



JUCIARA NUNES DE ALCÂNTARA

**ANÁLISE DOS EFEITOS DA PROPRIEDADE ESTATAL
SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS
MULTINACIONAIS BRASILEIRAS E DE SUAS
SUBSIDIÁRIAS**

**LAVRAS – MG
2018**

JUCIARA NUNES DE ALCÂNTARA

**ANÁLISE DOS EFEITOS DA PROPRIEDADE ESTATAL SOBRE O DESEMPENHO
FINANCEIRO DAS MULTINACIONAIS BRASILEIRAS E DE SUAS
SUBSIDIÁRIAS**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras,
como parte das exigências do Programa de Pós-
Graduação em Administração, área de concentração
Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a
obtenção do título de Doutora.

Profa. Dra. Cristina Lelis Leal Calegario
Orientadora

Prof. Dr. Jorge Manoel Teixeira Carneiro
Coorientador

LAVRAS – MG

2018

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema de Geração de Ficha Catalográfica da Biblioteca Universitária da UFLA,
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

Alcântara, Juciara Nunes de.

Análise dos efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras e de suas subsidiárias / Juciara Nunes de Alcântara. – 2017.

240 p. : il.

Orientadora: Cristina Lelis Leal Calegario.

Coorientador: Jorge Manoel Teixeira Carneiro.

Tese (doutorado) - Universidade Federal de Lavras, 2017.

Bibliografia.

1. Propriedade Estatal de multinacionais. 2. Análise multinível. 3. Desempenho das subsidiárias no exterior. I. Calegario, Cristina Lelis Leal. II. Carneiro, Jorge Manoel Teixeira. III. Título.

JUCIARA NUNES DE ALCÂNTARA

**ANÁLISE DOS EFEITOS DA PROPRIEDADE ESTATAL SOBRE O DESEMPENHO
FINANCEIRO DAS MULTINACIONAIS BRASILEIRAS E DE SUAS
SUBSIDIÁRIAS**

Tese apresentada à Universidade Federal de Lavras,
como parte das exigências do Programa de Pós-
Graduação em Administração, área de concentração
Gestão de Negócios, Economia e Mercados, para a
obtenção do título de Doutora.

APROVADA em 22 de agosto de 2017.

Prof. Dr. Francisval de Melo Carvalho	UFLA
Profa. Dra. Heloísa Rosa Carvalho	UFLA
Prof. Dr. Lelis Pedro de Andrade	IFMG/Formiga
Prof. Dr. Renato Silvério Campos	UFLA
Prof. Dr. Sérgio Lazzarini	INSPER

Profa. Dra. Cristina Lelis Leal Calegario
Orientadora

Prof. Dr. Jorge Manoel Teixeira Carneiro
Coorientador

LAVRAS – MG

2018

AGRADECIMENTOS

A elaboração de uma tese é um exercício árduo, de grande complexidade, que somente é possível de ser realizado mediante a superação de desafios físicos, psíquicos e cognitivos. Apesar de ser um caminho solitário, a conclusão de um trabalho como este depende de um sistema de suporte, com porções renovadas de amor, paciência e confiança, onde buscamos força e apoio para superar os entraves e obstáculos que surgem durante o percurso. Muitas pessoas fizeram parte direta ou indiretamente do meu suporte, as quais dedico este espaço como agradecimento.

Agradeço à Deus, o autor da minha vida, aquele que é o início, meio e fim. O qual tem minha vida esquadriada desde o ventre de minha mãe, e sabia o dia exato em que conseguiria alcançar tal feito. Sem Ele nada do que foi feito seria possível, e por meio d'Ele a obra ainda está sendo construída. Grandes coisas o Senhor tem planejado prá nós, e por isso nos alegramos.

Ao meu filho, Davi, motivo da minha inspiração. Ele que em muitos momentos foi meu companheiro mais fiel e mais leal, parceiro de “para casa” e das noites mal dormidas. Foi paciente e compreensivo em todos os momentos, respeitando as minhas limitações de tempo e minhas ausências. Obrigada!

