alavancagem. Os modelos baseados em impostos (DEANGELO; MASULIS, 1980; LELAND, 1994; ROSS, 1977) sugerem que empresas altamente lucrativas podem tomar mais empréstimos para proteger a receita dos impostos corporativos, o que prevê uma relação positiva entre lucratividade e alavancagem. Com base nas teorias da agência, pode-se argumentar que a dívida pode atuar como um dispositivo disciplinador que restringe o comportamento do gerente (JENSEN, 1986; WILLIAMSON, 1988) e, portanto, empresas altamente lucrativas deveriam ter mais dívidas. Por outro lado, tratando a estrutura de capital corporativo como um mecanismo para aliviar o problema associado à separação da propriedade do controle, Chang (1999) mostra que o contrato ótimo entre o *insider* corporativo e os investidores externos pode ser interpretado como uma combinação de dívida e capital próprio e empresas altamente lucrativas tendem a ter menos dívidas. Em contraste com essas previsões teóricas contraditórias, os estudos empíricos parecem ter encontrado um consenso. Estudos como Fattouh, Harris e Scaramozzino (2008); De Jong, Kabir e Nguyen (2008); Li, Yue e Zhao (2009); Kayo e Kimura (2011) encontraram uma relação negativa significativa entre lucratividade e alavancagem.

Para Ferreira e Vilela (2004) o índice de alavancagem funciona como uma proxy para medir a capacidade das empresas de emitir dívida. Quanto maior o nível de dívida, menor a capacidade das empresas se endividarem ainda mais pois o risco de inadimplência vai se elevando. Esse mesmo risco, faz com que o custo da dívida possua uma relação com o nível de alavancagem. Em vários estudos, a alavancagem é definida pela razão entre dívidas financeiras totais de curto e longo prazos, divididos pelos ativos totais (OPLER et al., 1999; OZKAN; OZKAN, 2004; BATES; KAHLE; STULZ, 2009). Espera-se uma relação positiva entre o

endividamento e o custo do crédito e uma relação negativa com uma variação no endividamento futuro.

Assim como o risco-país afeta o cenário e as condições macroeconômicas de uma nação, o risco de uma empresa afeta suas opções e escolhas financeiras. Definida pela variação do fluxo de caixa (Ebitda) dos últimos 4 anos (média móvel). Essa variação será medida pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional (sdEbitda) dividido pela média do valor absoluto do fluxo de caixa operacional (mEbitda) para o mesmo período. Espera-se que empresas mais arriscadas, apresentem maior custo de crédito, uma vez que quanto maior a volatilidade, maior será a probabilidade de a empresa ficar recursos para honrar com suas obrigações. De maneira similar, esperara-se uma relação negativa entre o risco da empresa e o endividamento da mesma.

3.4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

3.4.1 Nível País

Para testar as hipóteses no nível agregado por país, teve-se como base a regressão em painel no nível país:

$$Y_{ict} = \beta_0 + \beta_1 Z_{ct} + \sum \gamma X_{ct} + \epsilon_{ct} \quad (3.1)$$

na qual Y_{ct} pode assumir uma das variáveis dependentes no nível país, Z_{ct} refere-se a uma das variáveis independentes principais, X_{ct} são as variáveis independentes de controle adicionadas de acordo com a hipótese em questão, baseada nos estudos anteriores. (CALOMIRIS; LARRAIN; SCHMUKLER, 2019).

3.4.2 Nível da Firma

Para analisar o impacto do fluxo internacional de capitais nas decisões da empresa, tomou-se como base a seguinte regressão com dados em painel no nível da firma:

$$Y_{ict} = \beta_0 + \beta_1 Z_{ct} + \sum \gamma X_{ict} + \epsilon_{ict} \quad (3.2)$$

na qual Y_{ict} pode assumir uma das variáveis dependentes no nível da firma, Z_{ct} refere-se a uma das variáveis independentes principais, X_{ict} são as variáveis independentes de controle adicionadas de acordo com a hipótese em questão, baseada nos estudos anteriores. (CALOMIRIS; LARRAIN; SCHMUKLER, 2019).

3.4.3 Teste H1 - Oferta de Capital

Visando testar a primeira hipótese desta pesquisa, que se refere à Oferta de Capital, a Regressão 3.3 tem a seguinte especificação:

$$\begin{aligned} \text{Credito}_{ct} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Fluxo}_{ct} + \beta_2 \text{Juros}_{ct} + \beta_3 \text{PIB}_{ct} + \beta_4 \text{Inflacao}_{ct} + \beta_5 \text{DivPub}_{ct} \\ & + \beta_6 \text{Commodities}_t + \beta_7 \text{Risco - Pais}_{ct} + \beta_8 \text{Cambio}_{ct} + \beta_9 \text{Crise}_t + \epsilon_{ct} \end{aligned} \quad (3.3)$$

Onde:

Credito_{ct} = Volume de crédito contratado no país c no ano t;

Fluxo_{ct} = Uma das proxies para o volume do fluxo internacional de capitais para o país c no ano t;

Juros_{ct} = Taxa Básica de Juros no país c no ano t;

PIB_{ct} = Produto Interno Bruto do país c no ano t;

Inflacao_{ct} = Inflação Oficial no país c no ano t;

DivPub_{ct} = Dívida Pública (doméstica e externa) em Relação ao PIB do país c no ano t;

Commodities_t = Índice de Commodities CRB calculado pela Thomson Reuters no ano t;

Risco - Pais_{ct} = J.P. Morgan Emerging Markets Bond Spread (EMBI+) para o país c no ano t;

Cambio_{ct} = unidades de moeda nacional por unidade de dólar americano para o país c no ano t;

Crise_t = dummy para a crise financeira global de 2008

ϵ_{ct} = erros da regressão

Quadro 2 - Resultados Esperados - H1

Variável	Relação Esperada	Motivo
Fluxo	Positiva	Aumenta a oferta de recursos.
Juros	Negativa	Quanto maior a taxa básica, maior o custo de captação dos bancos, tornando as operações, conseqüentemente, mais caras.
PIB	Positiva	Quanto maior a economia, maior o volume de recursos.
Inflação	Negativa	Inflação elevada, em geral, está associada a períodos de instabilidade econômica, tornando o crédito mais escasso.
Dív. Pub. Doméstica	Negativa	Pode ser um concorrente direto ao crédito, visto que o volume de recursos é limitado.
Dív. Pub. Externa	Positiva	Diminui a concorrência entre a captação pública e o crédito privado.
Ind. Commodities	Positiva	Quanto mais aquecido o mercado de commodities, maior ingresso de capitais nos países emergentes.
Risco-País	Negativa	Risco-país, em geral, está associada a períodos de instabilidade econômica, tornando o crédito mais escasso.
Câmbio	Positiva	Pode tornar o ativo mais "barato" para o investidor internacional.
Crise	Negativa	Saída de capital dos países emergentes.

Fonte: Elaborado pelo Autor

3.4.4 Teste H2 - Custo de Capital

3.4.4.1 Nível País

$$TaxaMCred_{ct} = \beta_0 + \beta_1 Fluxo_{ct} + \beta_2 Juros_{ct} + \beta_3 PIB_{ct} + \beta_4 Inflacao_{ct} + \beta_5 DivPub_{ct} + \beta_6 Commodities_t + \beta_7 Risco - Pais_{ct} + \beta_8 Cambio_{ct} + \beta_9 Crise_t + \epsilon_{ct} \quad (3.4)$$

Onde:

TaxaMCred_{ct} = Taxa média de juros contratado em crédito livre no país c no ano t;

Quadro 3 - Resultados Esperados - H2

Variável	Relação Esperada	Motivo
Fluxo	Negativa	Aumenta a oferta de recursos, diminui o custo.
Juros	Positiva	Quanto maior a taxa básica, maior o custo de captação dos bancos, tornando as operações, conseqüentemente, mais caras.
PIB	Negativa	Quanto maior a economia, maior o volume de recursos, menor o custo.
Inflação	Positiva	Inflação elevada aumenta o custo nominal.
Dív. Pub. Doméstica	Positiva	Pode ser um concorrente direto ao crédito, visto que o volume de recursos é limitado.
Dív. Pub. Externa	Negativa	Diminui a concorrência entre a captação pública e o crédito privado.
Ind. Commodities	Negativa	Quanto mais aquecido o mercado de commodities, maior ingresso de capitais nos países emergentes.
Risco-País	Positiva	Risco-país, em geral, está associada a períodos de instabilidade econômica, tornando o crédito mais caro.
Câmbio	Negativa	Pode tornar o ativo mais "barato" para o investidor internacional.
Crise	Positiva	Saída de capital dos países emergentes.

Fonte: Elaborado pelo Autor

3.4.4.2 Nível Firma

$$\begin{aligned}
 \text{CustoFinan}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Fluxo}_{ct} + \beta_2 \text{Rentab}_{it} + \beta_3 \text{End}_{it} + \beta_4 \text{Tangib}_{it} + \beta_5 \text{Risco}_{it} \\
 & + \beta_6 \text{Size}_{it} + \beta_7 \text{Juros}_{ct} + \beta_8 \text{Risco} - \text{Pais}_{ct} + \beta_9 \text{Credito}_{ct} + \epsilon_{ict}
 \end{aligned}
 \tag{3.5}$$

Onde:

CustoFinanit = Despesa financeira no ano t dividido pela dívida (de longo prazo ou total) da firma i no ano t;

Rentabit = Ebitda sobre o Ativo Total da firma i no ano t;

Endit = Dívida Total sobre o Ativo Total da empresa i no ano t;

Tangibit = Propriedade, Instalações e Equipamentos sobre o Ativo Total da empresa i no ano t;

Riscoit = Desvio-padrão da receita operacional dos 4 anos da empresa i no ano t;

Size_{it} = Logaritmo natural do Ativo Total da empresa i no ano t;

Quadro 4 - Resultados Esperados - H2 (firma)

Variável	Relação Esperada	Motivo
Rentabilidade	Negativa	Quanto maior a rentabilidade, maior capacidade de pagamento.
Endividamento	Positiva	Quanto maior o endividamento, maior o risco de inadimplência.
Tangibilidade	Negativa	Quanto maior a tangibilidade, maior a contrapartida para garantia.
Risco	Positiva	Quanto maior o risco, maior a incerteza sobre capacidade de pagamento.
Tamanho	Negativa	Quanto maior, mais estável.

Fonte: Elaborado pelo Autor

3.4.5 H3 - Estrutura de Capital

End_{it} ou DivFin_{it}

$$= \beta_0 + \beta_1 Fluxo_{ct} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Rentab_{it} + \beta_4 Risco_{it} + \beta_5 Risco - Pais_{ct} + \beta_6 Cambio_{ct} + \beta_7 Juros_{ct} + \epsilon_{ict} \quad (3.6)$$

Onde:

DivFin_{it} = empréstimos e financiamentos de longo prazo dividido pelo ativo total para a empresa i no ano t;

3.4.6 Estimação das Regressões

As regressões foram estimadas via dados em painel. Para a determinação entre a estimativa destas regressões (efeitos fixos ou aleatórios) foi empregado o teste de Hausman. O teste indicou como mais adequada a estimação por efeitos aleatórios para as regressões com dados a nível país, mas a utilização de efeitos fixos nas regressões com dados no nível da firma. A operacionalização dos testes se deu por meio do software Stata/SE 12.0 utilizando o comando xtreg.

3.4.7 Critérios de Restrição Financeira

É importante conhecer o impacto na especificidade da microunidade empresa, em especial nas empresas que mais sofrem restrições para a obtenção de financiamento. A presente investigação pretende fazer mais um avanço neste estudo explorando o tema restrição financeira. Os achados sobre teoria da restrição

financeira aportados por Fazzari, Hubbard e Petersen (1987, 2000), e que até hoje são referência para pesquisas sobre o tema, trataram do investimento corporativo, com base na lógica da assimetria informacional. Os autores constataram que as empresas acabam operando em um nível sub ótimo ou de sub investimento quando os recursos gerados internamente não são suficientes para investir no nível ótimo, dadas as imperfeições do mercado financeiro e de capitais e as restrições de financiamento.

Suportados nessa teoria, neste item o objetivo de testar se o Fluxo de Investimento Estrangeiro impacta positivamente também nas empresas que tem mais dificuldades para viabilizar seu financiamento em razão da escassez de recursos. Para viabilizar essa equação é necessário segregar a amostra entre empresas restritas financeiramente e empresas que não sofrem restrição financeira. Esse é um procedimento que não tem consenso entre os autores que investigam esse tema. Os critérios mais adotados reportados na revisão de literatura Fazzari, Hubbard e Petersen (1987, 2000); Kaplan e Zingales (1997, 2000); Almeida e Campello (2001, 2007, 2010); Almeida, Campello e Weisbach (2004); Allayannis e Mozumdar (2001); Povel e Raith (2001) foram: Payout, tamanho, rating de crédito, empresas domésticas ou multinacionais, emissão de Bonds, previsão de insolvência, informações qualitativas e quantitativas de Demonstrações Financeiras, flexibilidade financeira, dentro outras. Na presente investigação está sendo proposto um critério inovador associando o tamanho da empresa com seu volume de caixa.

As empresas foram classificadas, por país e por ano, de acordo com seu tamanho e seu volume de caixa. As empresas restritas financeiramente são as que integram o grupo de um terço de menor estoque de caixa para o país c no ano t , e, ao mesmo tempo, integram o grupo de um terço de menor tamanho para o país c no ano t . Por outro lado, as irrestritas financeiramente são as que se situam no terço superior da amostra tanto no estoque de caixa quanto no tamanho por país e ano.

Esse critério inovador busca capturar a melhor segregação possível entre empresas financeiramente irrestritas e restritas. O critério tamanho já é consagrado e utilizado na maioria dos estudos sobre o tema. Grandes empresas têm imagem consolidada, ativos para servir de colateral, histórico de crédito pela sua idade, e conforme estudo de Harford (1999) tem possibilidades de manter elevadas reservas de caixa. As empresas menores, normalmente têm menor histórico de crédito, menos ativos para garantia, dificuldades para financiar suas oportunidades de

investimento e baixa possibilidade de estocar caixa. Ao segregar a amostra com empresas menores e de menor estoque de caixa, busca-se capturar a amostra das empresas que têm real e efetiva dificuldade financeira. Por outro lado, ao realizar a intersecção entre as de maior tamanho e maior estoque de caixa se está segregando a amostra com aquelas empresas em que têm alta probabilidade de não sofrerem restrição financeira. Pelo que se tem conhecimento, esse é o primeiro estudo que adota esse critério de segregação da amostra.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo apresenta os resultados obtidos na investigação da presente tese. Inicia pela análise descritiva da amostra, análise de correlação, resultado das equações econométricas tanto a nível país quanto a nível de firma.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DA AMOSTRA

4.1.1 Nível País

A Tabela 6 apresenta a estatística descritiva das variáveis a nível país, para o período entre 2000 e 2019. Observa-se que o crédito doméstico líquido (Cred Dom Liq) representou, em média, 70% do PIB. Os países que apresentaram os maiores valores foram China, Coreia do Sul, Malásia e Tailândia, com o crédito, em média, representando 152%, 141%, 127% e 117% do PIB, respectivamente. Os demais países apresentam um índice inferior a 100% do PIB, no caso do Brasil situa-se em 92%. Percebe-se uma maior alavancagem de crédito em países localizados no continente asiático. Os países com menor relação crédito/PIB são Venezuela e Peru com 25% e Argentina com 33%. O Crédito Doméstico Privado representou, em média, 59,9% do PIB desses países.

Em relação ao Fluxo Financeiro Internacional Total (FI Fin Total) observa-se que no período da amostra a média para os países selecionados foi de 1,49% do PIB. As duas parcelas mais importantes na composição do Fluxo Total apresentaram o mesmo comportamento, o investimento direto (FI Inv Dir) apresenta fluxo de 1,77% e o fluxo de portfólio (FI Inv Port) foi de 0,29% do PIB. Alguns países apresentaram fluxo saída superior a entrada de capital: Coreia do Sul, China, Israel, Malásia, Rússia e Venezuela. O surpreendente nesse grupo é a participação da Venezuela, com um dos percentuais mais elevados. A grande maioria dos países apresentou, em média, ingressos superiores as saídas como seria de se esperar para países com economias emergentes.

O coeficiente de juro real (Taxa básica de Juros / Inflação) - Tx Basica - foi, em média, de 1,28, ou seja, 28% acima da inflação nominal do país naquele período. No conjunto da amostra o Brasil é o único país com coeficiente acima de 2 vezes o percentual da inflação, ou seja, o coeficiente de juro real é superior ao da

inflação. Malásia, Filipinas, Israel e Polónia praticaram um coeficiente de juros superior a 1,5 vezes a inflação. No lado oposto de juros reais negativos estão países como Venezuela, Jordânia e Hungria com coeficiente inferior a 0,5 da inflação.

Tabela 2 - Estatística Descritiva por País

	Créd. Dom Priv.	Créd. Dom Líqu.	Fl Fin Total	Fl Fin Est Total	Fl Inv. Dir	Fl Inv. Port.	Tx Básica	Custo Créd.
Argentina	14.299	33.783	0.662	-3.820	1.780	-0.225	0.627	26.873
África do Sul	140.593	76.720	3.617	-2.781	1.087	1.700	0.976	11.386
Brasil	48.258	91.930	2.731	-4.261	2.683	0.692	2.082	46.293
Chile	94.877	74.996	1.768	-6.963	3.180	-1.340	1.369	7.931
China	128.275	152.201	-1.107	-4.514	2.190	0.058	1.196	5.471
Colômbia	34.076	41.223	3.637	-5.913	2.643	0.623	1.257	13.891
Coreia do Sul	124.799	141.208	-1.641	-2.531	-0.657	-0.381	1.428	5.459
Egito	38.817	87.175	1.103	-6.312	2.799	0.322	0.985	13.282
Filipinas	34.692	53.061	0.509	-2.199	0.553	0.339	1.689	7.967
Hungria	43.121	63.072	2.966	-6.737	2.287	0.415	0.310	7.558
Índia	44.607	57.939	3.270	-4.774	0.949	0.747	0.988	10.844
Indonésia	29.929	41.779	2.972	-2.424	0.721	1.200	1.440	13.862
Israel	70.220	84.347	-1.016	-5.352	1.200	-1.232	1.571	3.673
Jordânia	75.333	99.853	12.733	-10.867	6.581	0.475	0.377	9.002
Malásia	115.530	127.710	-3.533	-4.951	-0.197	-0.027	1.966	5.557
Marrocos	68.831	92.908	4.023	-4.889	2.310	0.257	.	.
México	23.869	35.169	3.113	-4.767	2.155	1.268	1.472	7.386
Paquistão	20.718	0.046	0.003	-0.003	0.001	0.000	.	11.259
Peru	31.376	25.395	4.086	-5.546	3.672	0.655	1.428	21.048
Polónia	40.522	57.257	3.938	-6.028	2.329	1.161	1.944	.
República Tcheca	42.165	56.615	4.588	-7.776	3.038	0.729	1.020	5.405
Rússia	38.557	37.076	-2.002	-2.380	-0.237	-0.588	1.310	12.331
Tailândia	119.331	116.935	-0.705	-2.014	1.215	-0.263	1.273	5.208
Turquia	41.519	58.828	1.555	-5.443	1.332	0.975	1.198	.
Venezuela	17.768	25.910	-5.247	-1.894	0.638	-0.217	0.466	.
Total	59.972	70.066	1.493	-4.622	1.777	0.297	1.285	11.886

Fonte: Elaborado pelo Autor

A última coluna reporta a taxa de juros média das operações de crédito (Custo Cred), taxa que reflete a taxa utilizada por instituições financeiras em contratos de curto e médio prazo para o setor privado. O custo médio situa-se em 11,9% a.a. Novamente o Brasil aparece no topo com uma taxa média de 46,3% a.a. no período analisado. Outros países com custo elevado são Argentina com 26,9%, Peru com 21%, Colômbia com 13,9% e Indonésia com 13,9%. China, Malásia e Irã com um custo de crédito em torno de 5% a.a. são as menores taxas dos países que compõem essa amostra.

