

O Impacto do Câmbio nas Ações das Empresas Brasileiras Internacionalizadas

Mariana Pereira Bonfim

Rio de Janeiro – RJ
CRCRJ-11753/O-3
Mestre em Ciências Contábeis pela UERJ¹
marianapbonfim@gmail.com

Fernando Padovani

Rio de Janeiro – RJ
Doutor em Sociologia pela USP²
fernando-padovani@hotmail.com

Andréa Paula Osório Duque

Rio de Janeiro – RJ
Doutora em Ciência da Informação pela UFF³
andreapauladuque@gmail.com

Resumo

Este estudo tem como objetivo analisar estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral, no período entre 2000 e 2012. Procurou-se, também, expor o processo inicial de internacionalização dessas empresas. Para isso, foi realizada uma pesquisa descritiva e quantitativa, por meio da utilização do método estatístico de regressão linear múltipla. Verificou-se que não existe correlação, nas 28 companhias analisadas, entre o retorno das ações das empresas internacionalizadas e nas taxas de câmbio, mostrando assim, que, possivelmente, outras variáveis causam o impacto necessário no retorno dessas ações. Verificou-se, ainda, que a maior parte das empresas brasileiras inicia seu processo de internacionalização por meio da instalação de linhas de produção no exterior.

Palavras-chave: Internacionalização, Taxa de Câmbio, Investimento Estrangeiro.

Abstract

This research has as its main goal to analyze the impact of the exchange rate fluctuations on stock returns of main Brazilian international corporations (classified according

to the Dom Cabral Foundation annual *ranking*), covering the period between 2000 and 2012. In addition, this work intended to describe the internationalization process itself of those companies. For this, it was structured a descriptive and quantitative research, using the statistical method of linear regression. Among the main research findings, it can be mentioned the non-existent correlation between the fluctuations in exchange rates and the variation in the shares returns of the 28 most internationalized Brazilian companies analyzed. It was also verified that most of the Brazilian companies has begun their internationalization process by investing on production chains abroad, what it is not usual.

Key words: Internationalization, Exchange Rate, Foreign Investment.

1. Introdução

A economia mundial apresenta um período de grandes mudanças, principalmente no que se refere à internacionalização das companhias e na propagação de cadeias produtivas globais, afetando diretamente a política e a economia das sociedades modernas.

A globalização produtiva atinge diretamente não só as nações, como também as empresas, pois modifica os pilares sobre os quais, nos últimos 50 anos, a sociedade se organizou (BASSI, 1999). O processo inicia-se com duas grandes forças: a primeira é o governo, através de políticas públicas e reformas institucionais; a segunda são as forças independentes que avançaram no campo tecnológico, principalmente as áreas de comunicação, tecnologia da informação e transporte.

A relevância do presente estudo prende-se, justamente, a esse contexto marcado pelas transformações contemporâneas, ligadas à recente crise mundial, mas também a outras dinâmicas, como a tendência de “financeirização” da economia internacional; de reorganização das dinâmicas de produção da riqueza internacional e/ou, ainda, de interligação produtiva das empresas em âmbito global, processos que estimulam uma aceleração da internacionalização das empresas em todo o mundo. Dessa maneira, a gestão fi-

¹ UERJ – Universidade do Estado do Rio de Janeiro – CEP 20050-013 – Rio de Janeiro – RJ

² USP – Universidade de São Paulo – CEP 05508-900 – São Paulo – SP

³ UFF – Universidade Federal Fluminense – CEP 24220-900 – Niterói – RJ

nanceira das empresas começa a demandar uma maior atenção na gestão cotidiana dos projetos corporativos, principalmente quando considerados os impactos cambiais implícitos nas operações financeiras.

Essa nova tendência dialoga com os tradicionais motivadores da tomada de decisão para a internacionalização das empresas, já bastante difundidos em economias desenvolvidas. Dessa forma, nas economias emergentes, se torna importante verificar os motivadores ligados às taxas de câmbio.

De outra forma, as variações cambiais se apresentam como um estímulo competitivo a internacionalização: quando a moeda local está valorizada, os ativos internacionais tendem a ficar mais baratos, fazendo com que os investidores injetem mais recursos em projetos internacionais. O contrário também acontece: quando a moeda está desvalorizada, os ativos estrangeiros ficam mais caros, fazendo com que os investidores injetem menos recursos em projetos internacionais.

Como hipótese inicial de trabalho, presume-se que a variação do retorno das ações das empresas internacionalizadas deveria acompanhar a variação do câmbio, pois situações de valorização da moeda nacional aumentariam o poder de compra dos investimentos e vice-versa. Dessa maneira, a percepção dos investidores, traduzida em termos de valorização da cotação das ações em bolsa, deveria acompanhar os movimentos do câmbio, que podem provocar alterações significativas nas condições de competitividade das empresas internacionalizadas.

Dessa forma, através da utilização do modelo estatístico de regressão linear presente nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010), este estudo busca responder ao seguinte problema de pesquisa: As variações cambiais impactam o retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, que compõem o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral, no período entre 2000 e 2012?

O pico de investimento direto brasileiro que ocorreu em 2006 foi determinante na escolha do período da pesquisa. Esse acontecimento histórico na economia brasileira se deu quando as empresas brasileiras investiram mais no exterior do que as empresas estrangeiras em nosso país. Através desse marco brasileiro no investimento estrangeiro, chegou-se ao intervalo de tempo escolhido, seis anos antes e seis anos depois.

Dessa forma o objetivo dessa pesquisa é o de analisar estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* elaborado pela Fundação Dom Cabral, no período compreendido entre janeiro de 2000 a dezembro de 2012. Posteriormente, buscou-se também descrever o processo inicial de internacionalização das principais empresas brasileiras internacionalizadas, segundo o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral. Este artigo deriva-se da dissertação de mestrado apresentada no Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Estadual do Rio de Janeiro, com o mesmo título.