Aos meus pais, Elifas e Maria das Graças, que com muito amor e humildade me incentivaram, e me ensinaram desde cedo o valor da educação e do conhecimento. Foram peças importantes em todos os momentos, aos quais serei sempre grata. A minha irmã Jessica, que me auxiliou neste processo, ora me substituindo nos momentos de minha ausência com o Davi, ora celebrando comigo cada etapa concluída, ou ainda me escutando quando precisava sistematizar os conceitos, teorias e modelos, obrigada! A minha irmã Juliana, que embora distante se fazia presente pela torcida, e pelo esforço na compreensão do meu trabalho em nossas conversas. Obrigada!

À minha orientadora e amiga, Prof. Cristina Calegario, que tem me acompanhado desde o mestrado, e por sete anos serviu como um exemplo, em quem me espelho, e de quem gostaria de herdar toda competência, empatia e ética. Obrigada pela porção considerável de paciência, por toda confiança em mim depositada e pelos valiosos ensinamentos, dos quais vou sempre procurar me lembrar. Não posso deixar de agradecer também por me “emprestar” o Calegario que prontamente me auxiliou nos modelos multiníveis. Espero que ainda possamos desenvolver muitos trabalhos juntas!

Agradeço também ao Prof. Jorge Carneiro, meu co-orientador, que por meio de muitas ligações repartiu comigo conhecimentos importantes, realizando contribuições que me forçaram a melhorar dia a dia o trabalho escrito.

Aos demais Professores Doutores Sérgio Lazzarini, Francisval de Melo Carvalho, Renato Silvério, Lelis Pedro de Andrade, e Heloísa Rosa Carvalho, os quais gentilmente aceitaram o convite para participar da banca de avaliadores, agradeço por todos os comentários e contribuições que agregaram muito, desde o desenvolvimento do trabalho até à sua conclusão. Muito Obrigada!

Agradeço a todos os professores do Departamento de Administração e Economia da UFLA – DAE por todo o ensinamento ao longo das disciplinas, e também aos técnicos que sempre foram prestativos e atenciosos em atender às demandas que surgiram em meio à esta jornada.

Aos amigos do Grupo de Economia Industrial e Negócios Internacionais – GEINI, em especial à Mariane, Nadia, Janderson, Paulo Henrique e Carol, pelo companheirismo e torcida, vocês foram suportes desde o início do curso, obrigada! Agradeço em especial aos colegas de sala do período de atuação como professora substituta no DAE, PH, Josiel, Layon, Debora e Lilia, que vivenciaram comigo etapas importantes do desenvolvimento deste trabalho e de minha formação profissional, jamais esquecerei dos nossos cafés, obrigada!

Também não posso me esquecer das amigas de vida, que embora não estejam inseridas no mundo acadêmico, foram apoio essencial para a conclusão deste trabalho. Meu muito obrigada pela amizade verdadeira, Cyntia, Ennedy, Livia, Natalie e Priscila (em ordem alfabética!).

Agradeço à Capes e à Fapemig, pelo apoio financeiro concedido durante todo o período do curso, o qual foi fundamental para a realização desta tese.

E a todos demais os familiares e amigos que me apoiaram e que foram suporte durante a realização desta tese, que eventualmente não foram mencionados, mas que certamente contarão sempre com meu reconhecimento, meus sinceros agradecimentos.