A diferença entre países do Oriente para os países do Ocidente começa a ficar evidente. Maiores volumes e menores custos são mais comuns nos primeiros, enquanto menores volumes e maior custo financeiro no segundo grupo.

Conforme dados apresentados na tabela 7, destaca-se os indicadores relativos a Dívida Pública Doméstica (Div Pub Dom) com 26% do PIB e Reservas Internacionais (Reservas) com 19,2% do PIB na média da amostra. O Risco País ficou, em média, em 396 pontos, o logaritmo natural da taxa de câmbio (Cambio) em 3,14, e o índice de Commodities (Ind Commod) de 246 na média do período.

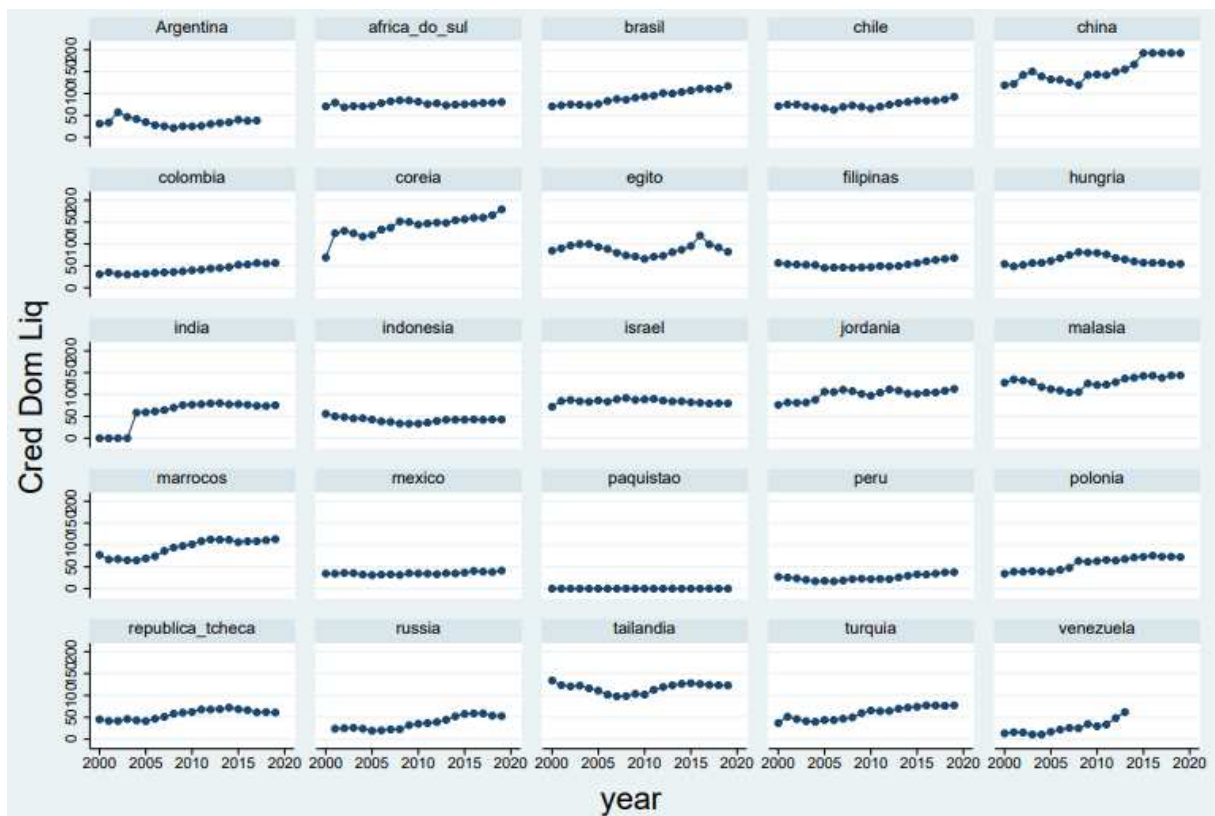
Tabela 3 - Estatística Descritiva - Nível País

	Obs.	Média	Desvio- padrão	Min	Max
Créd. Dom Priv.	492	59.972	39.963	10.653	156.230
Créd. Dom Líq.	491	70.066	39.698	0.035	192.560
Fl Fin Total	395	1.493	4.572	-11.600	16.770
Fl Fin Est Total	497	-4.622	5.229	-28.472	11.714
Fl Ind. Dir	497	1.777	2.231	-2.484	12.411
FDI (%GDP)	497	3.103	3.229	-2.888	22.825
FDI-Debt (GDP)	463	0.558	1.177	-2.941	6.840
FDI-Equity (%GDP)	480	2.498	2.808	-1.994	22.822
Fl Inv. Port.	497	0.297	2.250	-6.015	6.421
FPI (%GDP)	497	1.059	2.027	-4.770	7.228
FPI-Debt (%GDP)	460	0.843	1.772	-4.453	6.174
PFI-Equity (%GDP)	492	0.281	0.866	-2.433	3.294
Tx Básica	374	1.285	1.687	-9.228	7.972
Custo Créd.	388	11.886	10.095	2.089	57.617
PIB Moeda Local	497	16.135	3.273	9.029	24.360
PIB Dólar	497	12.981	1.807	9.373	19.482
Inflação	482	5.575	7.239	-0.874	54.400
Div Pub Dom	338	26.048	14.388	1.091	63.074
Div Pub Ext.	411	5.706	5.333	0.028	26.118
Risco-País	397	396.967	647.249	30.587	5184.754
Câmbio	498	3.144	2.410	-0.344	9.506
Reservas	494	19.266	11.262	0.002	48.489
Ind. Commod	500	246.403	61.758	147.970	358.710

Fonte: Elaborado pelo Autor

Para melhor entendimento sobre o comportamento das variáveis de interesse no conjunto de países da amostra, os gráficos reportam a evolução por país da variável Crédito Doméstico Líquido. (ver Figura 10)

Figura 10 - Crédito Doméstico Líquido - por país



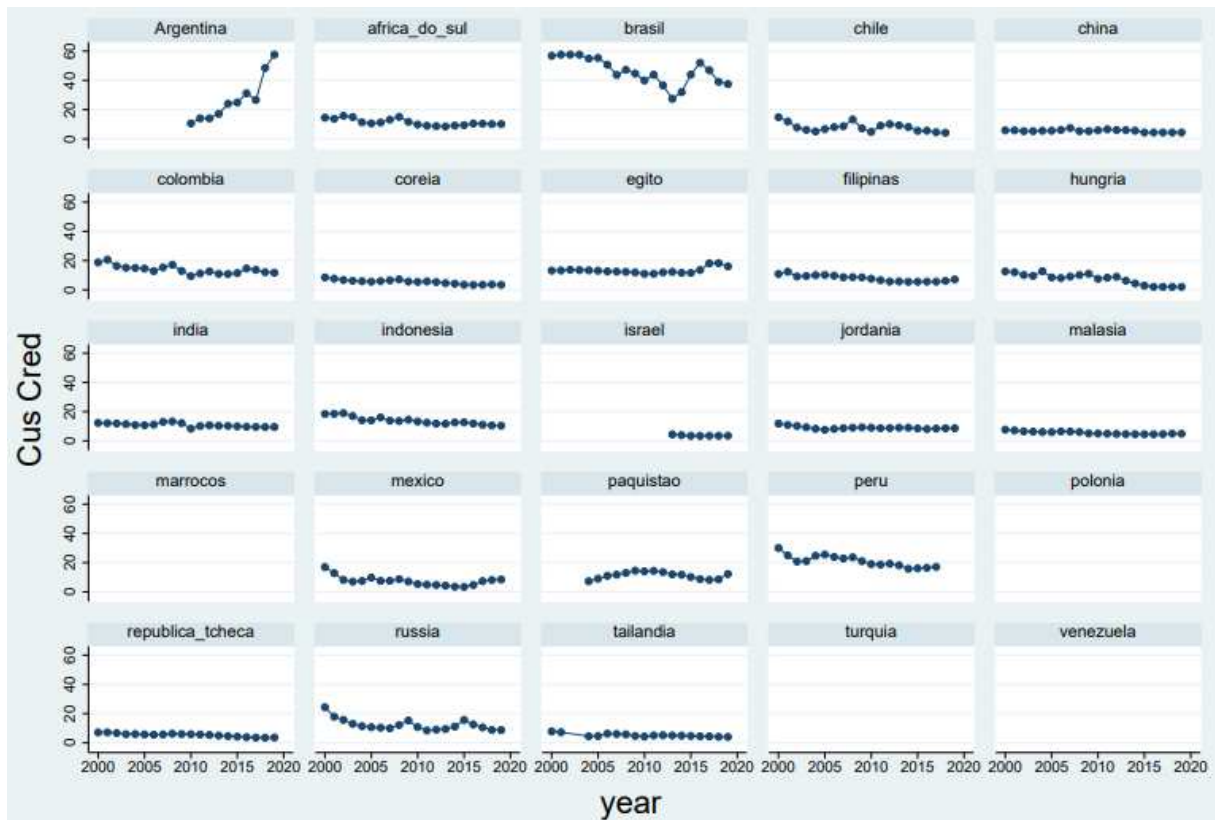
Fonte: Elaborado pelo Autor

Observa-se uma certa estabilidade com períodos de pequena oscilação na participação crédito em relação ao PIB na grande maioria dos países ao longo dos anos da amostra. Os destaques no aumento de participação do crédito no PIB são a China, Coréia do Sul, Brasil, Índia, Marrocos e Polônia. Venezuela e Argentina são dois países com estatísticas defasadas o que impede a sua avaliação em anos recentes. Dessas observações verifica-se que os principais países asiáticos utilizam o crédito como uma variável relevante para alavancar seus negócios ao longo das duas últimas décadas.

Os gráficos do crédito doméstico privado apresentam comportamento semelhante, apenas em alguns países demonstrando maior volatilidade. (Veja no Anexo A).

Na sequência reporta-se os gráficos relativos ao custo do crédito em nível país ao longo do período investigado (ver Figura 11). Esse é um dado mais estratégico e de difícil captação no conjunto de países. Como fica evidenciado, alguns países não possuem esse dado disponível (Marrocos, Polônia, Turquia e Venezuela), e outros apresentam dados parciais, como Argentina e Israel.

Figura 11 - Custo do Crédito - por país

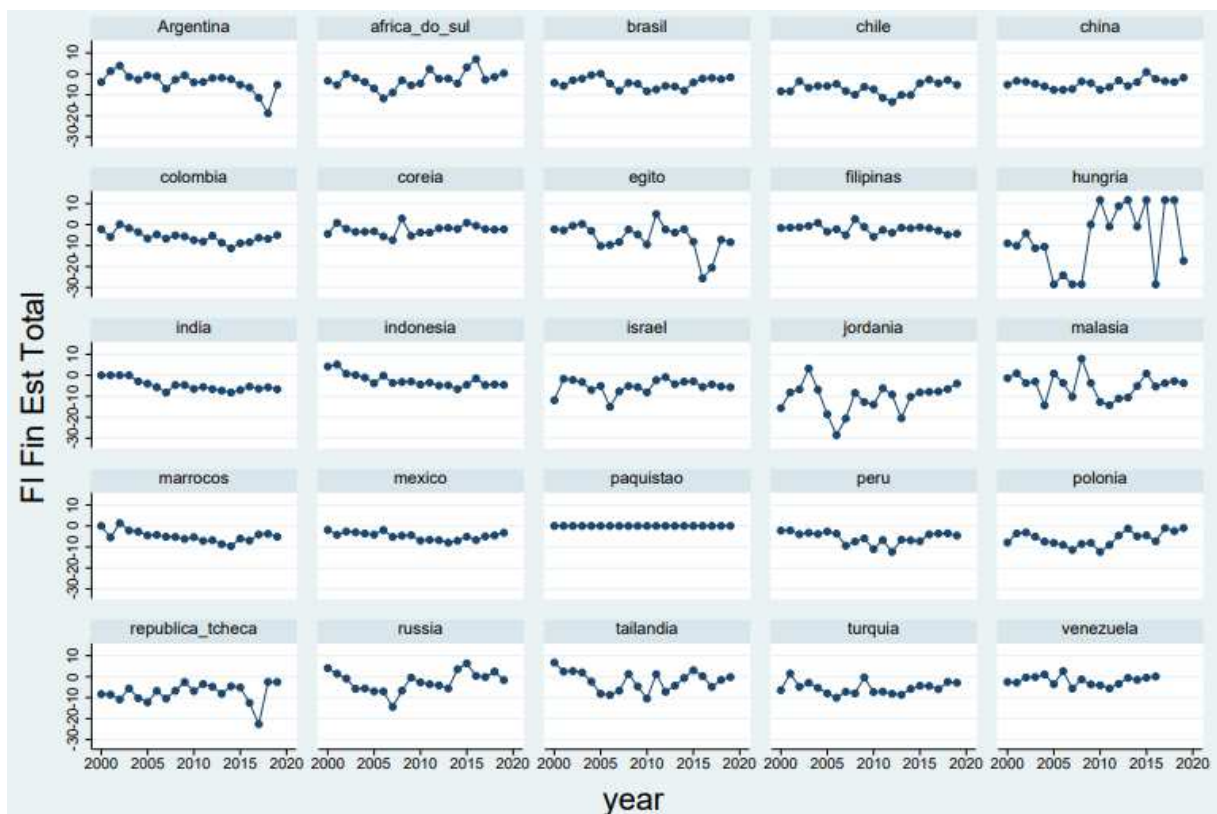


Fonte: Elaborado pelo Autor

No conjunto da amostra disponível observa-se grande estabilidade ou pequena tendência de queda no custo do crédito na maioria dos países. A Argentina é o país que destoa na amostra sendo o único com forte elevação no custo nominal do crédito. O Brasil é o país que apresenta o maior custo de crédito e a maior volatilidade com pequena tendência de queda nos anos recentes. É muito curioso que numa amostra de países emergentes o Brasil se apresente com custo tão elevado e ainda com alta volatilidade em relação aos seus parceiros emergentes.

Para concluir as informações relativas a estatística descritiva a principal variável explicativa, o fluxo total de recursos externos, é apresentada através dos gráficos por país. Os valores aqui são em relação ao PIB do país. (ver Figura 12)

Figura 12 - Fluxo Financeiro Estrangeiro - por país



Fonte: Elaborado pelo Autor

Verifica-se que alguns países não apresentam informações para todo o período da amostra. O que pode se observar pelo conjunto de gráficos é que o fluxo financeiro externo (FI Fin Est Total) é uma variável bastante volátil para quase a totalidade dos países. Em geral o conjunto de países apresenta um fluxo instável, oscilando períodos de ingresso (positivos) e de saída (negativos). Destacam-se como países com fluxo positivo na maior parte de todo o período a Coreia do Sul, Filipinas e Israel. Os demais oscilam períodos de entrada e saídas que, como evidenciado, determinaram um fluxo médio negativo ao longo do período.

4.1.2 Nível Firma

Observa-se na Tabela 8 que as principais variáveis de interesse, juros pagos sobre crédito de longo prazo, e sobre dívida total, apresentam, em média, uma significativa diferença entre si. Enquanto os juros pagos representam o equivalente a cerca de 129,6% da dívida de longo prazo, em relação a dívida financeira total (curto mais longo prazo) assume 14,3%. Esse resultado indica que as empresas têm

maior endividamento de curto prazo do que de longo prazo. Os valores mínimo e máximo apresentem significativa amplitude para a variável de longo prazo fator que implica no desvio-padrão elevado. Esse comportamento é confirmado na relação de endividamento de longo prazo em que a média da amostra se situa em torno de 10% e o ponto máximo em 58% do total do ativo. A média de endividamento total situa-se em torno dos 29% do ativo, bem mais expressivo do que a dívida de longo prazo o que indica o uso de endividamento financeiro de curto prazo.