2. Marco Teórico

Esta seção divide-se em: formas de atuação no exterior; internacionalização de empresas brasileiras; incentivo, riscos e oportunidade na internacionalização.

2.1. Formas de Atuação no Exterior

Diante das diversas formas de atuação no mercado internacional, destacam-se: exportação; greenfield/brownfield; joint-ventures; fusões e aquisições; licenciamento; alianças estratégicas e, mais recentemente, o fenômeno das *born globals*. Essas formas de atuação são descritas por Ribeiro (2012) e Pinto e Gomes (2010) da seguinte maneira:

A exportação é a principal forma no processo de internacionalização, sua característica é a saída de bens ou serviços do país de origem para outro. Ela pode ser feita pela própria empresa, de forma direta, ou utilizando-se intermediários para realizar a transação, como cooperativa, *trading company* ou consórcio de exportação, sendo assim de forma indireta.

Denomina-se *greenfield* os projetos que se encontram na planta, ou seja, que a sua construção ainda não foi iniciada. Sendo assim, os recursos são injetados na construção necessária para a operação e com a possibilidade da utilização da marca da empresa já existente no mercado. Por outro lado, temos o *brownfield*, onde os recursos são injetados em uma estrutura preexistente.

No caso de *joint-venture*, as empresas se associam para explorar um negócio específico, mantendo suas personalidades jurídicas. Em relação a internacionalização, essa associação é feita por uma empresa nacional e uma empresa estrangeira com o intuito de realizar um investimento em comum. Alguns fatores podem motivar a criação de uma *joint-venture*: político (a fim de minimizar impactos causados por legislações locais), estratégico (facilitando o acesso a novas tecnologias) e econômico (reduzindo custos de produção e neutralizando os efeitos do câmbio).

Outras formas de internacionalização também merecem destaque, tais como: fusões e aquisições de companhias do exterior; alianças e parcerias estratégicas; e licenciamento de produtos estrangeiros.

Há também o fenômeno das “*born globals*”, que são empresas que já nascem ou com poucos anos de vida já estabelecem seus negócios no exterior. “Elas podem assumir negócios no mercado internacional, às vezes sem nenhuma experiência no mercado doméstico, simultaneamente [...] ou pouco tempo depois das operações domésticas serem estabelecidas” (RIBEIRO, 2012).

2.2. Internacionalização de Empresas Brasileiras

A internacionalização no Brasil começou com o que foi chamado de primeira onda de internacionalização de empresas, ocorrida entre as décadas de 1950 e 1960; a Petrobras e Companhia Vale do Rio Doce foram as pioneiras no mercado estrangeiro. No mercado nacional, houve uma atração das multinacionais estrangeiras, com destaque para o setor automobilístico. Porém, esse período foi marcado pelo foco no mercado nacional e intensificação do processo de substituição de importações (FLEURY; FLEURY, 2007).

Durante as décadas de 1960 e 1980, ocorreu a segunda onda de internacionalização no Brasil. Esse período foi marcado pela predominância que fez o país atingir o topo do *ranking* de investimento estrangeiro direto dos países em desenvolvimento (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008). Mais uma vez, o setor petrolífero se destacou e abriu espaço para outros setores como construção civil, engenharia e financeiro – este último em busca de captação de empréstimos internacionais. Apesar de terem sido fundamentais para o alcance dessa marca, os valores investidos internacionalmente foram pouco expressivos em comparação com os investimentos domésticos (RIBEIRO, 2012).

Após um longo período de ascensão, a internacionalização de empresas brasileiras foi negativamente afetada por uma série de eventos ocorridos entre a década de 1980 e meados de 1990, tais como: inflação, sucessivas desvalorizações cambiais, graves crises econômicas internas de balanço de pagamentos, taxas de juros domésticas elevadas e instabilidade política no país (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

A partir de meados da década de 1990, houve uma reestruturação da indústria nacional e um aumento da competitividade. Isso se deu devido a abertura da economia, privatizações de empresas públicas, desregulamentação e estabilidade de preços a partir da implantação do Plano Real. Esses fatos acarretaram não só um grande incremento do investimento brasileiro direto (IBD) no exterior como também um grande receptor de investimento estrangeiro, em diversos setores.

Com a chegada dos anos 2000, deu início a chamada terceira onda de internacionalização, caracterizada pelo crescimento do comércio mundial aliado à apreciação do câmbio (ALEM, 2010) e o surgimento das empresas denominadas *born globals*. Em virtude da melhoria nos preços das commodities, o Brasil está sendo favoravelmente inserido nesse contexto, em que possui forte competitividade, principalmente por parte de grandes empresas brasileiras no exterior (RIBEIRO, 2012). Com isso, o IBD passou a representar um dos principais fatores de mudança estrutural do setor privado nacional (COUTINHO; HIRATUKA; SABATINI, 2008).

O Brasil vem se destacando como o principal investidor na América Latina, passando de US\$1 bilhão entre 1991 e 2000, para US\$28 bilhões em 2006, segundo dados da UNCTAD (2010). Mesmo com a crise mundial, em 2009 o estoque de investimento brasileiro direto no exterior chegou a patamares de US\$158 bilhões, quase três vezes maior que o apresentado em 2003.

2.3. Riscos e Oportunidades na Internacionalização de Empresas

Para enfrentar o aumento da competitividade e uma globalização cada vez maior dos mercados, as empresas estão apostando na internacionalização de suas operações. Porém, esse processo apresenta riscos e oportunidades que não devem ser desconsiderados no plano estratégico de entrada nos mercados internacionais.

Dentre as oportunidades inerentes à internacionalização das empresas, encontram-se:

[...] a internacionalização permite às firmas, ainda, proteção contra taxas cambiais desfavoráveis; diluição de riscos pela diversificação de mercados; acesso facilitado aos sistemas de comercialização de países receptores do investimento – melhor conhecimento do atacado e varejo local –; acesso a capital de baixo custo (ou menor custo que no país de origem); menor dependência do mercado interno; rápida adaptação aos produtos ofertados a mercados específicos; maior disponibilidade financeira para reinvestimentos na produção e na inovação (BRASIL, 2009, grifo nosso).