RESUMO GERAL

Objetivou-se com esta pesquisa verificar quais são os efeitos que a Propriedade Estatal das multinacionais brasileiras possuem sobre o desempenho financeiro das subsidiárias localizadas no exterior. O estudo, desenvolvido em duas partes, conta com uma introdução geral que apresenta as características gerais do padrão de investimento do governo nas multinacionais brasileiras, e descreve os investimentos dessas multinacionais no exterior. O artigo 1 e 2 trazem, respectivamente, os resultados das análises dos efeitos das modalidades de Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais e das subsidiárias. O estudo considera as propriedades estatal direta, em que o governo federal é o acionista controlador, e a indireta, referente ao investimento dos bancos públicos e dos fundos de pensão de instituições públicas. O banco de dados inicial corresponde aos dados financeiros de 422 subsidiárias de 37 multinacionais brasileiras distribuídas em 53 países num total de 2264 observações. A amostra final do artigo 2 constava com 207 subsidiárias (aproximadamente 50% do total da população). Foram empregadas diferentes técnicas para a análise dos dados, tais como regressões para dados em painel, métodos de momentos generalizados, modelos de dois estágios de Heckman, e regressões multiníveis, que analisam os efeitos das estruturas de agrupamento dos objetos de análise. Foram três as principais evidências encontradas. A primeira está relacionada ao efeito favorável da Propriedade Estatal sobre o desempenho da multinacional brasileira, que independe da modalidade de participação estatal na estrutura, seja direta ou indireta. A segunda refere-se à relação entre a Propriedade Estatal e o investimento em paraísos fiscais, mostrando que há uma propensão do governo brasileiro de investir em empresas que possuem subsidiárias em paraísos fiscais. A terceira está ligada ao efeito sobre o desempenho das subsidiárias evidenciando que a Propriedade Estatal possui um efeito multinível, influenciando de formas distintas as subsidiárias dentro de sua estrutura hierárquica. Interpreta-se que tais evidências apresentam implicações teóricas e práticas importantes para o campo de negócios internacionais, e ao discutir como a Propriedade Estatal pode influenciar os diferentes níveis de agrupamento das subsidiárias. A última parte apresenta as considerações finais da tese, retomando os objetivos, as principais conclusões e contribuições e as novas oportunidades de estudos geradas pela discussão realizada nesta tese.

Palavras-chave: Propriedade Estatal de multinacionais. Análise multinível. Desempenho das subsidiárias no exterior.

GENERAL ABSTRACT

The objective of this research was to verify what are the effects that the state ownership of the Brazilian multinationals have on the financial performance of the subsidiaries located abroad. The study, developed in three chapters, has a general introduction that presents the general characteristics of the government investment pattern in Brazilian multinationals, and describes the investments of these multinationals abroad. The second and third chapter respectively present the results of the analyzes of the effects of state ownership on the performance of multinationals and subsidiaries. The study considers the direct state properties, in which the federal government is the controlling shareholder, and the indirect one, referring to the investment of public banks and pension funds of public institutions. The initial database corresponds to the financial data of 422 subsidiaries of 37 Brazilian multinationals distributed in 53 countries in a total of 2264 observations. The final sample of the third chapter consisted of 207 subsidiaries (approximately 50% of the total population). Different techniques were used for data analysis, such as regressions for panel data, generalized moments methods, Heckman two-stage models, and multilevel regressions, which analyzes the effects of the clustering structures of the objects of analysis. There were three main evidences found. The first is related to the favorable effect of state ownership on the performance of the Brazilian multinational, which is independent of the modality of state participation in the structure, whether direct or indirect. The second refers to the relationship between state ownership and investment in tax havens, showing that there is a propensity of the Brazilian government to invest in companies that have subsidiaries in tax havens. The third is linked to the effect on the subsidiaries' performance, showing that state ownership has a multilevel effect, influencing subsidiaries differently within their hierarchical structure. It is interpreted that such evidence has important theoretical and practical implications for the international business field, when discussing how state ownership can influence the different levels of grouping of subsidiaries.

Keywords: State ownership of multinationals. Multilevel analysis. Performance of subsidiaries abroad.

LISTA DE FIGURAS

PRIMEIRA PARTE

Figura 1 - Total de empresas investidas pela Propriedade Estatal direta e indireta no período de 2000 a 2015.....	40
Figura 2 - Distribuição do número de multinacionais investidas por instituição pública indireta.	43
Figura 3 - Número de Subsidiárias da Propriedade Estatal Direta por ano.....	44
Figura 4 - Comparação da distribuição geográfica entre as subsidiárias do grupo de controle e das subsidiárias das MNEs de Propriedade Direta.	45
Figura 5 - Número de Subsidiárias da Propriedade Estatal Indireta por ano.	46
Figura 6 - Comparação da distribuição geográfica entre as subsidiárias do grupo de controle e das subsidiárias das MNEs de Propriedade Indireta.....	47