Tabela 4 - Estatística Descritiva - Nível Firma

	Obs.	Média	Desvio		
			Padrão	Min	Max
Juros pagos/ dívida LP	81889	1.296	5.139	0.001	42.348
Juros pagos/ dívida total	101828	0.143	0.390	0.000	3.217
Dívida LP/AT	109978	0.100	0.130	0.000	0.578
Tamanho	112292	8.420	2.803	2.595	15.923
Rentabilidade	108116	0.142	0.158	0.409	0.728
Risco1 (firma)	105390	12231.63	198994.4	0	2.20E+07
Risco2 (firma)	103882	52847.98	599843.6	0	3.89E+07
Endividamento (Total Debt/AT)	105379	0.290	0.279	0.000	1.424
Tangib (PPEgross/AT)	102646	0.686	0.420	0.019	2.065
Tangib (PPEnet/AT)	109391	0.392	0.243	0.002	1.111
Caixa/Ativo	108704	0.160	1.839	0.080	603.455

Fonte: Elaborado pelo Autor

Para o objetivo da investigação também é relevante a análise da rentabilidade e do caixa. A rentabilidade, no conceito Ebitda sobre o total do ativo, apresenta média de cerca de 14% com desvio-padrão próximo de 16%. O estoque de caixa, na média, indica que o conjunto de empresas carrega uma estocagem de caixa e equivalentes no montante de cerca de 16% do total do ativo. Ao observar os gráficos de estocagem de caixa por país (Figura 13) verifica-se que as empresas chinesas mantêm o maior estoque médio de caixa equivalente a cerca de 28% do ativo, na sequência as empresas da Coreia com 17,5% do ativo, Turquia, Malásia e Egito também mantêm o estoque de caixa superior a 15% do ativo e, Brasil e África do Sul

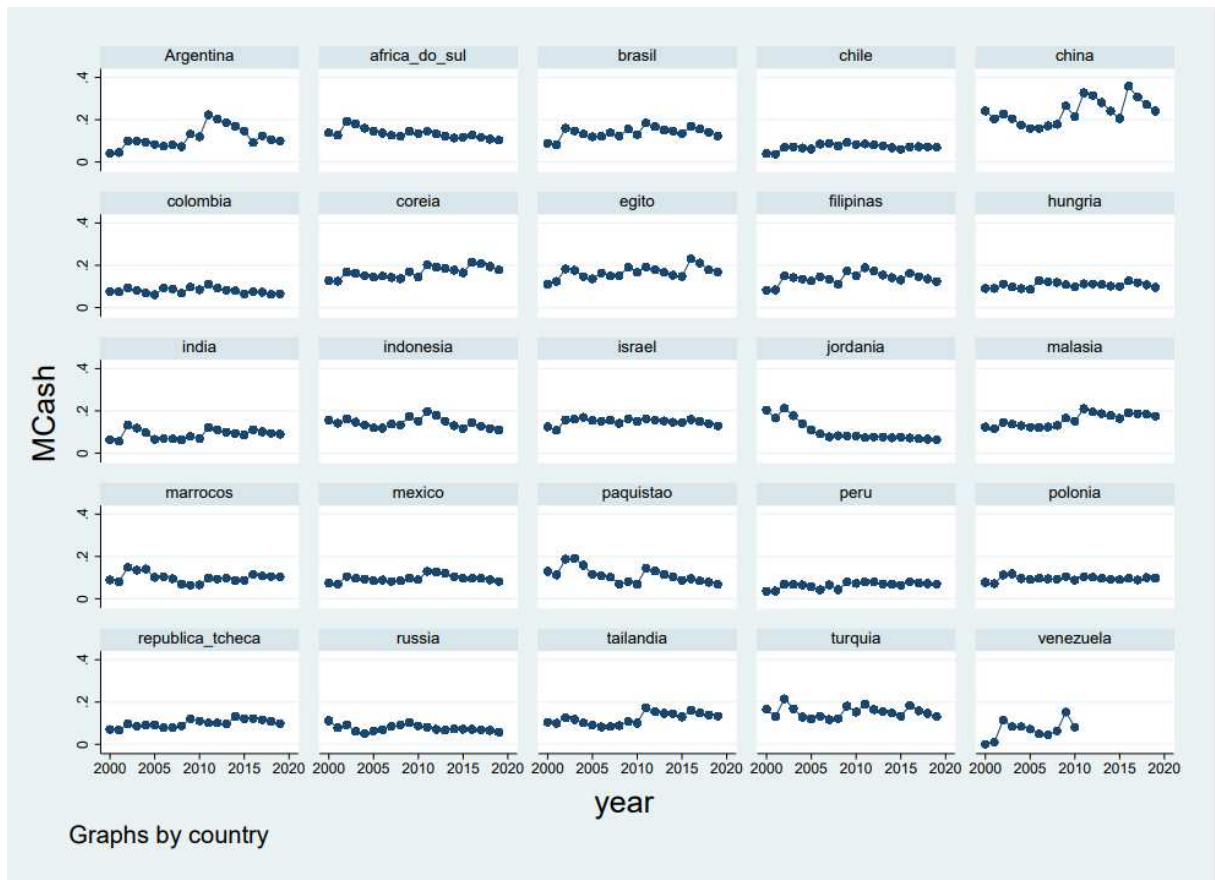
em torno de 13% do ativo. Poucos países apresentam empresas que mantêm estoque de caixa abaixo de 9% do ativo.

Tabela 5 - Tabela 9: Estatística Descritiva por País - Nível Firma

country	Juros pagos/ dívida LP	Juros pagos/ dívida total	Dívida LP/AT	Endividamento (Total Debt/AT)	Tamanho (In ativo)	Rentabilidade (Ebitda/Sales)	Caixa/Ativo
Argentina	1.304	0.296	0.121	0.206	6.557	0.229	0.116
África do Sul	1.332	0.217	0.109	0.254	7.710	0.157	0.135
Brasil	1.149	0.256	0.185	0.353	7.386	0.190	0.137
Chile	0.435	0.095	0.160	0.310	11.695	0.203	0.072
China	1.641	0.103	0.057	0.303	7.780	0.154	0.290
Colombia	0.725	0.298	0.120	0.231	13.464	0.213	0.079
Coreia do Sul	1.011	0.119	0.076	0.263	12.032	0.092	0.175
Egito	1.608	0.190	0.048	0.199	6.424	0.184	0.170
Filipinas	0.418	0.106	0.150	0.318	8.851	0.218	0.141
Hungria	2.007	0.081	0.106	0.215	10.186	0.166	0.105
Índia	1.697	0.187	0.116	0.299	7.812	0.117	0.091
Indonésia	1.847	0.141	0.134	0.337	13.036	0.168	0.143
Israel	0.620	0.082	0.173	0.404	6.254	0.123	0.153
Jordânia	0.502	0.113	0.047	0.162	3.452	0.122	0.083
Malásia	1.100	0.101	0.084	0.236	5.906	0.138	0.158
Marrocos	0.839	0.230	0.079	0.186	7.361	0.232	0.095
México	0.456	0.107	0.200	0.340	9.019	0.187	0.095
Paquistão	1.423	0.168	0.092	0.420	8.708	0.158	0.103
Peru	0.918	0.199	0.121	0.263	6.525	0.215	0.067
Polônia	1.087	0.149	0.091	0.240	5.654	0.099	0.097
República Tcheca	0.161	0.087	0.112	0.209	9.147	0.224	0.097
Rússia	0.936	0.219	0.125	0.282	7.597	0.182	0.077
Tailândia	1.789	0.166	0.097	0.274	8.100	0.141	0.126
Turquia	1.969	0.236	0.108	0.343	5.982	0.135	0.155
Venezuela	0.001	0.000	0.015	0.039	2.595	0.206	0.066
Total	1.296	0.143	0.100	0.290	8.420	0.142	0.160

Fonte: Elaborado pelo Autor

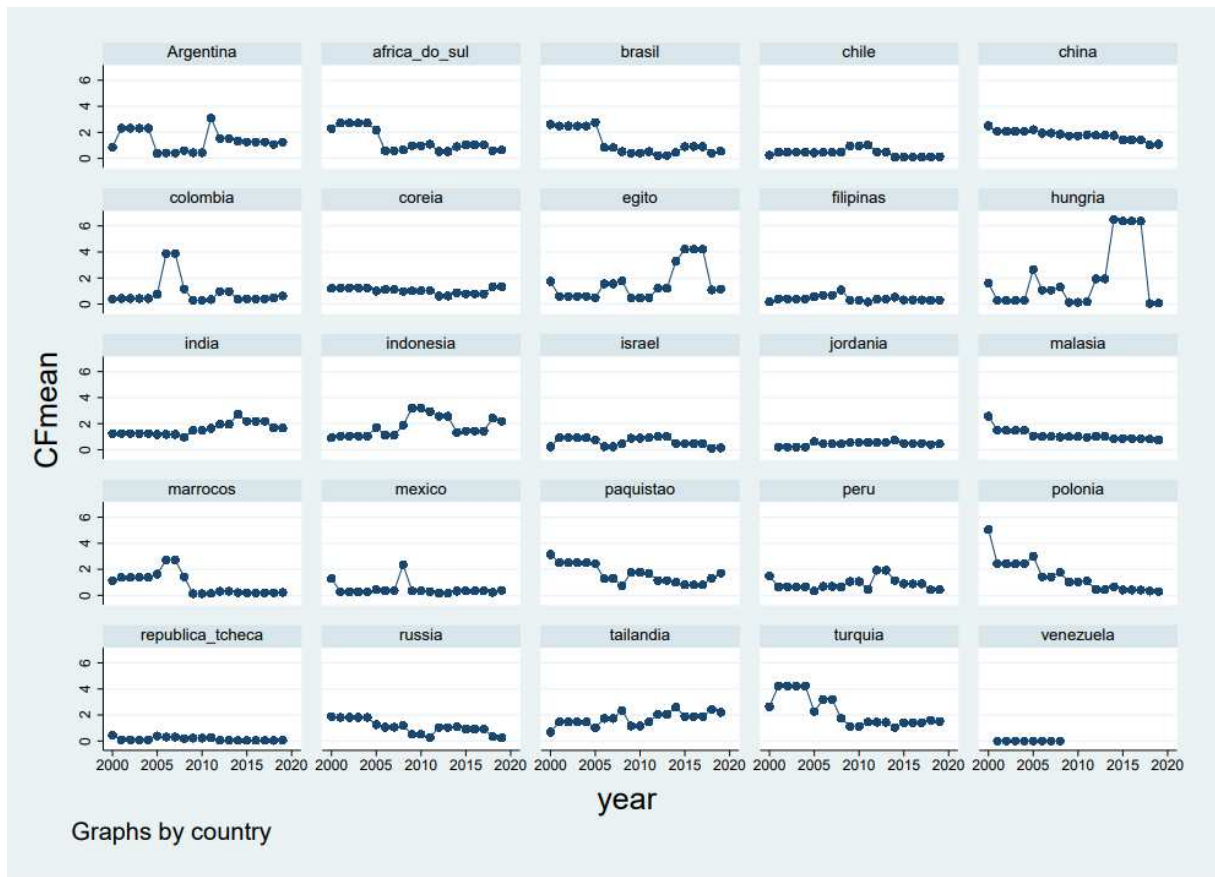
Figura 13 - Estoque de Caixa (médio) - por país



Fonte: Elaborado pelo Autor

Em relação ao custo financeiro das empresas, nos gráficos por país, figuras 14 e 15, observa-se uma redução ao longo do período analisado na relação custo financeiro sobre dívida de longo prazo, exceto em países como Hungria e Egito. É significativa a redução de juros pagos em relação a dívida total na maioria dos países da amostra. Merece registro a estabilidade do percentual de juros pagos em relação a dívida, ao longo de todo o período, de um bom número de países dos quais destacam-se Coréia do Sul, Chile, China, Peru e República Tcheca. Com relação a juros pagos sobre a dívida total percebe-se uma maior harmonia no conjunto da amostra em que a maioria dos países teve um custo mais elevado no início e uma redução ao longo do período. Esses resultados podem ter origem na diferença entre maior e menor estabilidade econômica, entre os países da amostra, o que se reflete também no uso de uma estrutura de endividamento mais permanente e assentada no longo prazo.

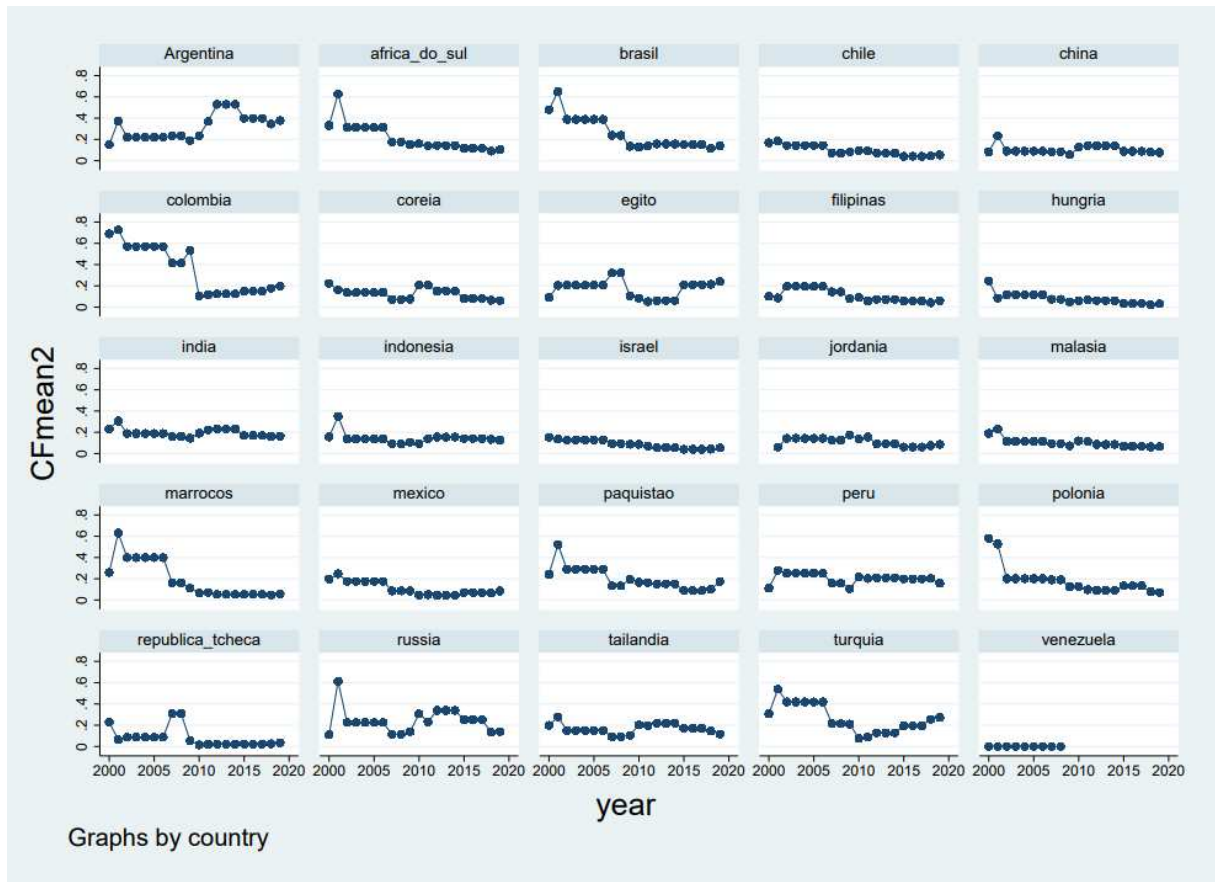
Figura 14 - Juros sobre Dívida de Longo Prazo - por país



Fonte: Elaborado pelo Autor

No endividamento total novamente se diferenciam pela estabilidade a Coréia do Sul, China, Chile, Filipinas, Índia e Israel (ver figura 16). Quase todas as empresas dos países da amostra apresentaram movimento que configura o pico do endividamento na crise financeira global de 2008. No sentido oposto de maiores pagadores de juros, parecem se destacar Brasil, África do Sul, Colômbia, Marrocos e Turquia, que no início do período tem uma relação superior a 50%. Tendo presente que o objetivo da investigação é capturar o impacto do fluxo de investimentos externos na oferta de dívida e seu respectivo custo, fica evidenciado na estatística descritiva que a variável mais adequada para capturar a melhor aproximação de custo financeiro refere-se a variável endividamento total. A variável juros pagos que representa o custo financeiro é produto do somatório da dívida de curto e de longo prazo. Adotando as variáveis endividamento total e total de juros pagos teremos variáveis com características semelhantes. Portanto para evitar repetições e interpretações confusas as regressões reportadas se limitarão ao endividamento total.

Figura 15 - Juros sobre Dívida Total - por país

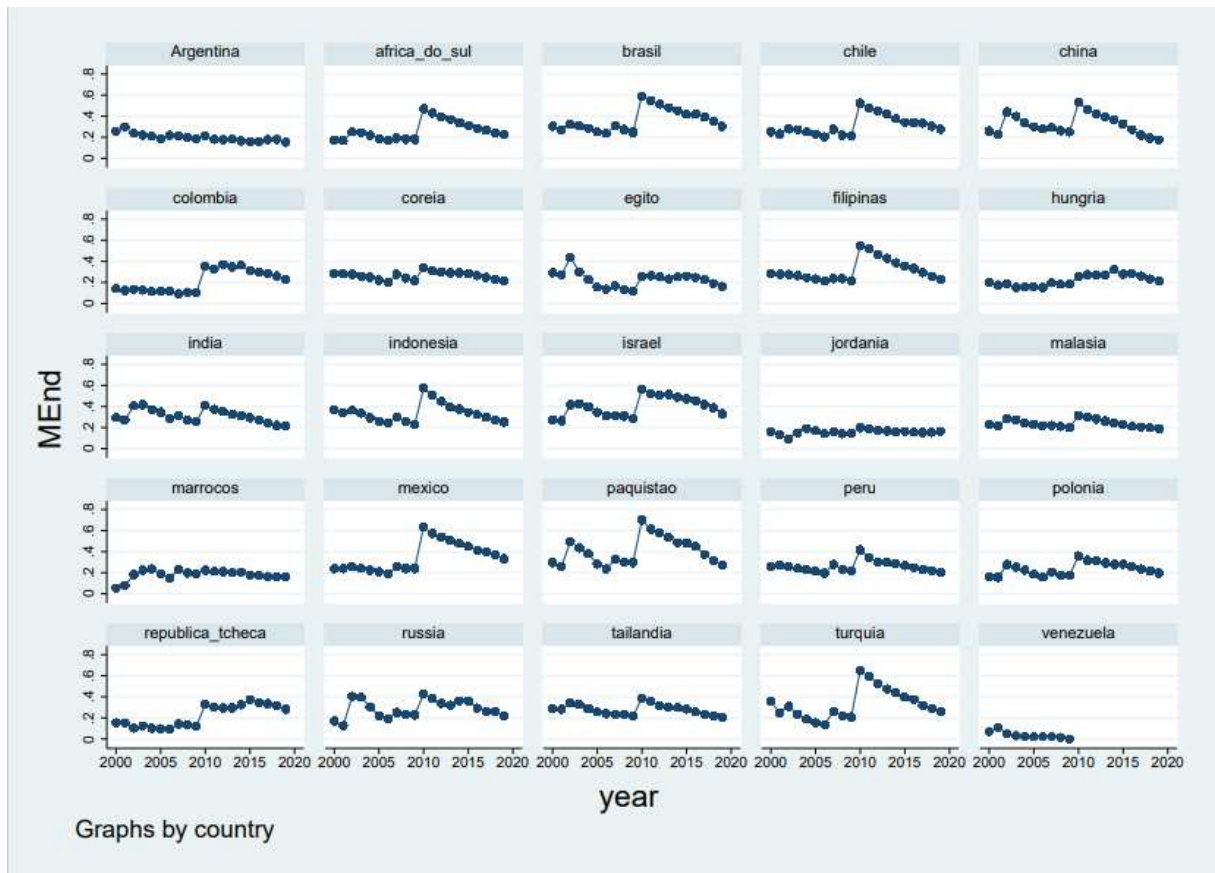


Fonte: Elaborado pelo Autor

4.1.2.1 Restrição Financeira

O primeiro ponto relevante da estatística descritiva é avaliar as proxies - estoque de caixa e tamanho - utilizadas para o critério de separação entre firmas restritas e irrestritas. Enquanto a média da amostra total posiciona-se em 16% do total do ativo, o grupo de empresas restritas mantém nível inferior a 3% do ativo como estoque de caixa. As irrestritas mantêm sua liquidez superior a 27% do ativo total, quase o dobro da média da amostra e cerca de 10 vezes o estoque de caixa das restritas.