Mesmo com tantos benefícios, deve-se levar em conta a criação de postos de trabalho, tanto no país de destino dos investimentos (no caso de instalação de fábricas) quanto no país de origem, onde será necessária uma especialização da mão de obra para a expansão do negócio.

Outra oportunidade que merece destaque é a proteção contra taxas cambiais desfavoráveis, uma vez que as empresas podem escolher determinados países para iniciar o processo de internacionalização por causa da taxa de câmbio favorável encontrada nesses países em relação a outros, ou ainda “fugir” do câmbio desfavorável do seu país de origem, o que atrapalharia a manutenção de suas atividades.

Como todo processo de mudança envolve riscos, as empresas investidoras devem ficar atentas, pois na visão de Anthony e Govindarajan (2008), as diferenças culturais, o preço da transferência e as taxas de câmbio configuram obstáculos na internacionalização de empresas. Entre as três variáveis citadas acima, a mais importante delas é a das diferenças culturais, influenciando o controle gerencial dentro de uma companhia internacionalizada. Pois, em quanto mais países a organização estiver inserida, mais exposta estará a empresa às diferenças culturais. Também deve ser analisado o custo da transferência na internacionalização, baseando-se na tributação, regulamentações governamentais, tarifas, controle de divisas, entre outros fatores.

As taxas de câmbio, por sua vez, têm um potencial significativo para influenciar os resultados das empresas globais, visto que a variação de valor das diferentes moedas, nos diferentes momentos das operações internacionais, pode, por si só, ocasionar significativas variações na competitividade e nos resultados dessas operações. Maior a dependência de cada empresa internacionalizada, seja no nível das receitas, dos custos e preços dos insumos, do endividamento ou do acesso ao financiamento, maior será a exposição dessas empresas ao risco do tipo cambial, e mais condicionados estarão, em tese, os seus resultados econômicos a essa variação do câmbio. Valorizações ou desvalorizações na moeda de origem podem provocar variações no poder de compra dos investimentos estrangeiros diretos. As companhias internacionalizadas enfrentam exposições a este risco econômico e, com o intuito de minimizar esses riscos, elas optam por realizar estratégias de *hedging* cambial.

O impacto da exposição cambial no retorno das ações brasileiras foi estudado por diversos autores, tais como Faria, Unfer e Feldman (2010). Empresas como Vale, Petrobras e Gerdau tiveram seus dados coletados e, após uma análise, concluiu-se que essas companhias sofrem algum tipo de

impacto nas suas operações em virtude da valorização ou desvalorização do câmbio.

Silva (2010), em uma pesquisa em busca de diagnosticar as dificuldades encontradas pelas empresas internacionalizadas, analisou duas organizações distintas e concluiu que os maiores problemas se referem às diferenças culturais, o que gerava conflitos dentro da organização.

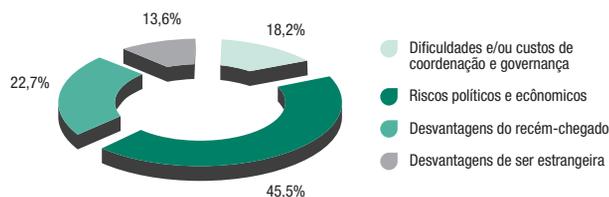
Já no estudo de Pinto e Gomes (2010) ao analisar o início das atividades dos restaurantes Spoleto e China in Box no México, constatou-se que ambas as empresas iniciaram suas atividades internacionais através de parcerias com outras empresas. Em relação as dificuldades, o Spoleto alegou problemas no controle das operações; já o China in Box indicou escassez de matérias-primas e problemas no ajuste do cardápio a fim de atender aos hábitos locais.

Em uma comparação entre empresas internacionalizadas do Brasil, Canadá, Irã e Líbano, Silva (2012) verificou que, nas empresas brasileiras, os componentes que mais afetaram o desempenho foram as variáveis cultura e clima organizacional.

Ao estudar mil empresas de base tecnológica (EBT's), Ribeiro (2012) observou que o que melhor discrimina a internacionalização das EBT's Born globals, nos dias de hoje, é a integração em cadeias produtivas globais.

A Fundação Dom Cabral, através de sua pesquisa com as empresas internacionalizadas, concluiu que 45,5% dos participantes apresentaram riscos políticos e econômicos, sendo as principais dificuldades na internacionalização das empresas, o que pode ser observado na figura 1:

Figura 1: Principais desafios da internacionalização



Fonte: Fundação Dom Cabral, 2012, p. 17

No processo de internacionalização, vantagens e desvantagens são apresentadas especificamente por cada companhia. Porém, Pinto e Gomes (2010) nos mostra que a estrutura, o preço de transferência, a assimetria internacional, a distância e o câmbio são dificuldades que devem ser levadas em consideração, conforme apresentado no quadro abaixo:

Quadro 1: Dificuldades apresentadas por Merchant no controle gerencial das organizações internacionalizadas

| Dificuldades | Motivos |
|--------------|--|
| Estrutura | A organização apresenta três dimensões: funcionais, por linha de produto e geográfica. A dimensão geográfica requer adaptação do controle gerencial à cultura do país, enquanto a funcional admite mudanças na forma como a empresa atua, e a dimensão por linha de produto sugere mudanças aos produtos considerando o novo mercado de atuação. |

| | |
|--------------------------|--|
| Preço de transferência | A organização pode apresentar dificuldades ao elaborar o preço de transferência, ocasionada pela taxa de câmbio e fatores administrativos. |
| Assimetria internacional | Ocorre entre a matriz e as filiais internacionalizadas. A administração central pode “engessar” as filiais internacionalizadas, limitando ações. |
| Distância | Distância, língua e o fuso horário entre a matriz e as filiais internacionalizadas dificultam a visita e a comunicação da administração central. |
| Câmbio | O câmbio dificulta a avaliação dos negócios internacionalizados. |

Fonte: PINTO; Gomes, 2010, p. 70

Ao analisar o Quadro 1, deve-se destacar o câmbio, devido a sua interferência direta nos resultados não só das filiais, como no resultado consolidado das matrizes, gerando dificuldades na avaliação dos negócios.