SEGUNDA PARTE - ARTIGOS

ARTIGO 1

Figura 1 - Modelo Conceitual de Análise.....	76
Figura 2 - Esquematização das Motivações e Efeitos do Investimento da Propriedade Estatal em Multinacionais com Subsidiárias em Paraísos Fiscais.....	88
Figura 3 - Histograma das Variáveis Dependentes ROA e ROE.	98
Figura 4 - Gráficos box-plot para as variáveis ROA e ROE após análise dos outliers.	100
Figura 5 - Histograma da Propriedade Estatal Direta e Indireta das Multinacionais Brasileiras no período de 2000 a 2015.	102
Figura 6 - Gráfico box-plot da Propriedade Estatal por Desempenho no período de 2000 a 2015.....	103
Figura 7 - Variação da Prop. Estatal Direta (a) e Indireta (b) nas medidas de desempenho.	104
Figura 8 - Efeito marginal do efeito da Propriedade Estatal direta e indireta sobre o desempenho das multinacionais brasileiras.	113

ARTIGO 2

Figura 1 - Estrutura Hierárquica da Subsidiária no Exterior.....	144
Figura 2 - Efeito da Propriedade Estatal no nível da multinacional.....	147

Figura 3 - Efeito da Propriedade Estatal no nível da relação entre o governo de origem e o país hospedeiro.....	152
Figura 4 - Efeito da Propriedade Estatal como nível superior da subsidiária.	156
Figura 5 - Modelo Conceitual - o efeito multinível da Propriedade Estatal sobre as subsidiárias no exterior.	157
Figura 6 - Nível cruzado entre Multinacionais e Países Hospedeiros.	179
Figura 7 - Regressões SUBROE por SOE1, SOE2, SOE3 por país hospedeiro.	197
Figura 8 - Regressões SUBROE por SOE1, SOE2, SOE3 por multinacional.	197

LISTA DE QUADROS

PRIMEIRA PARTE

Quadro 1 - Evolução do tipo das políticas industriais da economia brasileira. 30

SEGUNDA PARTE - ARTIGOS

ARTIGO 1

Quadro 1 - Argumentações dos principais pressupostos teóricos da relação Propriedade
Estatual e desempenho..... 65

Quadro 2 - Motivos e Justificativas legais para investimentos em paraísos fiscais..... 85

ARTIGO 2

Quadro 1 - Argumentos das perspectivas teóricas sobre o desempenho das subsidiárias
no exterior..... 140

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Quadro 1 - Resumo das hipóteses e resultados..... 226

LISTA DE TABELAS

PRIMEIRA PARTE

Tabela 1 - Sistematização da Organização da Tese.....	25
Tabela 2 - Relação das Multinacionais do Estudo, setor, período analisado e número de observações obtidas.	37
Tabela 3 - Investidores Diretos e Indiretos relacionados por multinacionais investidas.	41
Tabela 4 - Distribuição das subsidiárias das multinacionais de Propriedade Estatal direta por país no período de 2000 a 2015.....	45
Tabela 5 - Distribuição das subsidiárias de multinacionais de propriedade indireta por país.....	48

SEGUNDA PARTE - ARTIGOS

ARTIGO 1

Tabela 1 - Relação das Multinacionais Brasileiras e o período que compreende os relatórios analisados.....	78
Tabela 2 - Descrição das Variáveis Independentes, fonte, unidade e resultado esperado.	89
Tabela 3 - Estatísticas Descritivas do Desempenho Financeiro das Multinacionais Brasileiras no período de 2000 a 2015.....	98
Tabela 4 - Resultados do Teste de Shapiro Wilk e Shapiro Francis para normalidade de ROA e ROE.	99
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle e Propriedade Estatal.	101
Tabela 6 - Matriz de Correlação entre as variáveis dependentes e as preditoras.....	105
Tabela 7 - Regressão Linear entre desempenho e Prop. Estatal Indireta.	106
Tabela 8 - Correlação entre os resíduos das equações 1.1, 2.1 e a Propriedade Estatal Direta e Indireta.	107
Tabela 9 - Resultados do Painel Dinâmico.	110
Tabela 10 - Matriz de Correlação entre as variáveis de desempenho, a Propriedade Estatal direta e indireta e a Dummy Paraíso Fiscal.	114
Tabela 11 - Probit do Modelo de Heckman para o efeito da TaxHaven sobre a probabilidade da MNE possuir Propriedade Estatal direta ou indireta.....	114