Figura 16 - Endividamento Total - por país



Fonte: Elaborado pelo Autor

Pelo critério tamanho a diferença entre os grupos é menor, mesmo assim as irrestritas indicam serem um terço maiores do que as restritas em termos de sua grandeza. Aqui também é oportuno esclarecer o significado do conceito de restrição financeira: a empresa Restrita Financeiramente é aquela que atingiu seu ponto limite de endividamento, ou seja, mesmo que ela tenha oportunidades de investimento de VPL positivo, ela sofre da restrição da incapacidade de expandir sua captação de fundos para execução do investimento necessário. Essa não é uma situação estática. A partir da mudança patrimonial e de rating a empresa pode retomar seu ciclo normal de financiamento e de aproveitamento de oportunidades de negócios com a captação de fundos externos. Portanto esse critério da intersecção entre reserva de caixa e tamanho parece segregar adequadamente uma amostra entre empresas com restrição e sem restrição financeira.

Tabela 6 - Estatística descritiva - Restritas

	Obs.	Média	Desvio Padrão	Min	Max
juros pagos/dívida LP	7620	1.612	5.647	0.001	42.348
juros pagos/dívida total	9326	0.145	0.358	0	3.217
Dívida LP/AT	11045	0.088	0.123	0	0.578
Tamanho (lnAtivo)	11340	6.575	2.370	2.594	13.772
Rentabilidade (EBITDA/Sales)	10622	0.085	0.174	-0.408	0.728
Risco1(firma)	9763	447.082	2780.367	0	79535.88
Risco2(firma)	9190	1980.529	11958.65	0	642497.1
Endividamento (Total Debt/AT)	10532	0.299	0.276	0	1.424
Tangib (PPEgross/AT)	9846	0.745	0.442	0.019	2.065
Tangib (PPEnet/AT)	11042	0.413	0.262	0.002	1.111
Caixa/Ativo	11340	0.029	0.033	-0.080	0.210
Obs.	11340				

Fonte: Elaborado pelo Autor

Embora o nível de endividamento total não seja tão divergente, a rentabilidade é bastante, situando-se em mais de 20% para as irrestritas e em cerca de 8% para as restritas o que indica uma significativa capacidade de pagamento inferior. Pela quantidade de informações reportadas há indicativo de a amostra de empresas irrestritas ser superior as restritas, máximo de 18.498 comparativamente a 11.340 nas restritas.

Tabela 7 - Estatística Descritiva - Irrestritas

	Obs.	Média	Desvio Padrão	Min	Max
juros pagos/dívida LP	10450	1.287	5.291	0.001	42.348
juros pagos/dívida total	15980	0.145	0.373	0	3.217
Dívida LP/AT	10849	0.110	0.143	0	0.578
Tamanho (lnAtivo)	11125	10.278	2.454	2.594	15.923
Rentabilidade (EBITDA/Sales)	11289	0.199	0.166	-0.408	0.728
Risco1(firma)	14857	30597.02	412403.9	0	2.20e+07
Risco2(firma)	15497	106496.2	905689.2	0	3.40e+07
Endividamento (Total Debt/AT)	10197	0.255	0.292	0	1.424
Tangib (PPEgross/AT)	10228	0.631	0.409	0.019	2.065
Tangib (PPEnet/AT)	10715	0.357	0.231	0.002	1.111
Caixa/Ativo	10156	0.275	0.163	0	1.775
Obs.	25298				

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

4.2.1 Nível País

A tabela 12 apresenta a matriz de correlação das variáveis que compõem o modelo a nível país. A maior correlação entre as variáveis é observada entre crédito doméstico privado e crédito doméstico líquido, como era esperado. Portanto essas duas variáveis não devem compor o mesmo modelo. Também, de acordo com o esperado, as variáveis investimento externo direto e de portfólio apresentam uma correlação em torno de 40% com investimento externo total até mesmo porque são parte da variável. Essas são duas variáveis complementares portanto não devem viesar os resultados do modelo, até porque possuem baixa correlação entre elas (-0,12). Risco-país tem correlação positiva com custo do crédito o que é esperado, pois maior risco no ambiente econômico resulta em maior risco de crédito. O câmbio tem uma correlação negativa com crédito, ou seja, mais desvalorização cambial significa mais risco e menos crédito. Porém tem uma correlação positiva com PIB em moeda local, o que não significa maior crescimento, pois pode se tratar apenas de um efeito cambial. Hipótese reforçada pela correlação negativa entre câmbio e PIB em dólar.

Reservas internacionais possuem uma correlação positiva com crédito, mas negativa com fluxo financeiro internacional. Reservas têm uma correlação negativa com custo de crédito, inflação, risco-país e taxa de câmbio, também resultados esperados. O sinal negativo para PIB pode ser em função do custo de carregamento das reservas internacionais em razão do diferencial de taxas. Por fim temos o índice de commodities que apresenta sinal negativo para o volume de crédito, o ingresso para investimento direto líquido, o custo de crédito, PIB, inflação, dívida pública doméstica e risco-país. Para os demais indicadores o sinal é positivo, em especial para PIB (em dólar), Dívida Pública Externa, e Fluxo financeiro internacional. Como esse grupo de países são economias emergentes todos os países se beneficiem da valorização das commodities, com exceção do custo inflacionário. O conjunto de correlações se mostra tanto em sinal como em valores bastante aderente ao esperado.

Tabela 8 - Matriz de Correlação - Nível País

	Cred Dom Priv	Cred Dom Liq	Fl Fin Total	Fl Fin Est Total	Fl Ind Dir	FDI (%GDP)	FDI-Debt (GDP)	FDI-Equity (%GDP)	Fl Inv Port	FPI (%GDP)	FPI-Debt (%GDP)	PFI-Equity (%GDP)	Tx Basica	Custo Cred	PIB Moeda Local	PIB Dólar	Inflação	Div Pub Dom	Div Pub Ext	Risco-País	Câmbio	Reservas	Ind Commod	
Cred Dom Priv	1.000																							
Cred Dom Liq	0.724	1.000																						
Fl Fin Total	-0.054	-0.201	1.000																					
Fl Fin Est Total	0.004	0.011	-0.517	1.000																				
Fl Ind Dir	-0.180	-0.191	0.430	-0.231	1.000																			
FDI (%GDP)	-0.008	0.034	0.310	-0.752	0.406	1.000																		
FDI-Debt (GDP)	0.126	0.092	0.411	-0.474	0.113	0.579	1.000																	
FDI-Equity (%GDP)	-0.052	0.014	0.250	-0.715	0.395	0.947	0.353	1.000																
Fl Inv Port	0.089	0.018	0.462	-0.230	-0.126	-0.078	0.146	-0.162	1.000															
FPI (%GDP)	0.265	0.090	0.479	-0.397	-0.055	0.085	0.257	-0.015	0.848	1.000														
FPI-Debt (%GDP)	0.067	-0.035	0.436	-0.428	-0.002	0.190	0.324	0.094	0.748	0.895	1.000													
PFI-Equity (%GDP)	0.452	0.271	0.265	-0.121	-0.102	-0.145	-0.031	-0.176	0.516	0.584	0.176	1.000												
Tx Basica	0.007	0.091	0.132	-0.186	-0.001	0.053	0.073	0.018	0.152	0.166	0.171	0.013	1.000											
Custo Cred	-0.224	0.036	0.154	0.030	0.250	-0.035	-0.033	-0.028	-0.024	-0.140	-0.169	-0.001	0.190	1.000										
PIB Moeda Local	-0.235	-0.236	0.093	-0.011	0.000	0.057	0.028	0.053	0.016	0.027	0.087	-0.092	-0.080	-0.222	1.000									
PIB Dólar	-0.106	0.016	-0.044	0.060	-0.214	-0.220	-0.024	-0.240	0.098	-0.027	-0.030	-0.009	0.077	0.311	0.218	1.000								
Inflação	-0.208	-0.262	0.013	0.075	-0.012	-0.048	0.053	-0.051	-0.128	-0.223	-0.170	-0.194	0.073	0.295	0.086	0.267	1.000							
Div Pub Dom	0.219	0.574	-0.045	0.016	-0.133	0.025	0.017	0.043	0.091	0.021	-0.045	0.154	0.011	0.333	-0.276	-0.021	-0.169	1.000						
Div Pub Ext	-0.493	-0.372	0.007	0.105	0.073	0.094	-0.022	0.131	-0.076	-0.177	-0.077	-0.224	-0.162	-0.030	-0.018	-0.511	-0.059	0.197	1.000					
Risco-País	-0.319	-0.219	-0.127	0.285	0.051	-0.160	-0.171	-0.126	-0.165	-0.285	-0.262	-0.149	0.010	0.476	-0.075	0.071	0.441	0.007	0.271	1.000				
Câmbio	-0.198	-0.245	0.111	-0.034	0.081	0.142	0.037	0.145	-0.021	0.038	0.099	-0.089	-0.110	-0.343	0.929	-0.159	-0.015	-0.271	0.176	-0.103	1.000			
Reservas	0.194	0.380	-0.336	0.010	-0.230	0.052	0.009	0.044	-0.017	-0.007	0.044	-0.090	-0.038	-0.329	-0.289	-0.193	-0.261	0.038	-0.016	-0.340	-0.219	1.000		
Ind Commod	-0.064	-0.132	0.146	-0.252	-0.130	0.051	0.052	0.056	0.250	0.312	0.294	0.159	0.065	-0.041	-0.118	0.043	-0.092	-0.060	0.013	-0.204	-0.136	0.070	1.000	

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.2.2 Nível Firma

A tabela 13 apresenta a matriz de correlação das variáveis que compõem o modelo a nível de firma dos países que compõem a amostra. O maior coeficiente de correlação ocorre entre as variáveis Fluxo Internacional de Portfólio de Dívida e de Equity em relação ao Fluxo internacional Total. Pelas suas características era esperado um elevado nível de correlação. Portanto essas duas variáveis não devem compor o mesmo modelo.

As principais variáveis de interesse Endividamento, Fluxo financeiro Total, Fluxo de Investimento Direto e Fluxo de Investimento de Portfólio apresentam uma correlação positiva com coeficientes inferiores a 11% de correlação. Na correlação com a variável endividamento de longo prazo o comportamento é semelhante apenas que a grandeza do coeficiente máximo se eleva para 14%, o que evidencia o acerto de reportar apenas uma variável. Uma relação positiva entre essas variáveis era esperada pois o ingresso de capital estrangeiro impacta positivamente a oferta de crédito doméstico.

Em relação a variável juros pagos sobre dívida total o sinal da relação é positiva para o Fluxo Financeiro Total. Na segmentação continua positivo para Fluxo de Investimento Direto. No caso do Fluxo de Investimento de Portfólio a sinalização é negativa como obtido na relação anterior. Quando considerado em conjunto o endividamento financeiro de curto e longo prazo se capta uma sinalização de correlação que reduza o pagamento de juros pelo Fluxo de Financiamento Externo Total.

Tabela 9 - Matriz de Correlação - Nível Firma

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)
juros pagos/dívida LP (1)	1																								
juros pagos/dívida total (2)	0.175	1																							
Dívida LP/AT (3)	-0.215	-0.085	1																						
Tamanho (4)	-0.019	-0.065	0.230	1																					
Rentabilidade (5)	-0.092	-0.010	0.313	0.183	1																				
Risco1 (firma) (6)	-0.013	-0.016	0.015	0.233	0.075	1																			
Endividamento (7)	-0.066	-0.248	0.454	0.176	0.117	0.055	1																		
Tangibilidade (8)	-0.084	-0.049	0.169	0.092	0.247	0.037	0.061	1																	
Fl Fin Total (9)	-0.020	0.036	0.130	0.300	0.099	0.046	0.101	0.056	1																
Fl Inv Dir (10)	0.012	0.060	0.142	0.185	0.089	0.021	0.034	0.089	0.525	1															
Fl Inv Port (11)	-0.016	-0.013	0.012	0.070	-0.002	0.023	0.082	-0.056	0.489	-0.130	1														
FDI - Debt(%GDP) (12)	-0.057	-0.009	0.094	0.104	0.046	-0.026	0.059	0.019	0.332	0.206	0.014	1													
FDI - Equity(%GDP) (13)	0.008	-0.024	0.017	-0.030	0.013	-0.011	-0.010	0.071	0.068	0.419	-0.184	0.245	1												
FPI - Debt(%GDP) (14)	-0.036	-0.045	0.005	0.059	-0.004	0.025	0.109	-0.027	0.314	-0.136	0.764	0.102	0.033	1											
FPI - Equity(%GDP) (15)	0.002	0.010	-0.026	0.036	-0.028	-0.025	-0.015	-0.074	0.432	-0.012	0.657	0.021	-0.105	0.331	1										
Tx Basica (16)	-0.052	-0.015	0.036	-0.092	0.010	-0.013	0.018	-0.019	-0.027	0.008	0.048	-0.003	0.038	0.095	-0.029	1									
PIB - Moeda Local (17)	0.031	-0.026	0.087	0.741	0.014	0.219	0.149	0.034	0.237	0.107	0.066	0.031	-0.081	0.051	-0.041	-0.103	1								
PIB - US\$ (18)	-0.017	0.009	0.151	0.295	0.042	0.077	0.146	-0.049	0.179	-0.048	0.108	0.044	-0.260	0.032	-0.080	-0.007	0.507	1							
Inflacao (19)	0.002	0.075	0.097	0.139	0.083	0.017	0.017	0.063	0.132	0.131	-0.177	0.115	-0.078	-0.259	-0.168	-0.034	0.204	0.384	1						
Div Pub Dom (20)	0.002	-0.004	-0.085	-0.393	-0.077	-0.105	-0.092	-0.185	-0.211	-0.286	0.068	-0.061	-0.062	-0.002	0.136	0.082	-0.509	-0.097	-0.191	1					
Div Pub Ext (21)	0.017	0.034	0.116	0.084	0.154	-0.013	0.001	0.137	0.188	0.211	-0.008	-0.027	0.008	-0.080	-0.123	-0.035	-0.018	-0.262	0.067	0.001	1				
Risco-Pais (22)	0.025	0.105	0.127	0.025	0.105	-0.003	-0.002	0.054	0.048	0.150	-0.159	-0.043	-0.074	-0.210	-0.193	0.073	0.018	0.170	0.494	0.091	0.377	1			
Cambio (23)	0.041	-0.032	0.047	0.736	0.001	0.221	0.119	0.055	0.207	0.137	0.038	0.019	-0.004	0.047	-0.019	-0.114	0.957	0.235	0.101	-0.541	0.068	-0.037	1		
Reservas (24)	-0.025	-0.112	-0.177	-0.446	-0.115	-0.073	-0.071	-0.037	-0.566	-0.391	-0.047	-0.160	0.187	0.096	-0.093	0.072	-0.442	-0.401	-0.384	0.223	-0.239	-0.358	-0.364	1	
Ind Commod (25)	-0.006	-0.000	-0.076	-0.149	0.032	-0.002	0.043	0.008	0.081	-0.149	0.307	-0.018	0.053	0.373	0.239	0.035	-0.179	-0.057	-0.109	-0.034	-0.051	-0.288	-0.182	0.151	1

Fonte: Elaborado pelo Autor

4.3 RESULTADO DAS REGRESSÕES

4.3.1 Hipótese H1

A principal variável explicativa de interesse, o Fluxo Financeiro Internacional Total (FI Fin Total), conforme reportado na Tabela 14, colunas 1 e 2, apresentou coeficiente positivo para os dois conceitos de crédito adotados no estudo, Crédito Doméstico Privado (Cred Dom Priv) e Crédito Doméstico Líquido (Cred Dom Liq), porém significativo estatisticamente apenas para o primeiro. Essa relação está em linha com o esperado na hipótese H1 de uma relação positiva entre o fluxo de capitais internacional e o volume de crédito destinado ao setor privado do conjunto de países que compõe a amostra.

Quando se desmembra o fluxo nos seus principais componentes, Investimento Direto (FI Inv Dir) e Investimento em Portfólio (FI Inv Port), colunas 3 e 4, constata-se também coeficientes positivos para ambas as especificações, porém significância estatística apenas para o modelo com Crédito Doméstico Privado como variável dependente, em consonância com os resultados das duas primeiras colunas. Por último, nas colunas 5 e 6, FI Inv Dir e FI Inv Port são divididos de acordo com sua destinação para dívida (FDI-Debt ou FPI-Debt) ou equity (FDI-Equity ou FPI-Equity). Verifica-se que apenas a conta de investimento estrangeiro direto para dívida (FDI-Debt) é consistente estatisticamente para ambas as especificações, que é o resultado esperado. Os três resultados estão em conformidade com a expectativa da Hipótese H1.

Chama atenção o fato do ingresso de Investimento Estrangeiro em Portfólio apresentar relação positiva e significativa com o volume de crédito doméstico privado, e que a parte significativa desse capital seja a conta destinada ao equity. Ou seja, o ingresso de recursos para investimento em carteira de ações possui relação positiva com o volume de crédito doméstico privado. Uma possível explicação seria um ajuste na estrutura de capital de empresas de capital aberto, que conseguem aproveitar o ingresso de recursos para se financiar através do capital próprio, conforme sugerido pelos estudos de Loncan (2012); Calomiris, Larrain e Schmukler (2019); Kalemli-Özcan e Kwak (2020), liberando recursos para que outras empresas possam se financiar através do crédito no ambiente doméstico.