2.4. Incentivos à Internacionalização no Brasil

Pode-se definir como a principal contribuição para a competitividade de empresas brasileiras no exterior as reformas introduzidas no Brasil na década de 1990. Dentre elas a estabilização dos preços a partir da implantação do Plano Real, a abertura da economia, a privatização de empresas públicas e a ancoragem cambial, com a apreciação do câmbio gerando certa vantagem frente à produção estrangeira.

Uma série de ações importantes por parte do governo também foi adotada, complementando as reformas que incentivaram as companhias brasileiras a se internacionalizarem. Tais ações foram o programa de formação de agentes de comércio exterior, os encontros de comércio exterior, as linhas de financiamento para as exportações, a simplificação de procedimentos de operações de comércio exterior, o programa Alerta Exportador do Inmetro e o programa de inteligência comercial do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior da Apex-Brasil (TEIXEIRA, 2006, p. 4).

Vale ressaltar que a criação de políticas públicas de incentivo tem sido motivada pela forte participação do investimento brasileiro no exterior - porém elas não estão sendo direcionadas apenas para a exportação (forma mais tradicional de internacionalização), mas também ao incentivo de novas parcerias, fusões e aquisições entre empresas.

Com a reformulação das condições de financiamento dessas companhias, o Banco Nacional do Desenvolvimento Social (BNDES) tem sido um aliado da internacionalização de empresas brasileiras, principalmente após a criação do Programa de Apoio a Investimentos de Empresas Brasileiras de Capital Nacional no Exterior, em 2002, cujo objetivo era financiar investimentos nas áreas de logística, comercialização, apoio a exportações, infraestrutura de serviços, instalação de unidades produtivas no exterior e na formação de *joint-ventures*. O programa exigiu mudança no estatuto do BNDES (IGLESIAS; VEIGA, 2002).

A criação da Resolução BNDES nº 1.189, de 19 de julho de 2005, constituiu um marco no estímulo de políticas públicas na internacionalização de empresas de capital nacional. Essa resolução teve como objetivo “estimular a inserção e o fortalecimento de empresas de capital nacional no mercado internacional, [...], através do apoio a investimentos ou pro-

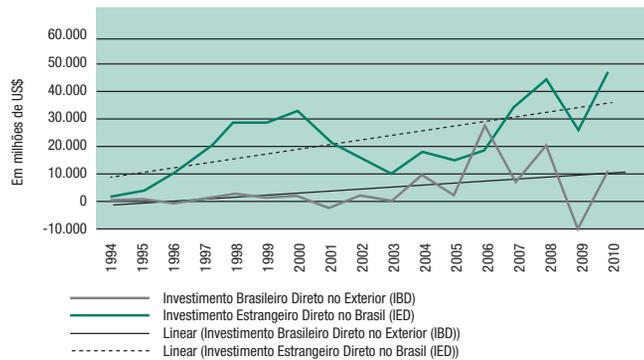
jetos a serem realizados no exterior, sempre que contribuam para promover as exportações brasileiras”.

A primeira empresa a ser beneficiada pela Resolução BNDES nº 1.189 foi o frigorífico Friboi S.A., que adquiriu 85,3% da empresa argentina Swift Armour (líder no segmento de carnes e embutidos naquele país), graças a um financiamento de US\$ 80 milhões. Outra que também obteve financiamento, mas em uma operação de menor vulto, foi a Cooperativa Agroindustrial Lar, visando a construção de uma unidade de beneficiamento de grãos no Paraguai.

O governo brasileiro também mostrou seu apoio em 2005 com a participação de 15 mil empresas brasileiras em 550 eventos internacionais, graças a Apex-Brasil, onde foi gerado aproximadamente US\$ 20 bilhões em negócios, especialmente com países árabes. Outro importante investimento foi a criação de Centros de Distribuição de Produtos Brasileiros no Exterior, o primeiro deles na cidade de Miami, nos Estados Unidos. Tais centros facilitam a inserção de empresas brasileiras que estejam iniciando suas atividades naquele país, por meio de apoio para liberação de mercadorias, depósito, sala de reuniões e assessoria para contratação de serviços locais.

Com todos esses incentivos por parte do governo brasileiro, a entrada e saída de investimento direto têm elevado o fluxo de investimentos brasileiros a níveis bastante expressivos. O fluxo de capitais brasileiros no exterior em 2010 foi o terceiro maior desde 1994, conforme apresentado abaixo no Gráfico 1:

Gráfico 1: Brasil: fluxos de investimentos diretos

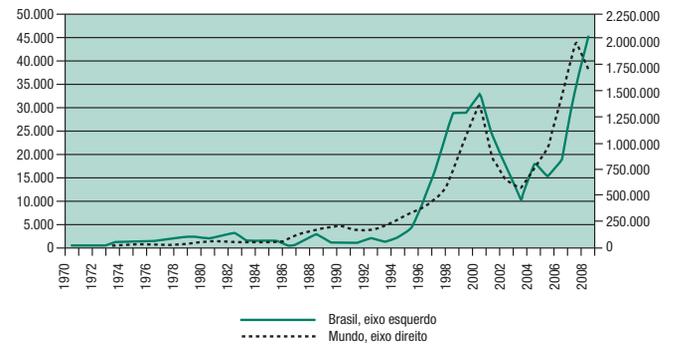


Fonte: Fundação Dom Cabral, 2011, p. 2

Já o investimento brasileiro direto no exterior ultrapassou US\$ 48 bilhões, atingindo seu número recorde desde 1994. Através da análise do gráfico acima, é possível verificar também que não só os fluxos de capital brasileiro, como também os investimentos estrangeiros no Brasil, tendem a manter um crescimento acentuado nos próximos anos. Ao mesmo tempo, é possível observar concordância entre os movimentos de IED e IBD ao longo do período. Os crescentes valores de investimentos no exterior mostram que as empresas brasileiras incorporam a competição em nível global às suas estratégias de longo prazo (FUNDAÇÃO DOM CABRAL, 2011).