Tabela 12 - Segundo estágio do Modelo de Heckman para o Efeito da Propriedade Estatal Direta e Indireta no desempenho das MNEs brasileiras.	116
--	-----

ARTIGO 2

Tabela 1 - Relação do número de observações por Multinacional Brasileira e o período que compreende os relatórios analisados.	159
Tabela 2 - Variáveis, operacionalização, fonte e resultados esperados.	168
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis.	188
Tabela 4 - Comparação de Médias.	189
Tabela 5 - Modelo Nulo e Efeito Aleatório Cruzado.	191
Tabela 6 - Decomposição da Variância do modelo nulo.	192
Tabela 7 - Decomposição da variância no modelo de nível cruzado.	193
Tabela 8 - Modelos de Intercepto Aleatório com variação da Propriedade Estatal.	195
Tabela 9 - Modelos de investigação do efeito multinível conforme a RBV.	199
Tabela 10 - Efeito conjunto da Propriedade Estatal e características da matriz sobre o desempenho da subsidiária.	201
Tabela 11 - Modelos de investigação do efeito estatal multinível conforme a TI.	203
Tabela 12 - Decomposição da Variância no modelo nulo da Teoria Institucional.	205
Tabela 13 - Decomposição da variância no modelo (17) da Teoria Institucional.	206
Tabela 14 - Modelos de investigação do efeito estatal multinível conforme a Economia Política.	208
Tabela 15 - Decomposição da variância no modelo nulo da Economia Política.	209

SUMÁRIO

PRIMEIRA PARTE	15
1 INTRODUÇÃO GERAL.....	15
1.1 Problema de Pesquisa	19
1.2 Objetivos	19
1.2.1 Objetivo geral	20
1.3 Justificativa da pesquisa	20
1.4 Organização do trabalho	23
2 CONTEXTUALIZAÇÃO DAS MULTINACIONAIS ESTATAIS BRASILEIRAS.....	26
3 REFERENCIAL TEÓRICO.....	31
3.1 A Multinacional de Propriedade Estatal e o investimento no exterior	31
4 METODOLOGIA	35
4.1 Tipo de pesquisa	35
4.2 População e amostra	36
4.3 Natureza, coleta e fonte de dados da tese.....	38
4.4 Análise da distribuição de frequência	39
5 PANORAMA GERAL DAS MULTINACIONAIS E DAS SUBSIDIÁRIAS	40
5.1 Panorama geral da Propriedade Estatal nas Multinacionais Brasileiras.....	40
5.2 Panorama geral das subsidiárias no exterior	43
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	49
REFERÊNCIAS	50
SEGUNDA PARTE - ARTIGOS.....	56
ARTIGO 1 - EFEITO DA PROPRIEDADE ESTATAL DIRETA E INDIRETA SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS MULTINACIONAIS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2000 A 2015	56
ARTIGO 2 - O EFEITO MULTINÍVEL DA PROPRIEDADE ESTATAL SOBRE O DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS NO PERÍODO DE 2000 A 2015	129
CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE	224
ANEXO A - DISTRIBUIÇÃO DAS SUBSIDIÁRIAS BRASILEIRAS POR PAÍS AO LONGO DO PERÍODO ANALISADO	228
ANEXO B - DISTRIBUIÇÃO DAS SUBSIDIÁRIAS POR PAÍS POR ANO	229
ANEXO C - NÚMERO DE SUBSIDIÁRIAS POR PAÍS POR MULTINACIONAL DE PROPRIEDADE DIRETA REPRESENTADAS POR ANO	231
ANEXO D - NÚMERO DE SUBSIDIÁRIAS DOS CINCO MAIORES PAÍSES HOSPEDEIROS DAS MNES BRASILEIRAS DE PROPRIEDADE ESTATAL INDIRETA	232
ANEXO E - FATOR DE INFLAÇÃO DE VARIÂNCIA (VIF)	233
ANEXO F - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS COM DISTRIBUIÇÃO EM TORNO DA MÉDIA	234

ANEXO G - DISPERSÃO DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS POR GRUPO DE PROPRIEDADE ESTATAL.....	235
ANEXO H - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS DO ARTIGO 2	236
ANEXO I - TENDÊNCIA DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS POR ANO SUBDIVIDIDO POR MNE.....	237
ANEXO J - TENDÊNCIA DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS NO PERÍODO DE 2000-2015 SUBDIVIDIDOS POR PAÍS	238
ANEXO K - DISTRIBUIÇÃO NORMAL PADRÃO DOS MODELOS MULTINÍVEIS ANALISADOS	239