Tabela 10 - Resultados Regressões - H1

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Cred Dom Priv	Cred Dom Liq	Cred Dom Priv	Cred Dom Liq	Cred Dom Priv	Cred Dom Liq
Fl Fin TotalLiq	0.501*** (0.15)	0.279 (0.20)				
Tx Bas Juro	0.686* (0.35)	0.519 (0.47)	0.617 (0.39)	0.555 (0.44)	-3.374*** (1.23)	0.447 (0.41)
PIB em Dolar	21.484*** (1.68)	13.565*** (2.08)	22.224*** (1.70)	16.191 (1.87)	-16.333*** (2.42)	16.633*** (1.77)
Inflacao	0.249* (0.14)	0.178 (0.17)	-0.021 (0.11)	-0.016 (0.13)	-0.931*** (0.29)	0.026 (0.12)
Div Pub Dom	-0.246** (0.11)	0.203 (0.14)	-0.378*** (0.11)	-0.004 (0.12)	0.572*** (0.13)	-0.076 (0.11)
Div Pub Ext	0.981*** (0.24)	0.294 (0.31)	0.965*** (0.25)	0.540* (0.28)	-4.989*** (0.49)	0.705*** (0.25)
Ind Commod	-0.038*** (0.01)	-0.058*** (0.01)	-0.038*** (0.01)	-0.053*** (0.01)	-0.049 (0.03)	-0.050*** (0.01)
Risco Pais	0.002 (0.00)	0.005*** (0.00)	0.002 (0.00)	0.005*** (0.00)	0.010*** (0.00)	0.006*** (0.00)
Cambio	5.757*** (2.08)	1.388 (1.49)	5.744*** (1.85)	2.335 (1.58)	-1.262* (0.76)	3.909** (1.88)
crise2008	-2.414 (2.24)	-3.331 (2.95)	-1.581 (2.37)	-4.363 (2.67)	0.880 (8.00)	-5.169** (2.53)
Fl Dir Inv Líq			0.698* (0.41)	0.387 (0.46)		
Fl Port Inv Líq			0.476* (0.27)	-0.190 (0.30)		
FDI - Debt (%GDP)					4.845*** (1.68)	1.196** (0.58)
FDI - Equity (%GDP)					-0.501 (0.61)	0.076 (0.21)
FPI - Debt (%GDP)					-0.463 (1.16)	-0.119 (0.39)
FPI - Equity (%GDP)					11.783*** (2.24)	-0.626 (0.80)
Constant	-232.203*** (23.77)	-110.940*** (26.89)	-236.792*** (24.27)	-143.787*** (25.83)	299.247*** (32.80)	-155.115*** (24.60)
R2 Ajustado						
Numero de obs.	203	203	223	223	223	223
F						
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

Dívida pública doméstica (Div Pub Dom) apresenta significância estatística com sinal negativo, nas colunas 1 e 3. Pode ser um indicativo de que há uma disputa pelo capital disponível entre o crédito para o setor privado e o financiamento da dívida pública. Enquanto a dívida pública externa (Div Pub Ext) apresenta uma relação positiva com o crédito, colunas 1, 3 e 4. Mantendo a linha de raciocínio, poderia ser interpretado como o financiamento público externo permite maior expansão do crédito doméstico pois a concorrência interna seria menor.

A Inflação, a Taxa Básica de Juros (Tx Basica) e o Risco-país apresentam sinal positivo, contrário ao esperado, pois menor inflação, juros e risco-país são, em

geral, associadas positivamente a qualidade do ambiente econômico, o que indicaria maior probabilidade de expansão de crédito, e de melhor qualidade. A variável Câmbio apresenta uma relação positiva com crédito, nas colunas 1 e 3, podendo significar menor apetite por financiamento externo (pois o torna mais caro) forçando uma busca por crédito doméstico. Por outro lado, pode estimular o investidor internacional, pois a conversão o favorece. O coeficiente negativo do índice de commodities (Ind Commod) surpreende, pois, em geral, economias emergentes tendem a se beneficiar da valorização do preço das commodities, o que geraria um fluxo financeiro externo maior e melhoraria a situação econômica, estimulando o crédito. Contudo, a melhora no índice também poderia refletir em maior geração de caixa por parte significativa de empresas, reduzindo a necessidade e demanda delas por crédito.

A Crise Financeira Global de 2008 atingiu, em maior ou menor intensidade, as mais diversas economias do mundo. Apesar de ter sido oriunda de financiamentos habitacionais nos EUA, os instrumentos financeiros derivados dessas operações estavam espalhados por instituições de todo mundo. A crise acabou gerando muita incerteza sobre o futuro, associada a uma necessidade de honrar com compromissos por parte das instituições financeiras e investidores. Por isso, países em desenvolvimentos observam uma saída muito grande de recursos (flight-to-quality) que, associada ao ambiente de incerteza, impacta negativamente a oferta de crédito. A dummy que identifica a crise (crise2008) apresentou coeficiente negativo em 5 das 6 especificações, apesar de só ter significância estatística na coluna 6.

Em estudo sobre o impacto do custo do capital através da capitalização pela emissão de ações em mercados emergentes, Calomiris, Larrain e Schukler (2019) inferem que na medida em que as entradas de caixa reduzem o custo do financiamento para grandes emissores, cria uma vantagem competitiva para essas empresas. Ao mesmo tempo, é possível que grandes emissores possam compartilhar alguns dos benefícios de seu acesso a investidores internacionais com outras empresas. Sugerem que outras empresas poderiam se beneficiar indiretamente do crédito comercial mais abundante ou do aumento da demanda para seus produtos e serviços. Além disso, se as emissões de ações reduzirem as demandas dos emissores por dívida nos bancos locais, poderia tornar mais fácil para os não emissores fazerem empréstimos localmente. Complementarmente, as empresas financeiras poderiam usar seus novos recursos de emissão de ações para

apoiar empréstimos maiores a empresas locais. Estas duas influências poderiam ser particularmente benéficas para as pequenas e médias empresas.

Os resultados da presente investigação estão alinhados com os desses estudos internacionais. No mesmo estudo, Calomiris, Larrain e Schmukler (2019) reportaram que as entradas estrangeiras estão fortemente correlacionadas com a emissão de ações no nível do país. Segundo os autores, a relação reflete o comportamento de grandes emissores emitindo em mercados acionários domésticos e de empresas que emitem em mercados internacionais. Essas empresas maiores, mais líquidas e altamente valorizadas são as mais propensas a levantar capital quando seu país recebe entradas de capital. No presente estudo, que trata de crédito, verificou-se que o fluxo financeiro internacional apresentou uma correlação positiva com o crédito doméstico, semelhante ao estudo em destaque para emissão de ações. Por outro lado, verificou-se que no período em investigação e para os países da amostra o fluxo de investimento direto não teve grande impacto para alavancar a dívida pública doméstica.

4.3.1.1 H1 - Análise complementar

Em virtude dos resultados obtidos na regressão principal para a hipótese H1, optou-se por realizar uma análise complementar. Seguindo a ideia de que dívida pública e crédito privado, em mercados com fricções financeiras, concorrem pelo mesmo capital para se financiar, alterou-se o modelo adotando como variável dependente a dívida pública doméstica, e o volume de crédito privado passa a ser uma das variáveis independentes explicativas do modelo.

De acordo com os resultados reportados na tabela 15, colunas 1 e 2, não foi obtida significância estatística para o total de ingresso de recursos externos em relação a dívida pública doméstica. Mas quando realizada a abertura para as duas principais contas o investimento estrangeiro direto apresenta significância estatística para uma relação negativa com dívida pública doméstica. Portanto para o conjunto da amostra o investimento estrangeiro direto estaria relacionado negativamente ao aumento da dívida pública doméstica.

Tabela 11 - Resultados Regressões - H1 Alternativo

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Div Pub Dom	Div Pub Dom	Div Pub Dom	Div Pub Dom	Div Pub Dom	Div Pub Dom
Fl Fin TotalLiq	0.007 (0.10)	-0.042 (0.10)				
Cred Dom Priv	-0.083* (0.04)		-0.171*** (0.04)		0.086*** (0.03)	
Tx Bas Juro	0.090 (0.23)	0.011 (0.24)	0.021 (0.25)	-0.101 (0.26)	0.213 (0.43)	-0.003 (0.26)
PIB em Dolar	8.129*** (1.28)	5.811*** (1.16)	7.548*** (1.38)	3.644*** (1.26)	2.661** (1.14)	5.389*** (1.29)
Inflacao	-0.103 (0.09)	-0.135 (0.09)	0.024 (0.07)	0.012 (0.07)	-0.034 (0.11)	0.049 (0.07)
Div Pub Ext	1.001*** (0.14)	0.919*** (0.14)	0.834*** (0.15)	0.705*** (0.16)	1.108*** (0.21)	0.780*** (0.16)
Ind Commod	-0.015** (0.01)	-0.013* (0.01)	-0.013* (0.01)	-0.007 (0.01)	-0.015 (0.01)	-0.010 (0.01)
Risco Pais	-0.001 (0.00)	-0.002* (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.002 (0.00)	-0.004*** (0.00)	-0.001 (0.00)
Cambio	0.190 (1.24)	-1.187 (0.90)	-0.411 (1.31)	-1.627* (0.93)	-1.607*** (0.40)	-1.579 (1.22)
crise2008	-4.076*** (1.39)	-3.975*** (1.47)	-3.811*** (1.45)	-3.789** (1.57)	-3.386 (2.69)	-3.238** (1.61)
Cred Dom Liq		0.028 (0.04)		-0.002 (0.04)		-0.033 (0.04)
Fl Dir Inv Líq			-0.634** (0.25)	-0.825*** (0.27)		
Fl Port Inv Líq			-0.000 (0.17)	-0.076 (0.18)		
FDI - Debt (%GDP)					-0.437 (0.60)	-0.630* (0.37)
FDI - Equity (%GDP)					0.232 (0.22)	0.097 (0.13)
FPI - Debt (%GDP)					-0.169 (0.41)	-0.005 (0.25)
FPI - Equity (%GDP)					1.393* (0.83)	0.959* (0.50)
Constant	-75.444*** (16.83)	-46.883*** (14.69)	-60.570*** (18.67)	-15.801 (16.30)	-10.085 (15.97)	-38.415** (16.91)
R2 Ajustado						
Numero de obs.	203	203	223	223	223	223
F						
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

Observa-se uma relação inversa entre crédito doméstico privado e dívida pública, indício de que a dívida pública estaria tomando recursos do crédito doméstico privado numa operação denominada na economia como *crowding-out*. A dívida pública externa também tem relação positiva com o financiamento da dívida pública doméstica podendo ser um indício da complementariedade na busca de financiamento interno e externo. Neste caso a crise financeira de 2008 apresenta

sinal negativo para dívida pública, fato determinado pela necessidade de prover liquidez para o sistema financeiro e para financiar a saída de recursos dos países emergentes em busca de segurança nos mercados desenvolvidos, identificado pelo termo *fly-to-quality*, característico em momentos de maior stress no mercado financeiro mundial. (BERNANKE; GERTLER; GILCHRIST, 1996)

Os resultados das equações reportados suportam a Hipóteses H1 que o fluxo de capital estrangeiro contribui para a expansão do crédito. Estudos anteriores confirmaram que o fluxo de capitais internacionais contribuía para a viabilização de operações de equity. A contribuição singular do presente estudo é confirmar que o fluxo internacional de capitais contribui para a expansão da oferta do crédito. Também realizou a contribuição de confirmar que a dívida pública doméstica disputa o fluxo de capital com o financiamento das operações de crédito evidenciando uma situação denominada como *crowding-out*. Esses resultados estão em linha com as teorias sobre as vantagens do fluxo financeiro internacional, e de outros estudos que abordam o mesmo tema sob outras óticas.

4.3.2 Hipótese H2

4.3.2.1 Nível País

A hipótese H2 buscou averiguar a existência de uma relação negativa entre o volume de ingresso de capitais e o custo do crédito para as empresas em economias emergentes. O objetivo foi captar a sensibilidade da taxa média contratada nas operações de crédito ao setor privado (Custo Cred) ao fluxo financeiro internacional. Teorias e estudos empíricos afirmam que o ingresso de recursos externos melhora o financiamento e o custo do crédito doméstico. (KALEMLI-ÖZCAN; KWAK, 2020)

Os resultados das regressões reportados na tabela 16 cuja apresentação segue a mesma forma das tabelas 14 e 15, em que as colunas 1 e 2 tem como principal variável de interesse o FI Fin Total, as colunas 3 e 4 a divisão entre FI Inv Dir e FI Inv Port, e, as colunas 5 e 6 a divisão de acordo com sua destinação para dívida (FDI-Debt ou FPI-Debt) ou equity (FDI-Equity ou FPI-Equity). A diferença das colunas pares para as ímpares é que, nas primeiras, utiliza-se o Cred Dom Liq, e nas últimas o Cred Dom Priv, como variável independente. Em suma os coeficientes

encontrados para as principais variáveis de interesse em cada regressão apresentaram sinais contrários aos esperados. Apesar de só serem estatisticamente significativos nas colunas 1 e 5, os coeficientes positivos estão no sentido oposto a relação negativa professada pelas principais teorias que professam os benefícios dos capitais externos.

Tabela 12 - Resultados Regressões - H2 Nível País

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Cus Cred	Cus Cred	Cus Cred	Cus Cred	Cus Cred	Cus Cred
Fl Fin Total Líq	0.130** (0.06)	0.097 (0.06)				
Tx Bas Juro	0.182 (0.14)	0.111 (0.15)	0.226 (0.14)	0.157 (0.15)	0.220 (0.15)	0.146 (0.15)
Inflacao	-0.012 (0.11)	-0.029 (0.11)	0.033 (0.10)	0.010 (0.10)	0.007 (0.10)	-0.015 (0.11)
Div Pub Dom	0.028 (0.05)	0.058 (0.05)	0.007 (0.05)	0.029 (0.05)	0.014 (0.05)	0.042 (0.05)
Div Pub Ext	-0.201 (0.12)	-0.269** (0.13)	-0.188 (0.12)	-0.233* (0.12)	-0.182 (0.12)	-0.232* (0.12)
Ind Commod	0.003 (0.00)	0.006 (0.00)	0.004 (0.00)	0.005 (0.00)	0.004 (0.00)	0.006 (0.00)
Risco Pais	0.011*** (0.00)	0.011*** (0.00)	0.010*** (0.00)	0.010*** (0.00)	0.010*** (0.00)	0.010*** (0.00)
Cambio	0.358 (1.12)	-0.538 (1.06)	0.228 (1.10)	-0.541 (1.06)	0.635 (1.15)	-0.410 (1.08)
Cred Dom Priv	-0.078** (0.03)		-0.072** (0.03)		-0.086*** (0.03)	
crise2008	1.814* (0.97)	2.118** (1.00)	1.380 (0.97)	1.582 (0.99)	1.366 (0.99)	1.581 (1.03)
PIB em Dolar	-3.103*** (0.97)	-4.747*** (0.85)	-3.027*** (0.95)	-4.520*** (0.84)	-3.029*** (0.95)	-4.606*** (0.84)
Cred Dom Liq		0.001 (0.03)		0.002 (0.03)		-0.005 (0.03)
Fl Dir Inv Líq			0.007 (0.15)	-0.039 (0.15)		
Fl Port Inv Líq			0.045 (0.10)	0.027 (0.10)		
FDI - Debt (%GDP)					0.345* (0.21)	0.242 (0.21)
FDI - Equity (%GDP)					0.005 (0.07)	0.002 (0.07)
FPI - Debt (%GDP)					0.002 (0.14)	0.010 (0.14)
FPI - Equity (%GDP)					0.193 (0.27)	0.087 (0.28)
Constant	52.461*** (13.48)	71.208*** (11.96)	52.231*** (13.38)	69.218*** (12.02)	50.943*** (13.57)	69.616*** (12.00)
R2 Ajustado						
Numero de obs.	177	177	183	183	183	183
F	14.80	13.66	12.94	12.06	11.62	10.55
Prob>F						

Fonte: Elaborado pelo Autor

O resultado vai ao encontro de teorias e estudos que defendem a ideia de que o fluxo internacional é especulativo, sendo direcionado para buscar a maior remuneração (KRUGMAN, 2000; AGUIAR; GOPINATH, 2005; BAKER; FOLEY; WURGLER, 2008). A relação esperada, e observada, com o PIB e o crédito doméstico privado é negativa, uma vez que PIB maior e maior oferta de crédito, em geral, são observadas em momentos de melhora no ambiente econômico, o que representa menos risco, e, conseqüentemente, menor custo de crédito. Seguindo o mesmo raciocínio, Risco-país apresenta uma relação positiva com o Custo do Crédito (maior risco, maior incerteza, maior Custo do Crédito, e vice-versa). Esse primeiro achado é muito relevante para o grande debate entre vantagens e desvantagens do fluxo financeiro internacional e da própria globalização financeira.

Seguindo a linha de raciocínio de Calomiris, Larrain e Schmukler (2019), poder-se-ia conjecturar que a relação positiva entre ingresso de capital internacional e o custo do crédito nas operações de empréstimo poderia ser justificada pelas grandes empresas se aproveitando para captação de capital próprio (equity) liberando maior volume de recursos para operações de crédito no mercado doméstico. Contudo, esse crédito, que estava alocado nos grandes, passará para empresas de menor tamanho, que, em geral, pagam taxas de juros maiores se comparadas a dos grandes players, o que poderia justificar a associação positiva, apesar de fraca estatisticamente, entre ingresso de capital e custo do crédito. Os resultados observados não sustentam, portanto, a hipótese H2, em nível país.

4.3.2.2 Nível Firma

O custo financeiro é uma das variáveis mais importantes para testar a viabilidade dos negócios, ao compor o custo médio ponderado de capital quando do cálculo da viabilidade de investimentos e mesmo do valor da firma. Nesse sentido foi criada a proxy para custo financeiro através da relação despesas de juros pagos dividido pelo pela dívida financeira total (Juros / Dívida Financeira). Os resultados reportados na Tabela 17 seguem o mesmo padrão da Tabela 16.