Interessante notar também que tanto o comportamento do investimento estrangeiro direto (IED) no Brasil como o comportamento do investimento brasileiro direto (IBD) no exterior seguem o mesmo padrão verificado não só nas economias emergentes, como também na economia mundial como um todo - com picos em 1997, queda ao redor de 2001, recuperação a partir de 2003, novo pico em 2008, acentuada retração em 2009 e discreta recuperação a partir de 2010 (UNCTAD, 2010), o que pode ser verificado no Gráfico 2:

Gráfico 2: IED entrada no Brasil e no mundo (US\$ milhões)



Fonte: GONÇALVES, 2011, p. 12

No Gráfico 3, encontra-se a relação existente flutuações no índice Ibovespa e flutuações nas taxas de câmbio:

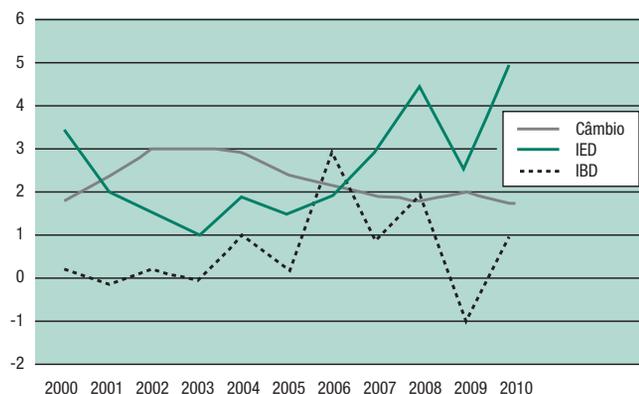
Gráfico 3: Relação entre Ibovespa e câmbio



Fonte: www.dadosdabolsa.com

Através da análise do Gráfico 3, é possível verificar a correlação negativa existente entre o Ibovespa e o câmbio: todas as vezes em que o Ibovespa alcança marcas mais altas, como em 2008, o câmbio, por sua vez, alcança patamares mais baixos. E o inverso também acontece, o que indica que há uma correlação negativa entre esses dois índices.

No Gráfico 4, é possível verificar a relação entre as flutuações cambiais, o investimento estrangeiro direto e o investimento brasileiro direto no exterior:

Gráfico 4: Relação entre câmbio, IED e IBD

Fonte: Dados da Fundação Dom Cabral, 2011, p. 2

Como pode ser verificado no Gráfico 4, ocorreu uma retração dos investimentos estrangeiros no Brasil entre os anos 2000 e 2003, seguindo uma tendência da economia mundial, devido a instabilidades na própria economia e na política. No Brasil, essa tendência também foi verificada com menos investimentos estrangeiros diretos, o que pode ter sido acentuado pelas incertezas geradas pela sucessão eleitoral e de possível mudança de governo (fim do mandato do então presidente Fernando Henrique Cardoso e início da era Lula da Silva).

Em 2006, observou-se um aumento acentuado do investimento brasileiro direto no exterior: fato histórico na economia brasileira onde, pela primeira vez, os investimentos brasileiros superam os investimentos estrangeiros.

Através da análise do Gráfico 2, percebe-se que o câmbio não mantém uma relação direta com o IED, mas apenas com o IBD, pois em períodos que o câmbio se aprecia no Brasil, especialmente entre 2003 e 2008, os investimentos aumentam, tanto IED como IBD.

A hipótese inicial desse estudo parece se sustentar, visto que haveria correlação entre aumento do investimento brasileiro no exterior e flutuações nas taxas de câmbio.

3. Metodologia

Segundo Silva (2003), o problema que está sendo investigado e os objetivos mencionados na pesquisa influenciam na escolha da metodologia. Gil (2002) destaca que a classificação das pesquisas deve ser baseada em seus objetivos adotando três diferentes formas: exploratórias, descritivas e explicativas.

Sendo assim, pode-se caracterizar essa pesquisa como descritiva, pois, segundo Gil (2002), “pesquisas descritivas são aquelas que visam descobrir a existência de associações entre variáveis”. Também afirmado por Vergara (2007, p. 47), “a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza”.

Com esse estudo, busca-se analisar estatisticamente, nas empresas brasileiras internacionalizadas, se há correlação entre as variáveis retorno da ação da empresa, retorno do mercado e variação do câmbio.

Quanto a abordagem do problema, as pesquisas podem ser classificadas em qualitativas e quantitativas. De acordo com Diehl (2004), quantitativa é a pesquisa que pode ser traduzida em números, utilizando-se métodos estatísticos. Já a pesquisa qualitativa busca uma relação entre a realidade e o objeto de estudo, possibilitando o entendimento das mudanças nos indivíduos.

Nesse estudo, será utilizada a abordagem quantitativa, por meio de métodos estatísticos de análise de correlação e análise de regressão linear múltipla, uma vez que o motivo para se conduzir uma pesquisa quantitativa é descobrir quantas pessoas de uma determinada população compartilham uma característica ou um grupo de características (LAKATOS; MARCONI, 2003). Nessa pesquisa, busca-se verificar se determinada variação na taxa de câmbio impacta no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

3.1. Hipótese de Pesquisa

Sendo questões testáveis, supostas e prováveis, as hipóteses de pesquisa devem ser verificadas a ponto de responder a questão da pesquisa (LAKATOS; MARCONI, 1991; GIL, 2002).