PRIMEIRA PARTE

1 INTRODUÇÃO GERAL

Os investimentos estrangeiros realizados por empresas multinacionais de Propriedade Estatal (SOMNCs) têm crescido potencialmente na economia mundial após a segunda metade do século XX, um fenômeno ainda pouco explorado pela literatura de negócios internacionais (LIANG; REN; SUN, 2015).

Embora o número de empresas multinacionais com controle estatal atuantes no mercado mundial seja relativamente pequeno, cerca de 550, o número de suas filiais estrangeiras é de aproximadamente 15 mil unidades, e foram responsáveis por um volume de investimentos diretos de mais de US\$160 bilhões, em 2013. Em termos percentuais, o número de multinacionais de Propriedade Estatal representa apenas 1% das multinacionais no mundo, porém seus fluxos de investimento representam mais de 11% dos investimentos mundiais (UNCTAD, 2014).

De forma geral, as multinacionais de Propriedade Estatal, geralmente são intensivas em capital e se beneficiam de posições monopolísticas no país de origem devido à sua importância estratégica para o desenvolvimento do país (CUERVO-CAZURRA et al., 2014). Dessa forma, pode-se observar essas empresas atuando em setores estratégicos, como os extrativistas (petróleo, gás e mineração), de infraestrutura (telecomunicação, eletricidade e transporte) e no setor financeiro (UNCTAD, 2014).

Desde a década de 70, o mercado internacional tem percebido o aumento gradual da presença das multinacionais estatais. As primeiras multinacionais estatais foram originadas em economias desenvolvidas, como a França e o Reino Unido (DUNNING; LUNDAN, 2008), todavia, no cenário atual, pode-se notar uma predominância de multinacionais estatais originadas em economias emergentes e/ou em transição (UNCTAD, 2014).

As empresas estatais emergiram como instrumento do governo para correção das imperfeições ou falhas de mercado interno (CUERVO-CAZURRA et al., 2014; ENDERWICK, 1994) num movimento de nacionalização das indústrias privadas estratégicas e de rápido crescimento (DUNNING; LUNDAN, 2008). Entretanto, o investimento no exterior dessas empresas não segue a mesma lógica, uma vez que não faz sentido a correção das imperfeições de mercado no país hospedeiro (CUERVO-CAZURRA et al., 2014). Assim, as motivações das empresas estatais para investimento no exterior podem ser diversas, variando conforme os objetivos estratégicos das empresas. A exploração de vantagens

específicas e o crescimento para mercados externos foram as principais motivações das multinacionais estatais originadas em economias desenvolvidas, ao passo que as firmas com origem emergente foram basicamente motivadas pelo propósito de alcançar objetivos nacionais, como por exemplo, assegurar o acesso a recursos naturais essenciais para o país de origem (UNCTAD, 2014).

Outras motivações podem ainda ser observadas na literatura, como diversificação do risco frente a mudanças e instabilidade na arena internacional, a alta concorrência no mercado interno, constrangimentos institucionais vivenciados pelas empresas no mercado doméstico (YANG; STOLTENBERG, 2014), e independência das instituições de origem (CHOUDHURY; KHANNA, 2014; CUI; JIANG, 2012).

Além disso, mais recentemente, como reflexo do acirramento da concorrência internacional, alguns governos, especialmente os emergentes, têm adotado uma estratégia de promoção da atividade internacional, e visando à criação de corporações globais de sucesso (GOH; WONG, 2011), têm adquirido parte do controle acionário de suas multinacionais como forma de garantir os seus interesses nacionais e políticos (HONG; WANG; KAFOUROS, 2015; KUSNADI; YANG; ZHOU, 2015; WANG et al., 2012).