Tabela 13 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total
Fl Fin Total Líq	-0.001* (0.00)	-0.001* (0.00)				
Rentabilidade	0.087*** (0.02)	0.087*** (0.02)	0.092*** (0.02)	0.094*** (0.02)	0.095*** (0.02)	0.096*** (0.02)
Endividamento	-0.322*** (0.01)	-0.322*** (0.01)	-0.323*** (0.01)	-0.324*** (0.01)	-0.330*** (0.01)	-0.331*** (0.01)
Tangib	-0.071*** (0.01)	-0.071*** (0.01)	-0.053*** (0.01)	-0.053*** (0.01)	-0.056*** (0.01)	-0.056*** (0.01)
Risco1 (Firma)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)
Tamanho	-0.101*** (0.00)	-0.101*** (0.00)	-0.086*** (0.00)	-0.087*** (0.00)	-0.089*** (0.00)	-0.092*** (0.00)
Tx Basica	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)
Risco Pais	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)
Cred Dom Priv	-0.000 (0.00)		-0.001*** (0.00)		-0.001*** (0.00)	
Cred Dom Liq		-0.000 (0.00)		-0.001*** (0.00)		-0.000* (0.00)
Fl Dir Inv Líq			0.005*** (0.00)	0.005*** (0.00)		
Fl Port Inv Líq			0.001* (0.00)	0.001 (0.00)		
FDI - Debt (%GDP)					0.008*** (0.00)	0.007*** (0.00)
FDI - Equity (%GDP)					0.004*** (0.00)	0.003*** (0.00)
FPI - Debt (%GDP)					0.002** (0.00)	0.002** (0.00)
FPI - Equity (%GDP)					-0.002 (0.00)	-0.003 (0.00)
Constant	1.128*** (0.04)	1.131*** (0.04)	1.008*** (0.03)	1.023*** (0.03)	1.035*** (0.03)	1.047*** (0.03)
R2 Ajustado	-0.1305	-0.1305	-0.1136	-0.1136	-0.1134	-0.1135
Numero de obs.	34778	34778	37437	37437	36974	36974
F	206.55	206.53	219.29	219.18	182.79	182.46
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

O resultado da principal variável de interesse, Fl Fin Total, para explicar o custo financeiro, representado pela relação percentual da conta juros pagos em relação a dívida total, apresentou coeficiente com sinal negativo. Como esperado,

esse resultado sinaliza para uma relação negativa entre Fluxo e Custo, ou seja, um aumento no Fluxo Financeiro Total indica uma perspectiva de redução de custo financeiro. Como não foram localizados estudos que evidenciassem uma correlação entre fluxo de investimentos externos e custo financeiro ao nível das empresas da amostra, este achado se constitui em contribuição singular para o conhecimento dos impactos do fluxo de capitais em relação as empresas de países. Ao contrário do resultado encontrado para o nível país, esse resultado vai ao encontro da especulação feita em estudo sobre o impacto do investimento externo no custo do capital das firmas através da capitalização pela emissão de ações em mercados emergentes.

Calomiris, Larrain e Schmukler (2019) inferem que na medida em que as entradas de caixa reduzem o custo do financiamento para grandes emissores, cria uma vantagem competitiva para essas empresas. Ao mesmo tempo, é possível que grandes emissores possam compartilhar alguns dos benefícios de seu acesso a investidores internacionais com outras empresas. Sugerem que outras empresas poderiam se beneficiar indiretamente do crédito comercial mais abundante ou do aumento da demanda para seus produtos e serviços.

Além disso, se as emissões de ações reduzirem as demandas dos emissores por dívida nos bancos locais, poderia tornar mais fácil para os não emissores fazerem empréstimos localmente. Complementarmente, as empresas financeiras poderiam usar seus novos recursos de emissão de ações para apoiar empréstimos maiores a empresas locais. Estas duas influências especulativas poderiam estar sendo confirmadas com os resultados da presente investigação.

Nas colunas 3 e 4 da Tabela 17 estão reportados os resultados da equação desmembrando o Fluxo Total nos segmentos investimento direto líquido e investimento de portfólio líquido. Para o investimento direto o coeficiente é positivo, ao contrário do esperado e da variável que identifica o fluxo total. Também os resultados nas colunas 5 e 6 apresentam significância e todos também com coeficientes positivos. Esta segmentação também contraria o FI Fin Total, esses ingressos teriam um movimento contrário a redução da taxa de juros. Assim como o resultado nas regressões com dados a nível país, isso poderia indicar que esse tipo de fluxo internacional está em busca de melhor remuneração e teria um caráter mais volátil e mais especulativo, como sugerido por Krugman (2000).

As variáveis de controle Tamanho, Endividamento e Tangibilidade (Tangib) apresentam coeficientes com sinal negativo e significância estatística conforme o esperado. A variável Rentabilidade apresentou significância estatística, porém o coeficiente foi positivo ao contrário do esperado. As variáveis risco (firma) e taxa juros não apresentaram significância estatística.

O resultado das equações reportadas apresenta evidências para suportar parcialmente a hipótese H2 de que existe uma relação negativa entre o volume de ingresso de capitais e o custo financeiro para empresas em economias emergentes. Esse suporte parcial se dá pelo fato de a variável que identifica o Fluxo Financeiro Internacional Total indicar em uma direção (relação negativa), mas, quando consideradas suas subdivisões, a relação observada é contrária. Esse resultado ambíguo deixa aberta a questão de uma área da literatura relacionada que propõe que a entrada de recursos estrangeiros reflete apenas a possibilidade de uma forma de arbitragem das multinacionais. O capital não é direcionado por motivos de produtividade, mas pela oportunidade de aquisição de ativos locais desvalorizados. Krugman (2000); Aguiar e Gopinath (2005). Baker, Foley e Wurgler (2008) sugerem que a arbitragem é quase tão importante quanto os fundamentos, porém há uma preocupação de que esse tipo de motivação implique em maior volatilidade, movimentos rápidos de entrada e saída de recursos do país. Os resultados das equações não têm capacidade de desmentir essas afirmativas, até porque aparecem alguns indícios nas estatísticas descritivas. Contudo, os resultados obtidos são contrários a essas afirmativas e, portanto, instigam ao avanço da investigação neste tema.

4.3.2.3 Restrição Financeira

Neste item são apresentados os resultados das regressões que testam relação dos juros pagos com o fluxo financeiro internacional para os grupos de empresas classificadas como restritas e irrestritas financeiramente.

Nos resultados reportados na Tabela 18 as variáveis principais de interesse não apresentaram significância estatística, apesar de apresentarem o sinal esperado, de uma relação negativa entre o fluxo de capitais e o custo financeiro das empresas. Portanto, não há suporte para a hipótese H2a de que o fluxo de capital e o custo financeiro, para empresas financeiramente restritas em economias

emergentes, tem uma relação negativa e mais forte. Esse resultado pode ser consequência da criteriosa segregação na classificação de empresas restritas.

Tabela 14 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma - Restritas

	(1) juros pagos/dívi da total	(2) juros pagos/dívi da total	(3) juros pagos/dívi da total	(4) juros pagos/dívi da total	(5) juros pagos/dívi da total	(6) juros pagos/dívi da total
Fl Fin Total	-0.000 (0.00)	-0.001 (0.00)				
Rentabilidade	-0.092*** (0.03)	-0.115*** (0.03)	-0.101*** (0.03)	-0.120*** (0.03)	-0.102*** (0.03)	-0.124*** (0.03)
Endividamento	-0.240*** (0.03)	-0.250*** (0.03)	-0.244*** (0.03)	-0.257*** (0.03)	-0.245*** (0.03)	-0.260*** (0.03)
Tangib	-0.010 (0.02)	-0.000 (0.02)	-0.000 (0.02)	0.011 (0.02)	0.001 (0.02)	0.013 (0.02)
Risco1(firma)	0.000*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.000*** (0.00)	0.000*** (0.00)
Tx Basica	0.001 (0.00)	0.000 (0.00)	0.002 (0.00)	0.002 (0.00)	0.002 (0.00)	0.002 (0.00)
Risco Pais	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)
Cred Dom Priv	-0.004*** (0.00)		-0.003*** (0.00)		-0.003*** (0.00)	
Cred Dom Líq		-0.002*** (0.00)		-0.002*** (0.00)		-0.002*** (0.00)
Fl Dir Inv Líq			-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)		
Fl Port Inv Líq			-0.001 (0.00)	-0.003 (0.00)		
FDI - Debt (%GDP)					0.002 (0.01)	-0.000 (0.01)
FDI - Equity (%GDP)					0.002 (0.00)	0.002 (0.00)
FPI - Debt (%GDP)					-0.000 (0.00)	-0.001 (0.00)
FPI - Equity (%GDP)					0.000 (0.00)	-0.003 (0.00)
Constant	0.545*** (0.05)	0.393*** (0.05)	0.508*** (0.05)	0.426*** (0.05)	0.504*** (0.05)	0.412*** (0.05)
R2 Ajustado	-0.3182	-0.3377	-0.2923	-0.3060	-0.2957	-0.3101
Numero de obs.	3112	3112	3394	3394	3348	3348
F	17.64	13.32	17.95	14.88	14.48	11.89
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

Embora houvesse a expectativa de que o custo financeiro dessas empresas pudesse apresentar relação negativa com o fluxo internacional de capitais, existe uma probabilidade de que mesmo que haja um crescimento do volume de crédito ocasionado pelo fluxo de investimentos externos, as condições financeiras dessas empresas e o seu rating de crédito possivelmente as impedem de se beneficiar desse aumento de oferta de crédito.

Em relação as demais variáveis, apresentaram sinal negativo e significância estatística, contrário ao esperado, Endividamento e Crédito Doméstico Líquido. O risco da firma apresentou sinal positivo de acordo com o esperado. A rentabilidade apresentou sinal negativo, de acordo com o esperado. A variável risco da firma apresentou significância estatística e coeficiente positivo, de acordo com o resultado esperado, ou seja, uma redução de risco implica redução de despesa financeira e vice-versa. Pelo conjunto de resultados não se constata uma relação negativa entre fluxo de capital e custo financeiro para as empresas restritas financeiramente de países que compõem a amostra. Não se constata, neste caso, o efeito em ondas indicado por Calomiris, Larrain e Schmukler (2019).

Nos resultados reportados na Tabela 19 as variáveis principais de interesse não apresentaram significância estatística, apesar de apresentarem o sinal esperado, de uma relação negativa entre o fluxo de capitais e o custo financeiro das empresas. Pelo contrário, nas colunas 3 e 4 o fluxo para investimento direto apresenta sinal positivo, contrário ao esperado. Em princípio esse resultado está indicando o que preconiza a teoria financeira internacional para as firmas irrestritas, uma indefinição ou neutralidade. Pelos resultados reportados não há evidências para rejeitar a hipótese H2b.

Em relação as demais variáveis apresentaram sinal e significância estatística contrários ao esperado: Rentabilidade, Endividamento, Tangibilidade e Risco País. As demais variáveis não apresentam significância estatística neste modelo e para esta amostra.

4.3.3 Hipótese H3

Neste item são reportados os resultados das equações que tratam da existência de uma relação entre o ingresso de investimentos estrangeiros e o endividamento ao nível das empresas, para os países das economias emergentes que compõem a amostra. A principal variável explicativa de interesse, o Fluxo Financeiro Internacional Total, apresentou coeficiente com sinal positivo com o endividamento (coluna 1 da Tabela 20). O sinal positivo está de acordo com o esperado. Na equação com o fluxo sendo dividido em duas variáveis (coluna 2), o resultado foi divergente entre as duas variáveis.

Tabela 15 - Resultados Regressões - H2 Nível Firma - Irrestritas

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total	juros pagos/dívi da total
Fl Fin Total	-0.000 (0.00)	-0.001 (0.00)				
Rentabilidade	0.393*** (0.05)	0.396*** (0.05)	0.427*** (0.05)	0.428*** (0.05)	0.453*** (0.05)	0.455*** (0.05)
Endividamento	-0.266*** (0.02)	-0.266*** (0.02)	-0.238*** (0.02)	-0.239*** (0.02)	-0.250*** (0.02)	-0.251*** (0.02)
Tangib	0.025 (0.02)	0.028 (0.02)	0.039* (0.02)	0.043** (0.02)	0.041** (0.02)	0.047** (0.02)
Risco1(firma)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)
Tx Basica	0.001 (0.00)	0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.001 (0.00)	0.001 (0.00)	0.001 (0.00)
Risco Pais	-0.000* (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000** (0.00)	-0.000** (0.00)	-0.000* (0.00)	-0.000* (0.00)
Cred Dom Priv	-0.001 (0.00)		-0.000 (0.00)		-0.000 (0.00)	
Cred Dom Liq		0.000 (0.00)		0.000 (0.00)		0.001 (0.00)
Fl Dir Inv Líq			0.019*** (0.00)	0.019*** (0.00)		
Fl Port Inv Líq			0.001 (0.00)	0.001 (0.00)		
FDI - Debt (%GDP)					0.006 (0.01)	0.005 (0.01)
FDI - Equity (%GDP)					0.013*** (0.00)	0.014*** (0.00)
FPI - Debt (%GDP)					0.000 (0.00)	0.001 (0.00)
FPI - Equity (%GDP)					-0.003 (0.00)	-0.003 (0.00)
Constant	0.165*** (0.05)	0.106** (0.05)	0.096** (0.04)	0.066 (0.04)	0.067 (0.04)	0.006 (0.05)
R2 Ajustado	-0.2422	-0.2428	-0.1940	-0.1942	-0.2056	-0.2050
Numero de obs.	3507	3507	3843	3843	3805	3805
F	27.31	27.13	34.10	34.01	25.03	25.16
Prob>F	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

O Fluxo para Investimento Direto apresentou um coeficiente negativo indicando relação contrária a expansão do endividamento. Entretanto, o Fluxo para Investimento de Portfólio apresentou sinal positivo indicando relação favorável com o endividamento. O resultado do Fluxo de Financeiro Total sustenta a Hipótese 3 de que existe uma relação positiva entre o fluxo de capitais e o endividamento total das firmas. Tendo presente que a amostra integra alguns países (China e Coréia) que, ao longo desse período, passaram a realizar investimentos no exterior, aumenta a

importância da variável investimento externo líquido pois é o montante de recursos que acaba permanecendo no país.

Tabela 16 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma

	(1) Endividamento (Total Debt/AT)	(2) Endividamento (Total Debt/AT)	(3) Endividamento (Total Debt/AT)
Fl Fin Total	0.002*** (0.00)		
Tamanho	-0.027*** (0.00)	-0.021*** (0.00)	-0.024*** (0.00)
Rentabilidade	0.085*** (0.01)	0.088*** (0.01)	0.095*** (0.01)
Risco1(firma)	-0.000* (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)
Risco Pais	-0.000 (0.00)	-0.000*** (0.00)	-0.000 (0.00)
Cambio	-0.041*** (0.00)	0.006 (0.00)	0.011** (0.00)
Tx Basica	-0.002*** (0.00)	-0.003*** (0.00)	-0.005*** (0.00)
Fl Dir Inv		-0.006*** (0.00)	
Fl Port Inv		0.008*** (0.00)	
FDI - Debt (%GDP)			0.012*** (0.00)
FDI - Equity (%GDP)			-0.002*** (0.00)
FPI - Debt (%GDP)			0.014*** (0.00)
FPI - Equity (%GDP)			-0.003*** (0.00)
Constant	0.605*** (0.02)	0.419*** (0.02)	0.421*** (0.02)
R2 Ajustado	-0.1815	-0.1608	-0.1522
Numero de obs.	40393	43414	42865
F	69.19	101.85	110.52
Prob>F	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

As demais variáveis de controle, tamanho, rentabilidade, risco-país e taxa de juros que integram as três equações reportadas apresentaram significância estatísticas. Tamanho apresentou sinal contrário ao esperado, e rentabilidade, com sinal positivo, ficou de acordo com o esperado. Taxa de juros, com sinal negativo, indicando que menores taxas de juros estão associadas a maior endividamento.

4.3.3.1 Restrição Financeira

Neste item reportam-se os resultados dos testes da relação entre o endividamento das firmas e o fluxo de investimentos externos, para as firmas

conceituadas como financeiramente restritas e irrestritas. O resultado da equação proposta está reportado na coluna 1 e 2 da Tabela 21. O resultado para a principal variável explicativa de interesse para avaliar o impacto no endividamento das empresas restritas financeiramente, FI Fin Total, apresentou sinal negativo, contrário ao esperado, indicando que o fluxo de investimento estrangeiro tem uma correlação negativa com o endividamento das empresas financeiramente restritas dos países que compõem a amostra. A coluna 2 apresenta o resultado para a equação com as variáveis explicativas FI Dir Inv Líq e FI Port Inv Líq as quais apresentam significância estatística ao nível de 1% mas sinais divergentes. A variável FI Dir Inv Líq também apresenta sinal negativo ao contrário do esperado enquanto a variável FI Port Inv Líq é a única a apresentar o sinal positivo conforme o esperado. Portanto por esse conjunto de resultados não podemos confirmar a hipótese H3a. O resultado da variável portfólio pode estar associado ao ingresso de investimentos para aplicação em ativos financeiros, para receber remunerações que no entender de Krugman (2000) podem se caracterizar como investimentos que buscam oportunidades de investimento especulativas.

A variável de controle risco país apresenta o sinal negativo esperado, ou seja, menos risco maior é o favorecimento ao endividamento. Câmbio apresenta sinal positivo que é contrário ao esperado pois menor desvalorização cambial favorece endividamento em moeda estrangeira. A variável Tamanho, que se esperaria positiva pois maior tamanho tende a reduzir assimetria informacional e favorecer crédito, apresentou sinal negativo. Pode ser resultado viesado pela amostra ser das empresas pequenas apenas e neste caso não se constituir uma relação positiva entre tamanho e financiamento empresarial. Esse resultado não ratifica a especulação feita em estudo sobre o impacto indireto do investimento externo no financiamento e custo do capital das firmas através da capitalização pela emissão de ações em mercados emergentes. (CALOMIRIS; LARRAIN; SCHMUKLER, 2019).

Os resultados reportados na tabela 22 apresentam os coeficientes para o grupo de empresas classificadas como irrestritas financeiramente. Na variável principal FI Fin Total o sinal é positivo e significativo, sinalizando a contribuição do fluxo de financeiro total para o financiamento das empresas classificadas como financeiramente irrestritas. Com o fluxo dividido em Investimento Direto e Investimento em Portfólio, na coluna 2, o primeiro apresenta coeficiente negativo e o segundo coeficiente positivo.