Desse modo, sustentado pelo referencial teórico e correlacionado ao objetivo da pesquisa, que busca analisar o impacto da variação cambial sobre o retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, as seguintes hipóteses foram levantadas:

H_0 (hipótese nula): Variações na taxa de câmbio não afetam o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

H_1 (hipótese alternativa 1): Variações na taxa de câmbio afetam o retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

3.2. População e Amostragem

A fim de atingir o objetivo da pesquisa, foram selecionadas as 47 empresas mais transnacionais brasileiras que compõem o *ranking* da Fundação Dom Cabral (FDC), publicado em 2012. Do total, 3 foram excluídas por se tratarem de instituições financeiras e 16 por não serem empresas de capital aberto, o que dificulta a obtenção dos seus dados.

Por fim, o trabalho foi conduzido por meio da análise das 28 empresas: JBS Friboi, Gerdau, Metafrio, Marfrig, Magnesita, Suzano Papel e Celulose, Vale, Weg, Embraer, Marcopolo, Natura, Cia Providência, América Latina Logística, Petrobras, Minerva, Bematech, Ultrapar, Gol, Randon, Totvs, DHB, Porto Seguro, Oi, Tegma, Cemig, Portobello, Eletrobras e M. Dias Branco.

A maior parte das empresas selecionadas para o estudo faz parte dos setores de alimentos, serviços, transporte e logística, máquinas e equipamentos, extração mineral, energia elétrica, aeronaves, comunicação e informática.

3.3. Desenho da Pesquisa

Foi utilizado o modelo de regressão linear múltipla descrito nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010) para verificar o impacto da volatilidade do câmbio no retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas.

$$rt = \alpha_0 + \beta_0 Rt + \gamma_0 St + \mu \quad (1)$$

rt = retorno das ações das empresas brasileiras internacionalizadas;

Rt = retorno do índice Ibovespa (mercado);

St = desvalorização cambial no período;

μ = termo aleatório.

Foi escolhido o índice Ibovespa de maneira complementar na análise das ações das empresas brasileiras internacionalizadas: além de verificar o impacto do câmbio nas ações dessas empresas, a regressão linear também analisará o comportamento da Bolsa de Valores nessas ações, com o objetivo de perceber se flutuações gerais do mercado estariam influenciando as empresas individualizadas.

Os dados referentes as ações das empresas internacionalizadas, índice Ibovespa e desvalorização cambial foram coletados no banco de dados Economática, na forma de fechamento mensal, no período compreendido em janeiro de 2000 a dezembro de 2012.

Para a variável retorno real das ações das empresas brasileiras internacionalizadas (rt), foi calculado o seu logaritmo natural e utilizado o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) como índice de inflação, como disposto na equação abaixo:

$$rt = \text{LN} (Pt / It) - \text{LN} (Pt-1 / It-1) \quad (2)$$

Pt = é o preço da ação na data t;

It = IPCA.

Já para o cálculo da variável independente retorno real do mercado Rt, quando foi utilizado o índice Ibovespa como índice de mercado, tem a seguinte fórmula:

$$Rt = \text{LN} (Ibovespat / It) - \text{LN} (Ibovespat-1 / It-1) \quad (3)$$

Ibovespat = índice Ibovespa na data t;

It = IPCA.

A variável independente referente à variação cambial ΔSt foi calculada em função da primeira diferença do logaritmo natural. Foi utilizado tanto o logaritmo natural das taxas de câmbio quanto das paridades cambiais, apresentando ambas, o mesmo resultado.

4. Resultados e Discussão

Dentre as 47 empresas que compunha o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral em 2012, foram selecionadas 28 para a realização desta pesquisa, dada que as demais não possuem divulgação de seus relatórios. Os dados encontrados através da aplicação da regressão nas empresas brasileiras internacionalizadas estão descritos no Quadro 2, a seguir:

Quadro 2: Análise de regressão das empresas internacionalizadas

| Empresas | R ² | F de sig | p-valor Ibovespa | p-valor Câmbio |
|-----------------|----------------|----------|------------------|----------------|
| Friboi | 12% | 0,00 | 0,002 | 0,531 |
| Gerdau | 56% | 0,00 | 0,000 | 0,518 |
| Metafrigo | 5% | 0,02 | 0,013 | 0,556 |
| Marfrig | 10% | 0,00 | 0,006 | 0,602 |
| Magnesita | 15% | 0,00 | 0,001 | 0,349 |
| Suzano | 25% | 0,00 | 0,000 | 0,102 |
| Vale | 38% | 0,00 | 0,000 | 0,000 |
| Weg | 7% | 0,01 | 0,011 | 0,984 |
| Embraer | 30% | 0,00 | 0,000 | 0,000 |
| Marcopolo | 19% | 0,00 | 0,000 | 0,220 |
| Natura | 11% | 0,00 | 0,000 | 0,638 |
| Cia Providência | 8% | 0,00 | 0,008 | 0,890 |
| ALL | 9% | 0,00 | 0,001 | 0,606 |
| Petrobras | 52% | 0,00 | 0,000 | 0,664 |
| Minerva | 13% | 0,00 | 0,002 | 0,468 |
| Bematech | 6% | 0,01 | 0,010 | 0,607 |
| Ultrapar | 3% | 0,13 | 0,046 | 0,310 |
| Gol | 12% | 0,00 | 0,002 | 0,537 |
| Randon | 28% | 0,00 | 0,000 | 0,934 |
| Totvs | 6% | 0,01 | 0,005 | 0,411 |
| DHB | 1% | 0,59 | 0,315 | 0,621 |
| Porto Seguro | 20% | 0,00 | 0,000 | 0,236 |
| Oi | 32% | 0,00 | 0,000 | 0,423 |
| Tegma | 14% | 0,00 | 0,004 | 0,216 |
| Cemig | 36% | 0,00 | 0,000 | 0,980 |
| Portobello | 5% | 0,02 | 0,007 | 0,393 |
| Eletrobras | 27% | 0,00 | 0,000 | 0,220 |
| M. Dias Branco | 8% | 0,00 | 0,003 | 0,739 |

Fonte: A autora, 2014

Realizando a análise de regressão, verificou-se que das 28 empresas brasileiras internacionalizadas, apenas as empresas Gerdau e Petrobras apresentaram um R-quadrado superior a 50%: 56% na primeira, e 52% na segunda.

Utilizado como uma medida de ajuste, o R-quadrado é a proporção da variação amostral da variável dependente pelas variáveis independentes. Todavia, nem sempre deverá ser levado em conta o R-quadrado, já que os modelos econométricos utilizados devem ser avaliados (WOOLDRIDGE, 2003).

Na regressão linear múltipla, deve-se analisar a significância do modelo estatístico proposto. Este é definido pelo F de significação (Fávero et al. 2009).

De todas as empresas analisadas, apenas a Ultrapar e a DHB apresentaram um F de significação superior ao nível de significância de 5%, podendo-se afirmar que tanto as variações nas taxas de câmbio quanto às variações no mercado não influenciam o retorno das ações dessas empresas.

Nas demais empresas, o valor-p encontrado em cada uma delas foi inferior ao nível de significância de 5%. Com

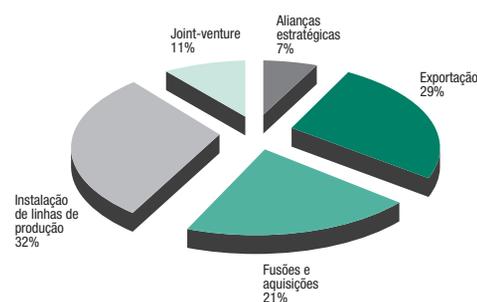
isso verificou-se que o retorno do mercado afeta o retorno das ações das empresas.

Com relação ao câmbio, apenas nas empresas Vale e Embraer verificou-se que tanto valorizações quanto desvalorizações cambiais afetam o retorno das ações dessas companhias.

4.1. Início da Internacionalização das Empresas Brasileiras

Analisando o início do processo de internacionalização das empresas brasileiras internacionalizadas que compõem o *ranking* realizado pela Fundação Dom Cabral em 2012, verificou-se que a maior parte dessas companhias inicia sua internacionalização instalando linhas de produção no exterior, como pode ser verificado no Gráfico 5:

Gráfico 5: Início da internacionalização das empresas brasileiras



Fonte: Os autores, 2014

Verifica-se que 32% das empresas brasileiras internacionalizadas pesquisadas iniciam seu processo de internacionalização através da instalação de linhas de produção no exterior; seguida de 29% através de exportações; 21% delas iniciam por meio de fusões e aquisições com empresas estrangeiras; 11% através de *joint-venture* e 7% delas por meio de alianças ou parcerias estratégicas com empresas estrangeiras.

5. Considerações Finais

Este estudo buscou analisar a importância da variação cambial das empresas brasileiras internacionalizadas e também a variação no retorno das ações dessas companhias.

A presente pesquisa teve como objetivo principal verificar se existe ou não correlação entre as variáveis: variação do câmbio e variação das ações das empresas brasileiras internacionalizadas. Para isso, utilizou-se o modelo estatístico de regressão linear descrito nos trabalhos de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010) e dados das empresas brasileiras internacionalizadas, presente no *ranking* da Fundação Dom Cabral, de 2012.

Por meio da regressão realizada nas 28 empresas brasileiras internacionalizadas, verificou-se que somente as empresas Petrobras e Gerdau apresentaram um R-quadrado superior a 50%: 52% na primeira e 56% na segunda.

Como afirma Wooldridge (2003), o R-quadrado é a proporção da variação amostral da variável dependente pelas variáveis independentes, e é utilizada como uma medida de ajuste. Contudo, nem sempre deverá ser dada importância demasiada ao R-quadrado, pois devem ser avaliados os modelos econométricos utilizados (WOOLDRIDGE, 2003).

Dessa maneira, como afirmam Fávero et al. (2009), na regressão linear múltipla, se torna necessário verificar a significância do modelo estatístico proposto, que é definido pelo F de significação.

Nas empresas analisadas, apenas duas possuíam o F de significação superior ao nível de significância de 5%, Ultrapar e DHB, podendo-se afirmar assim que as variáveis retorno do mercado e câmbio não são capazes de explicar variações no retorno das ações dessas companhias.

Em todas as demais, o retorno do mercado afetou o retorno das ações das companhias, já que o valor-p de cada uma delas foi inferior ao nível de significância de 5%.

No que diz respeito ao câmbio, somente as empresas Vale e Embraer apresentaram um resultado que indicava que flutuações cambiais impactaram no retorno das ações dessas empresas.

Ao contrário do que se concluiu nas pesquisas de Faria (2010), Unfer (2010) e Feldman (2010) – nas quais foram analisadas as companhias Vale, Petrobras e Gerdau, respectivamente, e foi verificada correlação entre a variação do câmbio e o retorno das ações –, neste estudo o mesmo não pôde ser verificado, mesmo realizando um desdobramento com essas três empresas, utilizando as mesmas variáveis.

Essa diferença nos resultados encontrados entre as pesquisas pode estar relacionada ao período de tempo utilizado: essa pesquisa utiliza os anos entre 2000 e 2012, enquanto as outras iniciam em 1995, período em que a internacionalização era pequena e se limitava a poucos casos. Utilizando um universo maior de análise, 28 empresas ao contrário de 3, pode-se supor que outras variáveis também influenciem na decisão dos investidores. De qualquer maneira, os resultados obtidos nessa pesquisa podem apenas indicar se há ou não correlação entre as variáveis no período de tempo pesquisado.

Dessa maneira, o objetivo de pesquisa foi alcançado, pois foi analisado estatisticamente o impacto das variações cambiais no retorno das ações das principais empresas brasileiras internacionalizadas, no período entre 2000 e 2012.