Tabela 17 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma - Restritas

	(1) Endividamento (Total Debt/AT)	(2) Endividamento (Total Debt/AT)	(3) Endividamento (Total Debt/AT)
FI Fin Total	-0.001* (0.00)		
Tamanho	-0.087*** (0.01)	-0.080*** (0.01)	-0.080*** (0.01)
Rentabilidade	0.031 (0.02)	0.010 (0.02)	0.021 (0.02)
Risco1(firma)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)	-0.000 (0.00)
Risco Pais	-0.000 (0.00)	-0.000* (0.00)	-0.000* (0.00)
Cambio	0.038*** (0.01)	0.064*** (0.01)	0.061*** (0.01)
Tx Basico	0.000 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.003 (0.00)
FI Dir Inv		-0.006*** (0.00)	
FI Port Inv		0.005*** (0.00)	
FDI - Debt (%GDP)			-0.002 (0.00)
FDI - Equity (%GDP)			-0.001 (0.00)
FPI - Debt (%GDP)			0.010*** (0.00)
FPI - Equity (%GDP)			-0.007** (0.00)
Constant	0.698*** (0.06)	0.588*** (0.06)	0.586*** (0.06)
R2 Ajustado	-0.3294	-0.3178	-0.3148
Numero de obs.	3724	4047	3989
F	19.50	16.16	14.12
Prob>F	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

Esse resultado poderia sugerir que o fluxo de investimento direto ingressa mais nas empresas sob forma de capital próprio, enquanto o fluxo de investimento em portfólio tem maior participação como capital de terceiros, contribuindo para o endividamento.

Esse resultado indica que o fluxo externo impacta positivamente o financiamento das empresas irrestritas financeiramente. Analisando em conjunto com os resultados para a amostra de empresas restritas financeiramente, não se tem evidências para sustentar as hipóteses H3a e H3b. As variáveis de controle

tamanho, rentabilidade apresentam sinal positivo conforme esperado pois maior tamanho e maior rentabilidade estimulam ou facilitam a obtenção do financiamento. Também apresentam resultado esperado as variáveis cambio e taxa de juros com sinal negativo indicando menor juro e menor câmbio facilita o financiamento empresarial. As demais variáveis não apresentaram significância estatística.

Tabela 18 - Resultados Regressões - H3 Nível Firma - Irrestritas

	(1)	(2)	(3)
	Endividamento (Total Debt/AT)	Endividamento (Total Debt/AT)	Endividamento (Total Debt/AT)
Fl Fin Total	0.008*** (0.00)		
Tamanho	0.043*** (0.01)	0.027*** (0.01)	0.017* (0.01)
Rentabilidade	0.259*** (0.04)	0.293*** (0.04)	0.306*** (0.04)
Risco1(firma)	-0.000 (0.00)	0.000 (0.00)	0.000 (0.00)
Risco Pais	0.000*** (0.00)	-0.000** (0.00)	-0.000** (0.00)
Cambio	-0.236*** (0.02)	-0.091*** (0.02)	-0.074*** (0.02)
Tx Basico	0.000 (0.00)	-0.001 (0.00)	-0.005* (0.00)
Fl Dir Inv		-0.005** (0.00)	
Fl Port Inv		0.010*** (0.00)	
FDI - Debt (%GDP)			0.027*** (0.00)
FDI - Equity (%GDP)			-0.006** (0.00)
FPI - Debt (%GDP)			0.021*** (0.00)
FPI - Equity (%GDP)			-0.008** (0.00)
Constant	0.501*** (0.08)	0.257*** (0.08)	0.292*** (0.08)
R2 Ajustado	-0.2313	-0.2358	-0.2098
Numero de obs.	3970	4351	4300
F	36.76	25.62	27.96
Prob>F	0.00	0.00	0.00

Fonte: Elaborado pelo Autor

Os resultados contrários aos esperados tanto, para H3a, quanto para H3b, podem ser consequência do critério de classificação adotado para segregar as empresas entre restritas e irrestritas financeiramente, combinado com o fato de estarem em países de economias emergentes. Estudos defendem a ideia de que as fricções financeiras são maiores em economias emergentes, e como consequência todas as empresas estariam sujeitas a restrição financeira. O que os resultados podem estar capturando é que, num cenário em que todas são restritas

financeiramente, somente aquele grupo com menores restrições (classificadas nesse estudo como irrestritas) é que conseguem se beneficiar do Fluxo Financeiro Internacional.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta tese investigou possíveis relações existentes entre o Fluxo Financeiro Internacional de Capitais e o financiamento corporativo para empresas de uma amostra de países de economias emergentes. Alicerçada nas teorias que indicam benefícios aos países receptores do capital externo, e em trabalhos empíricos que já haviam testado hipóteses semelhantes, mas com outros enfoques, buscou-se verificar a relação entre o ingresso de capital estrangeiro e o volume de recursos disponível para o crédito, o custo do financiamento, e o nível de endividamento das firmas.

Para testar as relações sugeridas entre o fluxo e o financiamento, utilizou-se de regressões com dados em painel tanto em nível país, quanto em nível da firma. Como proxies para o Fluxo Financeiro de Capitais para um determinado país foram utilizadas variáveis em diferentes níveis. A principal variável buscava capturar o fluxo como um todo, enquanto variações buscavam desmembrar esse fluxo de acordo com a destinação dele seguindo classificação internacional. Para identificar as consequências no financiamento buscou-se variáveis tanto em nível país, quanto em nível da firma para identificar o volume de crédito disponível, o custo do mesmo e o nível de endividamento das empresas.

Os resultados, assim como grande parte dos estudos anteriores, não conseguiram evidenciar apenas consequências positivas do fluxo internacional de capitais para economias emergentes. Os primeiros testes, com dados em nível país, deram suporte para a hipótese de que o fluxo de capitais para economias emergentes possui uma relação positiva com o volume de crédito ao setor privado. Ao mesmo tempo, deu indícios de que há uma concorrência entre o crédito ao setor privado e o financiamento da dívida pública doméstica, algo que é bastante plausível já que há escassez de recursos, ainda mais em economias emergentes.

Com relação ao custo do capital, os testes realizados divergem em suportar a hipótese H2. Enquanto os resultados das regressões com dados em nível de país sugerem uma relação positiva entre o Fluxo de Capitais e o Custo do Crédito Privado, os dados em nível de firma sugerem o contrário. Essa ambiguidade nos resultados é semelhante às divergências existentes entre os defensores do fluxo internacional de capitais como algo que beneficia os países receptores, daqueles

que entendem que o capital é direcionado pela oportunidade/arbitragem implicando em maior volatilidade.

Sustentando a hipótese H3, os resultados das regressões que investigam o impacto do Fluxo Internacional de Capitais no Endividamento das empresas indicam uma relação positiva entre ambos. Resultado que está em linha com os resultados da primeira hipótese. Analisados em conjunto, os resultados dos testes das hipóteses H1 e H3 sugerem que o Fluxo Internacional de Capitais aumenta a disponibilidade de capital para o financiamento corporativo e que esse financiamento se dá através do aumento do endividamento.

Para as hipóteses H2 e H3 os testes também foram realizadas com as amostras segregando as empresas entre financeiramente restritas e irrestritas. Contudo, os resultados dos testes não suportaram as hipóteses para cada grupo. A ideia de que o fluxo internacional de capitais seria de maior impacto para aquelas empresas com restrições financeiras não foram confirmadas. Alguns pesquisadores defendem a ideia de que isso possa ser consequência do nível de restrição que as empresas em economias emergentes encontram, fazendo com que somente aquele grupo de empresas com menores restrições (classificadas nesse estudo como irrestritas) é que conseguem se beneficiar do Fluxo Financeiro Internacional.

O presente estudo contribui para a discussão acerca dos impactos do Fluxo Internacional de Capitais trazendo mais uma perspectiva de como esses recursos podem impactar a economia e as empresas de países emergentes. A partir dos resultados reportados, os quais sustentam em parte os benefícios que o ingresso de capital estrangeiro poderia causar, contribui para que os governos de países emergentes busquem estimular de maneira mais assertiva o relacionamento com o ambiente externo.

Para contribuir ainda mais com o debate, estudo futuros poderiam buscar averiguar a existência de tipos de capitais que contribuiriam mais para o ambiente econômico do país. Em outras palavras, verificar se, entre as diferentes possibilidades de ingresso de capitais do exterior, todas possuem aspectos positivos, ou se algumas deveriam ser mais controladas ou não estimuladas. Observa-se que muitos governos sugerem que o ingresso de recursos no país é positivo, independentemente do objetivo do mesmo.

REFERÊNCIAS

ABDUL KARIM, Z.; AZMAN-SAINI, W.; ABDUL KARIM, B. Bank lending channel of monetary policy: dynamic panel data study of malaysia. **Journal of Asia-Pacific Business**, v. 12, n. 3, p. 225–243, 2011.

ACHARYA, V. V.; KRISHNAMURTHY, A. **Capital Flow Management with Multiple Instruments**. National Bureau of Economic Research, 2018.

AGHION, P.; BLUNDELL, R.; GRIFFITH, R.; HOWITT, P.; PRANTL, S. The effects of entry on incumbent innovation and productivity. **The Review of Economics and Statistics**, v. 91, n. 1, p. 20–32, 2009.

AGUIAR, M.; GOPINATH, G. Fire-sale foreign direct investment and liquidity crises. **Review of Economics and Statistics**, v. 87, n. 3, p. 439–452, 2005.

AITKEN, B.; HANSON, G. H.; HARRISON, A. E. Spillovers, foreign investment, and export behavior. **Journal of International economics**, v. 43, n. 1-2, p. 103–132, 1997.

AITKEN, B. J.; HARRISON, A. E. Do domestic firms benefit from direct foreign investment? Evidence from Venezuela. **American economic review**, v. 89, n. 3, p. 605–618, 1999.

AIZENMAN, J.; JINJARAK, Y.; PARK, D. Capital flows and economic growth in the era of financial integration and crisis, 1990–2010. **Open Economies Review**, v. 24, n. 3, p. 371–396, 2013.

AKERLOF, G. A. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. In: **Uncertainty in economics**. Elsevier, 1978. p. 235–251.

AKHTAR, S.; OLIVER, B. Determinants of capital structure for Japanese multinational and domestic corporations. **International review of finance**, v. 9, n. 1-2, p. 1–26, 2009.

AKPANSUNG, A. O.; BABALOLA, S. J. Banking sector credit and economic growth in Nigeria: an empirical investigation. **CBN Journal of Applied Statistics**, v. 2, n. 2, p. 51–62, 2011.

AL MAHISH, M. The Impact of Financing on Economic Growth in Saudi Arabia. **International Journal of Economics and Finance**, v. 8, n. 8, 2016.

ALFARO, L.; ASIS, G.; CHARI, A.; PANIZZA, U. **Lessons unlearned? Corporate debt in emerging markets**. National Bureau of Economic Research, 2017.

ALFARO, L.; CHANDA, A.; KALEMLI-OZCAN, S.; SAYEK, S. FDI and economic growth: the role of local financial markets. **Journal of international economics**, v. 64, n. 1, p. 89–112, 2004.

ALFARO, L.; CHAUVIN, J. Foreign direct investment, finance, and economic development. **Chapter for the Encyclopedia of International Economics and Global Trade, Forthcoming**, 2016.

ALFARO, L.; CHEN, M. X. Selection and market reallocation: productivity gains from multinational production. **American Economic Journal: Economic Policy**, v. 10, n. 2, p. 1–38, 2018.

ALFARO, L.; RODRÍGUEZ-CLARE, A.; HANSON, G. H.; BRAVO-ORTEGA, C. Multinationals and linkages: an empirical investigation [with comments]. **Economia**, v. 4, n. 2, p. 113–169, 2004.

ALJEBRIN, M. Non-oil trade openness and financial development impacts on economic growth in Saudi Arabia. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 8, n. 5, p. 251, 2018.

ALLAYANNIS, G.; MOZUMDAR, A. The investment-cash flow sensitivity puzzle: can negative cash flow observations explain it? **University of Virginia. Photocopy**, 2001.

ALLAYANNIS, G.; WESTON, J. P. The use of foreign currency derivatives and firm market value. **The review of financial studies**, v. 14, n. 1, p. 243–276, 2001.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints and investment-cash flow sensitivities: new research directions. In: **TWELFTH ANNUAL UTAH WINTER FINANCE CONFERENCE**, 2001. Anais. 2001.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. **The Review of Financial Studies**, v. 20, n. 5, p. 1429–1460, 2007.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financing frictions and the substitution between internal and external funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 3, p. 589–622, 2010.

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The cash flow sensitivity of cash. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 4, p. 1777–1804, 2004.

ANWAR, S.; SUN, S. Can the presence of foreign investment affect the capital structure of domestic firms? **Journal of Corporate Finance**, v. 30, p. 32–43, 2015.

ARTETA, C.; HALE, G. Sovereign debt crises and credit to the private sector. **Journal of International Economics**, v. 74, n. 1, p. 53–69, 2008.

AUSLOOS, M.; ESKANDARY, A.; KAUR, P.; DHESI, G. Evidence for Gross Domestic Product growth time delay dependence over Foreign Direct Investment. A time-lag dependent correlation study. **Physica A: Statistical Mechanics and its Applications**, v. 527, p. 121181, 2019.

AVDJIEV, S.; HARDY, B.; KALEMLI-ÖZCAN, S.; SERVÉN, L. **Gross capital flows by banks, corporates, and sovereigns**. The World Bank, 2018.

AWAD, I. M.; AL KARAKI, M. S. The impact of bank lending on Palestine economic growth: an econometric analysis of time series data. **Financial Innovation**, v. 5, n. 1, p. 1–21, 2019.

BAI, J.; WEI, S.-J. **When is there a strong transfer risk from the sovereigns to the corporates? Property rights gaps and CDS spreads**. National Bureau of Economic Research, 2012.

BAKER, M.; FOLEY, C. F.; WURGLER, J. Multinationals as arbitrageurs: the effect of stock market valuations on foreign direct investment. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, p. 337–369, 2008.

BAO, C. G.; CHEN, M. X. Foreign rivals are coming to town: responding to the threat of foreign multinational entry. **American Economic Journal: Applied Economics**, v. 10, n. 4, p. 120–57, 2018.

BASKAYA, Y. S.; DI GIOVANNI, J.; KALEMLI-ÖZCAN, S.; PEYDRÓ, J.-L.; ULU, M. F. Capital flows and the international credit channel. **Journal of International Economics**, v. 108, p. S15–S22, 2017.

BASTOURRE, D.; CARRERA, J.; IBARLUCIA, J.; SARDI, M. **Common drivers in emerging market spreads and commodity prices**. Working Paper, 2012.

BATES, T. W.; KAHLE, K. M.; STULZ, R. M. Why do US firms hold so much more cash than they used to? **The journal of finance**, v. 64, n. 5, p. 1985–2021, 2009.

BÉNASSY-QUÉRÉ, A.; COUPET, M.; MAYER, T. Institutional determinants of foreign direct investment. **World economy**, v. 30, n. 5, p. 764–782, 2007.

BERMEJO CARBONELL, J.; WERNER, R. A. Does foreign direct investment generate economic growth? A new empirical approach applied to Spain. **Economic geography**, v. 94, n. 4, p. 425–456, 2018.

BERNANKE, B.; GERTLER, M.; GILCHRIST, S. The Financial Accelerator and the Flight to Quality. **The Review of Economics and Statistics**, v. 78, n. 1, p. 1–15, February 1996.

BERNANKE, B. S.; BLINDER, A. S. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission. **American Economic Review**, v. 82, n. 4, p. 901–921, 1992.

BLALOCK, G.; GERTLER, P. J.; LEVINE, D. I. Financial constraints on investment in an emerging market crisis. **Journal of Monetary Economics**, v. 55, n. 3, p. 568–591, 2008.

BLEAKLEY, H.; COWAN, K. Corporate dollar debt and depreciations: much ado about nothing? **The Review of Economics and Statistics**, v. 90, n. 4, p. 612–626, 2008.

BLONIGEN, B. A.; PIGER, J. Determinants of foreign direct investment. **Canadian Journal of Economics/Revue canadienne d'économique**, v. 47, n. 3, p. 775–812, 2014.

BONOMO, M.; MARTINS, B.; PINTO, R. Debt composition and exchange rate balance sheet effect in Brazil: a firm level analysis. **Emerging Markets Review**, v. 4, n. 4, p. 368–396, 2003.

BORIN, A.; MANCINI, M. Foreign direct investment and firm performance: an empirical analysis of italian firms. **Review of World Economics**, v. 152, n. 4, p. 705–732, 2016.

BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857–878, 1984.

BRAFU-INSALDOO, W.; BIEKPE, N. International capital flows and investment volatility in selected sub-Saharan African countries. **Review of Development Finance**, v. 1, n. 3-4, p. 223–228, 2011.

BRUNO, V.; SHIN, H. S. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. **Journal of Monetary Economics**, v. 71, p. 119–132, 2015.

CABALLERO, J.; PANIZZA, U.; POWELL, A. The second wave of global liquidity: why are firms acting like financial intermediaries? 2016.

CALOMIRIS, C. W.; LARRAIN, M.; SCHMUKLER, S. L. Capital inflows, equity issuance activity, and corporate investment. **Journal of Financial Intermediation**, p. 100845, 2019.

CASAGRANDE, E. E. **O investimento e o financiamento em tempos anormais: a decisão de investir e financiar no brasil: 1990-1994**. 2000. Tese, 2000.

CÉSPEDES, J.; GONZÁLEZ, M.; MOLINA, C. A. Ownership and capital structure in Latin America. **Journal of business research**, v. 63, n. 3, p. 248–254, 2010.

CHAKRABARTI, A. The determinants of foreign direct investments: sensitivity analyses of cross-country regressions. **kyklos**, v. 54, n. 1, p. 89–114, 2001.

CHINN, M. D.; ITO, H. A new measure of financial openness. **Journal of comparative policy analysis**, v. 10, n. 3, p. 309–322, 2008.

CHOONG, C.-K.; BAHARUMSHAH, A. Z.; YUSOP, Z.; HABIBULLAH, M. S. Private capital flows, stock market and economic growth in developed and developing countries: a comparative analysis. **Japan and the World Economy**, v. 22, n. 2, p. 107–117, 2010.

CLEARY, S. The relationship between firm investment and financial status. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 673–692, 1999.

CRENSHAW, E. Foreign investment as a dependent variable: determinants of foreign investment and capital penetration in developing nations, 1967–1978. **Social Forces**, v. 69, n. 4, p. 1169–1182, 1991.

DAVIS, J. S. The macroeconomic effects of debt-and equity-based capital inflows. **Journal of Macroeconomics**, v. 46, p. 81–95, 2015.

DE JONG, A.; KABIR, R.; NGUYEN, T. T. Capital structure around the world: the roles of firm-and country-specific determinants. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 9, p. 1954–1969, 2008.

DEANGELO, H.; MASULIS, R. W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of financial economics**, v. 8, n. 1, p. 3–29, 1980.

DEANGELO, H.; ROLL, R. How stable are corporate capital structures? **The Journal of Finance**, v. 70, n. 1, p. 373–418, 2015.