Dessa forma, pode-se deduzir que, possivelmente, outras variáveis causariam um impacto mais determinante na variação no retorno das ações das companhias internacionalizadas, especialmente aquelas ligadas à dimensão estratégica, como apontado pelo levantamento de percepção de oportunidades efetuado pela Fundação Dom Cabral junto aos decisores brasileiros, tais como: aumento do valor da marca da empresa, aproximação e associação às redes produtivas globais, posicionamento estratégico em mercados consumidores, ganho de competitividade em relação aos consumidores locais, aumento da capacidade de acesso a tecnologias e inovação ou ainda redução de riscos através da diversificação geográfica.

Ao mesmo tempo, o comportamento das empresas brasileiras internacionalizadas parece acompanhar as flutuações que acontecem no mercado em geral, independentemente das estratégias individualizadas nas companhias ou das variações cambiais.

Dentre os objetivos específicos, buscou-se descrever o início do processo de internacionalização das empresas, nos quais averiguou-se que a maior parte das empresas brasileiras internacionalizadas, 32% delas, inicia seu processo de internacionalização por meio da instalação de linhas de produção no exterior; 29% através de exportações; 21%

delas através de fusões e aquisições com empresas internacionais.

Futuras pesquisas podem aumentar o levantamento realizado por esse estudo, seja acrescentando mais empresas ou outras variáveis no modelo de regressão proposto ou ainda aumentando o período de tempo pesquisado.

Outras pesquisas podem também realizar um estudo semelhante, porém com uma metodologia diferenciada: com a aplicação de questionários nas empresas brasileiras internacionalizadas, com o objetivo de verificar quais foram as reais oportunidades, riscos e motivadores da internacionalização.

Referências

- ALEM, A. **Macroeconomia**: teoria e prática no Brasil. São Paulo: Elsevier, 2010.
- ANTHONY, R. N.; GOVINDARAJAN, V. **Sistemas de controle gerencial**. São Paulo: Atlas, 2008.
- BASSI, Eduardo. **Globalização de Negócios**. São Paulo: Cultura Editores Associados, 1999.
- BRASIL. **Termo de referência: internacionalização de empresas brasileiras**. 2009. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/arquivos/dwnl_1260377495.pdf>. Acesso em: 04 nov. 2012.
- COUTINHO, L.; HIRATUKA, C.; SABATINI, R. O investimento direto no exterior como alavanca dinamizadora da economia brasileira. In: BARROS, O.; GIAMBIAGI, F. **Brasil globalizado**. São Paulo: Campus, 2008.
- DIEHL, AstorAntonio. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004.
- FARIA, Daniel Guimarães Pache de. Exposição cambial: o caso da Vale no período de 1995 até 2009. 2010. 45 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.
- FÁVERO, Luiz Paulo. et al. **Análise dos Dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- FELDMAN, Flavio. O impacto da variação da taxa de câmbio sobre o retorno das ações da Gerdau. 2010. 59 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.
- FLEURY, A. C. C.; FLEURY, M. T. L. **Internacionalização e os países emergentes**. São Paulo: Atlas, 2007.
- FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking das Transnacionais Brasileiras 2012**: os benefícios da internacionalização. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/pt/Documents/2012/ranking_transnacionais_brasileiras2012.pdf>. Acesso em 13 fev. 2013.
- FUNDAÇÃO DOM CABRAL. **Ranking das Transnacionais Brasileiras 2011**: crescimento e gestão sustentável no exterior. Disponível em: <http://www.fdc.org.br/hotsites/mail/relatorio_transnacionais/relatorio_ranking_2011_final.pdf>. Acesso em 14 fev. 2013.
- GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GONÇALVES, Reinaldo. **Impacto do Investimento Estrangeiro Direto sobre Renda, Emprego, Finanças Públicas e Balanço de Pagamentos**. Brasília: CEPAL, 2011.
- IBOVESPA x dólar. 2013. 1 gráfico. Disponível em: <<http://www.dadosdabolsa.com/Ibovespa%20x%20Dolar>> . Acesso em: 28 dez. 2013.
- IGLESIAS, Roberto Magno; VEIGA, Pedro da Motta. Promoção de Exportações via Internacionalização das Firms de Capital Brasileiro. In: Pinheiro, Armando Castelar; Markwald, Ricardo; e Pereira, Lia Valls (orgs). O Desafio das Exportações. Rio de Janeiro: BNDES, Dezembro de 2002. 1ª edição.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- PINTO, Leonardo José Seixas; GOMES, Josir Simeone. Dificuldades encontradas na internacionalização dos negócios para o México: um estudo comparativo entre o restaurante Spoleto e a rede China in Box. **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 2, n. 2, p. 67-78, jul./dez. 2010.

RIBEIRO, Fernanda Cecília Ferreira. Born Globals brasileiras: estudo da internacionalização de empresas de base tecnológica. 2012. 250 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

SILVA, Antonio Carlos Ribeiro da. **Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade**: orientações de estudos, projetos, relatórios, monografias, dissertações, teses. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, Adriane Fagundes Sacramento da. Consideração do elemento cultural no desenho do controle de gestão das empresas estrangeiras. 2010. 164 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

SILVA, Adriano José Siqueira da. O impacto das variáveis Cultura e Clima organizacional na gestão do Capital Intelectual: um estudo comparativo entre Brasil, Canadá, Irã e Líbano. 2012. 56 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Administração e Finanças, Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2012.

TEIXEIRA, Alessandro G. A internacionalização de empresas brasileiras e o papel do Estado. In: XVIII Fórum Nacional. **Estudos e Pesquisas**, Rio de Janeiro, n. 160, 2006.

UNCTAD. **World Investment Report 2010**: investing in a low-carbon economy. New York: United Nations, 2010.

UNFER, Gustavo Luchese. Exposição cambial: o caso da Petrobras. 2010. 40 f. Dissertação (Mestrado Profissionalizante) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2010.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 8ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics**: a modern approach. 2ª ed. South Western: Thomson, 2003.