DEMIRCI, I.; HUANG, J.; SIALM, C. Government debt and corporate leverage: international evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 133, n. 2, p. 337–356, 2019.

DESAI, M. A.; FOLEY, C. F.; FORBES, K. J. Financial constraints and growth: multinational and local firm responses to currency depreciations. **The Review of Financial Studies**, v. 21, n. 6, p. 2857–2888, 2008.

DONDERS, P.; JARA, M.; WAGNER, R. How sensitive is corporate debt to swings in commodity prices? **Journal of Financial Stability**, v. 39, p. 237–258, 2018.

DURHAM, J. B. Absorptive capacity and the effects of foreign direct investment and equity foreign portfolio investment on economic growth. **European economic review**, v. 48, n. 2, p. 285–306, 2004.

EICHENGREEN, B.; ROSE, A. K.; WYPLOSZ, C. **Contagious currency crises**. National Bureau of Economic Research, 1996.

EVANS, M. D.; HNATKOVSKA, V. V. International capital flows, returns and world financial integration. **Journal of International Economics**, v. 92, n. 1, p. 14–33, 2014.

EVANS, P. B. **Dependent development: the alliance of multinational, state, and local capital in Brazil**. Princeton University Press, 2018.

FAMA, E. F. The behaviour of stock-market prices. **The journal of Business**, v. 38, n. 1, p. 34–105, 1965.

FATTOUH, B.; HARRIS, L.; SCARAMOZZINO, P. Non-linearity in the determinants of capital structure: evidence from UK firms. **Empirical Economics**, v. 34, n. 3, p. 417–438, 2008.

FAZZARI, S.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. **Financing constraints and corporate investment**. National Bureau of Economic Research, 1987.

FAZZARI, S. M.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. C. Investment-cash flow sensitivities are useful: a comment on Kaplan and Zingales. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 115, n. 2, p. 695–705, 2000.

FERREIRA, M. A.; VILELA, A. S. Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. **European financial management**, v. 10, n. 2, p. 295–319, 2004.

FERRI, M. G.; JONES, W. H. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **The Journal of finance**, v. 34, n. 3, p. 631–644, 1979.

GIRMA, S.; GONG, Y.; GÖRG, H. Foreign direct investment, access to finance, and innovation activity in Chinese enterprises. **The World Bank Economic Review**, v. 22, n. 2, p. 367–382, 2008.

GOURINCHAS, P.-O.; JEANNE, O. Capital flows to developing countries: the allocation puzzle. **Review of Economic Studies**, v. 80, n. 4, p. 1484–1515, 2013.

GRAHAM, E. M.; KRUGMAN, P. **Foreign direct investment in the United States**. Washington, DC, p. 123–125, 1995.

GRAHAM, J. R.; LEARY, M. T.; ROBERTS, M. R. The Leveraging of Corporate America: a long-run perspective on changes in capital structure. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 28, n. 4, p. 29–37, 2016.

GROSSMAN, S. J.; STIGLITZ, J. E. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American economic review**, v. 70, n. 3, p. 393–408, 1980.

GUI-DIBY, S. L.; RENARD, M.-F. Foreign direct investment inflows and the industrialization of African countries. **World Development**, v. 74, p. 43–57, 2015.

HARFORD, J. Corporate cash reserves and acquisitions. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 1969–1997, 1999.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Capital structure and the informational role of debt. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 321–349, 1990.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297–355, 1991.

HASANAT SHAH, S.; HASNAT, H.; LI, J. Does foreign capital inflows really stimulate domestic investment: a case study of Pakistan. 2010.

HASANOV, F.; HUSEYNOV, F. Bank credits and non-oil economic growth: evidence from Azerbaijan. **International Review of Economics & Finance**, v. 27, p. 597–610, 2013.

HELPMAN, E.; MELITZ, M. J.; YEAPLE, S. R. Export versus FDI with heterogeneous

firms. **American economic review**, v. 94, n. 1, p. 300–316, 2004.

HERMES, N.; LENSINK, R. Foreign direct investment, financial development and economic growth. **The journal of development studies**, v. 40, n. 1, p. 142–163, 2003.

IGAN, M. D. O.; KUTAN, A. M.; MIRZAE, A. **Real effects of capital inflows in emerging markets**. International Monetary Fund, 2017.

IMRAN, K.; NISHAT, M. Determinants of bank credit in Pakistan: a supply side approach. **Economic Modelling**, v. 35, p. 384–390, 2013.

JADHAV, P. Determinants of foreign direct investment in BRICS economies: analysis of economic, institutional and political factor. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 37, p. 5–14, 2012.

JANOT, M. M.; ROCHA PARANHOS, D. P. da et al. **Os Efeitos da Abertura Financeira sobre as Restrições de Crédito se Alteram em Períodos de Crises?** 2015.

JAVORCIK, B. S.; SPATAREANU, M. Liquidity constraints and firms' linkages with multinationals. **The World Bank Economic Review**, v. 23, n. 2, p. 323–346, 2009.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.

KALEMLI-ÖZCAN, S.; KWAK, J. H. Capital Flows and Leverage. **Annual Review of Economics**, v. 12, p. 833–846, 2020.

KAPLAN, S. N.; ZINGALES, L. Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? **The quarterly journal of economics**, v. 112, n. 1, p. 169–215, 1997.

KAPLAN, S. N.; ZINGALES, L. Investment-cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 115, n. 2, p. 707–712, 2000.

KAYO, E. K.; KIMURA, H. Hierarchical determinants of capital structure. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 2, p. 358–371, 2011.

KELOHARJU, M.; NISKANEN, M. Why do firms raise foreign currency denominated debt? Evidence from Finland. **European Financial Management**, v. 7, n. 4, p. 481–496, 2001.

KENTOR, J.; BOSWELL, T. Foreign capital dependence and development: a new direction. **American sociological review**, p. 301–313, 2003.

KINDLEBERGER, C. P. Measuring equilibrium in the balance of payments. **Journal of Political Economy**, v. 77, n. 6, p. 873–891, 1969.

KONINGS, J. The effects of foreign direct investment on domestic firms: evidence from firm-level panel data in emerging economies. **Economics of transition**, v. 9, n. 3, p. 619–633, 2001.

KOSE, M. A.; PRASAD, E. S.; TERRONES, M. E. Does openness to international financial flows raise productivity growth? **Journal of International Money and Finance**, v. 28, n. 4, p. 554–580, 2009.

KRUGMAN, P. Fire-sale FDI. In: **Capital flows and the emerging economies: theory, evidence, and controversies**. University of Chicago Press, 2000. p. 43–58.

LEHMANN, A.; SAYEK, S.; KANG, H. G. **Multinational affiliates and local financial markets**. International Monetary Fund, 2004. n. 4-107.

LELAND, H. E. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. **The journal of finance**, v. 49, n. 4, p. 1213–1252, 1994.

LI, K.; YUE, H.; ZHAO, L. Ownership, institutions, and capital structure: evidence from China. **Journal of comparative economics**, v. 37, n. 3, p. 471–490, 2009.

LI, X.; LIU, X. Foreign direct investment and economic growth: an increasingly endogenous relationship. **World development**, v. 33, n. 3, p. 393–407, 2005.

LIKITWONGKAJON, N.; VITHESSONTHI, C. Do foreign investments increase firm value and firm performance? Evidence from Japan. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 101099, 2020.

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets: a reply. **The review of economics and statistics**, p. 222–224, 1969.

LIPSEY, R. E. Home-and host-country effects of foreign direct investment. In: **Challenges to globalization: analysing the economics**. University of Chicago Press, 2004. p. 333–382.

LONCAN, T. The effects of portfolio investments flows in firms' capital structure: a study of Brazilian firms from retail and textile sectors. **Revista Brasileira de Economia de Empresas**, v. 12, n. 2, p. 7–31, 2012.

LOPES, C. V. **Restrição a crédito e investimento**: evidência de painel. 2001. Tese, 2001.

MAGUD, N. E.; REINHART, C. M.; VESPERONI, E. R. Capital inflows, exchange rate flexibility and credit booms. **Review of Development Economics**, v. 18, n. 3, p. 415–430, 2014.

MALEDE, M. Determinants of Commercial Banks Lending: evidence from Ethiopian commercial banks. **European Journal of Business and Management**, v. 6, n. 20, p. 109–117, 2014.

MANOLE, V.; SPATAREANU, M. Foreign direct investment spillovers and firms' access to credit. **Applied Financial Economics**, v. 24, n. 12, p. 801–809, 2014.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. **The Journal of Finance**, v. 7. N. 1, p. 77-91, 1952.

MATOUSEK, R.; SARANTIS, N. The bank lending channel and monetary transmission in Central and Eastern European countries. **Journal of Comparative Economics**, v. 37, n. 2, p. 321–334, 2009.

MELLO BELLUZZO, L. G. de. O declínio de Bretton Woods e a emergência dos mercados “globalizados”. **Economia e sociedade**, v. 4, n. 1, p. 11–20, 1995.

MILEVA, E. The impact of capital flows on domestic investment in transition economies. 2008.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American economic review**, v. 48, n. 3, p. 261–297, 1958.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American economic review**, p. 433–443, 1963.

MOOSA, I. A.; CARDAK, B. A. The determinants of foreign direct investment: an extreme bounds analysis. **Journal of Multinational Financial Management**, v. 16, n. 2, p. 199–211, 2006.

MUKHTAROV, S.; HUMBATOVA, S.; SEYFULLAYEV, 'I. The impact of bank credits on non-oil GDP: evidence from Azerbaijan. **Banks and Bank Systems**, v. 14, n. 2, p. 120, 2019.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. **Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have**. National Bureau of Economic Research, 1984.

NARAYANAN, M. Debt versus equity under asymmetric information. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, p. 39–51, 1988.

NOE, R. A. An investigation of the determinants of successful assigned mentoring relationships. **Personnel psychology**, v. 41, n. 3, p. 457–479, 1988.

NONNEMBERG, M. B.; MENDONÇA, M. J. C. de et al. The determinants of foreign direct investment in developing countries. In: **XXXII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA [PROCEEDINGS OF THE 32ND BRAZILIAN ECONOMICS MEETING]**, 2004. Anais. 2004. n. 061.

OBSTFELD, M.; TAYLOR, A. M. Globalization and capital markets. In: **Globalization in historical perspective**. University of Chicago Press, 2003. p. 121–188.

OPLER, T.; PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. The determinants and implications of corporate cash holdings. **Journal of financial economics**, v. 52, n. 1, p. 3–46, 1999.

OSMAN, E. G. A. The impact of private sector credit on Saudi Arabia Economic Growth (GDP): an econometrics model using (ARDL) approach to cointegration. **Am Int J Soc Sci**, v. 3, n. 6, p. 109–117, 2014.

OZKAN, A.; OZKAN, N. Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. **Journal of banking & finance**, v. 28, n. 9, p. 2103–2134, 2004.

PAUL, N. Commercial banks' sectoral credit allocation and growth of Nigeria economy: an impact analysis (1994-2015). **AFRREV IJAH: An International Journal of Arts and Humanities**, v. 6, n. 4, p. 144–161, 2017.

POITEVIN, M. Financial signalling and the "deep-pocket" argument. **The RAND Journal of Economics**, p. 26–40, 1989.

POOLE, J. P. Knowledge transfers from multinational to domestic firms: evidence from worker mobility. **Review of Economics and Statistics**, v. 95, n. 2, p. 393–406, 2013.

PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. da. Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 23, n. 58, p. 19–32, 2012.

POVEL, P.; RAITH, M. Optimal investment under financial constraints: the roles of internal funds and asymmetric information. In: **AFA 2002 ATLANTA MEETINGS**, 2001. Anais. 2001.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421–1460, 1995.

RODRIGUEZ-CLARE, A. Multinationals, linkages, and economic development. **The American Economic Review**, p. 852–873, 1996.

RODRIK, D. Goodbye Washington consensus, hello Washington confusion? A review of the World Bank's economic growth in the 1990s: learning from a decade of reform. **Journal of Economic literature**, v. 44, n. 4, p. 973–987, 2006.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **The bell journal of economics**, p. 23–40, 1977.

SAMARGANDI, N.; FIDRMUC, J.; GHOSH, S. Financial development and economic growth in an oil-rich economy: the case of Saudi Arabia. **Economic modelling**, v. 43, p. 267–278, 2014.

SCHNEIDER, F.; FREY, B. S. Economic and political determinants of foreign direct investment. **World development**, v. 13, n. 2, p. 161–175, 1985.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. **The journal of finance**, v. 19, n. 3, p. 425–442, 1964.

SILVA, L. A. S. d. Fluxos de capitais para os países emergentes: a visão do FMI, 2018.

SMARZYNSKA JAVORCIK, B. Does foreign direct investment increase the productivity of domestic firms? In search of spillovers through backward linkages. **American economic review**, v. 94, n. 3, p. 605–627, 2004.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3–27, 1990.

STULZ, R. M. Globalization, corporate finance, and the cost of capital. **Journal of applied corporate finance**, v. 12, n. 3, p. 8–25, 1999.

STULZ, R. M. The limits of financial globalization. **The journal of finance**, v. 60, n. 4, p. 1595–1638, 2005.

TAMAZIAN, A.; CHOUSA, J. P.; VADLAMANNATI, K. C. Does higher economic and financial development lead to environmental degradation: evidence from BRIC countries. **Energy policy**, v. 37, n. 1, p. 246–253, 2009.

TCHOREK, G.; BRZOZOWSKI, M.; SLIWI ŃSKI, P. Determinants of capital flows to emerging and advanced economies between 1990 and 2011. **Portuguese Economic Journal**, v. 16, n. 1, p. 17–48, 2017.

TERRA, M. C. T. Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data. **Revista Brasileira de Economia**, v. 57, n. 2, p. 443–464, 2003.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **The Journal of finance**, v. 43, n. 1, p. 1–19, 1988.

TRAN, T. V.; HOANG, T. M. The Effect of International Capital Flows on Corporate Capital Structures: empirical evidence from Vietnam. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business**, v. 8, n. 4, p. 263–276, 2021.

UDO, E. A.; OBIORA, I. K. Determinants of foreign direct investment and economic growth in the West African Monetary Zone: a system equations approach. **University of Ibadan**, 2006.

UMUTLU, M.; AKDENIZ, L.; ALTAY-SALIH, A. The degree of financial liberalization and aggregated stock-return volatility in emerging markets. **Journal of banking & finance**, v. 34, n. 3, p. 509–521, 2010.

WAISMAN, M.; YE, P.; ZHU, Y. The effect of political uncertainty on the cost of corporate debt. **Journal of Financial Stability**, v. 16, p. 106–117, 2015.

WILLIAMSON, O. E. Corporate finance and corporate governance. **The journal of finance**, v. 43, n. 3, p. 567–591, 1988.

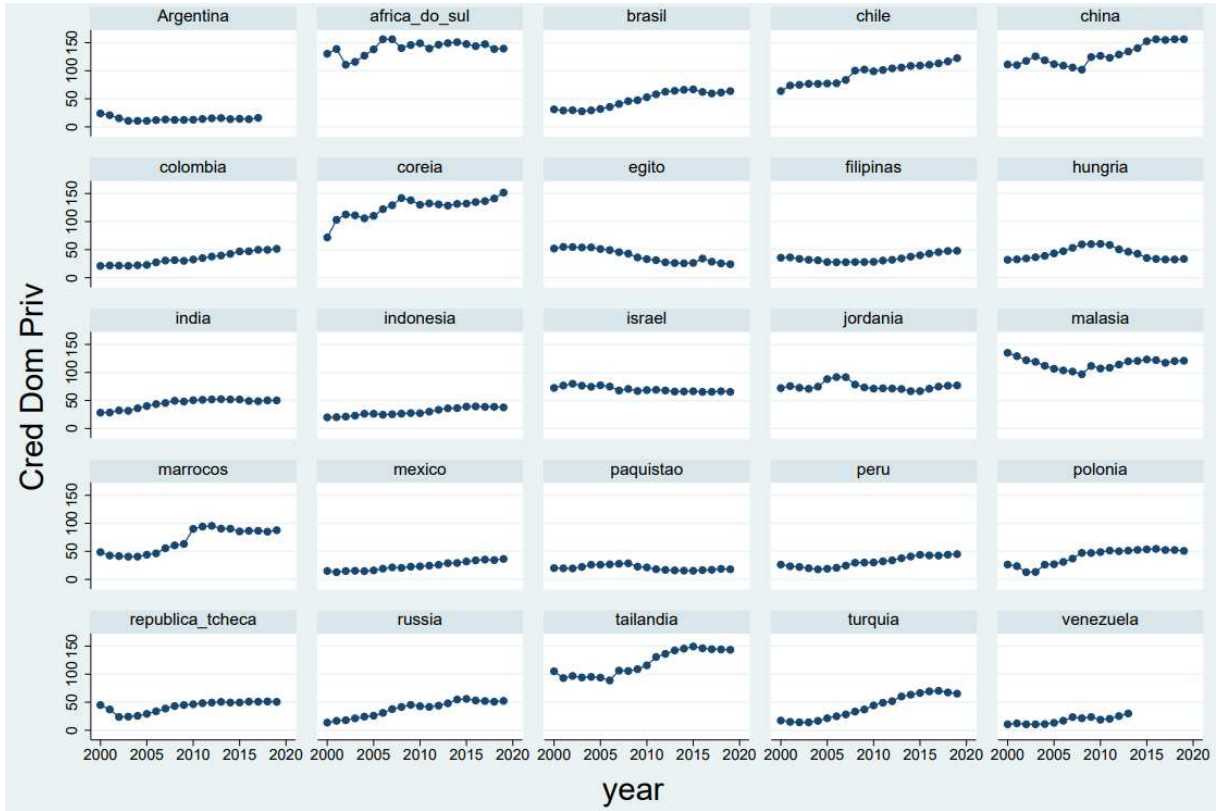
YAKUBU, Z.; AFFOI, A. An analysis of commercial banks' credit on economic growth in Nigeria. **Current Research Journal of Economic Theory**, v. 6, n. 2, p. 11–15, 2014.

ZANI, J. Estrutura de capital: restrição financeira e sensibilidade do endividamento em relação ao colateral. 2005.

ZANI, J.; PROCIANOY, J. L. Restrição financeira da firma e a sensibilidade na capacidade de endividamento corporativo em relação à variação de colateral. In: **VI ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS**, 2008. Anais. 2008.

ANEXO A

Figura 17 - Crédito Doméstico Privado - por país



Fonte: Elaborado pelo Autor