É em meio a essa estratégia dos governos emergentes que ressurge o debate acerca dos efeitos da Propriedade Estatal nos negócios internacionais. Alguns pesquisadores defendem que a Propriedade Estatal prejudica a concorrência ou neutralidade competitiva (SAUVANT; CHEN, 2014; SAUVANT et al., 2014), uma vez que essas empresas são amparadas por instituições formais do país de origem, que atuam como uma força externa à firma, que geram uma série de benefícios às firmas. Entre outros benefícios, o suporte financeiro (HUANG; RENYONG, 2014; KUSNADI; YANG; ZHOU, 2015; ROBINS, 2013; TAN; WANG, 2010), o acesso a recursos estratégicos do país (YANG; STOLTENBERG, 2014), e a suavização das diferenças institucionais vivenciadas pelas multinacionais nos países hospedeiros (KNUTSEN; RYGH; HVEEM, 2011).

Outros pesquisadores, por outro lado, defendem que as multinacionais de Propriedade Estatal sofrem com o conflito de objetivos entre os acionistas gerando ineficiências gerenciais, objetivos difusos, prejudicando a atuação dessas firmas e comprometendo o seu desempenho (CUERVO-CAZURRA; GENC, 2008; ENDERWICK, 1994; VERNON, 1979). De fato, a literatura mostra que a Propriedade Estatal das empresas está, de uma forma geral, associada a retornos negativos no mercado de origem, como por exemplo em Gunasekarage, Hess e Hu (2007), Qi, Wu e Zhang (2000) e Wei e Varela (2003).

Contudo, a investigação desses efeitos sobre o desempenho das multinacionais e de suas subsidiárias se torna extremamente árdua considerando a complexidade desse fenômeno (HULT et al., 2008; VENAİK; MIDGLEY; ZEITLIN, 2005). Neste trabalho, dois fatores contribuíram significativamente para a complexidade do fenômeno estudado. O primeiro corresponde à estrutura hierárquica das subsidiárias, reconhecendo a existência de influências de níveis de agrupamento tais como o nível da multinacional e do país hospedeiro sobre o desempenho financeiro da subsidiária. O segundo fator, corresponde ao efeito multinível da Propriedade Estatal, que mostram como a Propriedade Estatal pode influenciar os níveis de agrupamento de diferentes formas, gerando efeitos distintos e multiníveis sobre o desempenho.

Com relação ao primeiro fator, a literatura tem reconhecido desde Rumelt (1991) que as organizações e corporações são consideradas como unidades de negócios, que se encontram aninhadas ou incorporadas em indústrias (GRANOVETTER, 1985), reconhecendo que as variações setoriais apresentam influências significativas sobre o resultado ou desempenho das organizações. Da mesma forma, em negócios internacionais, se reconhece a existência de uma estrutura hierárquica, em que as subsidiárias no exterior, encontram-se sob influências oriundas das suas matrizes e do contexto ou mercado hospedeiro em que atuam (ANDERSSON; FORSGREN; PEDERSEN, 2001; DEADRICK; BENNETT; RUSSELL, 1997; HULT et al., 2008).

O segundo fator, consiste no entendimento da Propriedade Estatal e seus possíveis efeitos multiníveis dentro dessa estrutura. Esses efeitos são explicados distintivamente por diversas teorias como, por exemplo, a teoria da agência, dos custos de transação, a visão baseada em recursos, a teoria institucional e a Economia Política (CUERVO-CAZURRA et al., 2014), as quais evidenciam facetas específicas do nível de influência da Propriedade Estatal sobre as firmas, e como pode ser fonte de vantagem ou de desvantagem competitiva no cenário internacional.

Considerar os níveis hierárquicos da subsidiária para investigar a atuação do governo por meio da Propriedade Estatal é importante para uma análise mais robusta desses efeitos sobre os resultados das subsidiárias no exterior. Esses níveis têm sido negligenciados pela literatura mais recente, pois as análises realizadas modelam a Propriedade Estatal em um nível, geralmente como um recurso intrínseco da firma.

Esta consiste na principal contribuição deste trabalho, ou seja, a partir do primeiro fator explicitado a influência da matriz e do país hospedeiro, definido como a estrutura hierárquica da subsidiária, observa-se a influência da Propriedade Estatal, discutindo o efeito

do segundo fator mencionado, ou seja, o efeito multinível da Propriedade Estatal, considerando seus efeitos nos diversos níveis de agrupamento das subsidiárias internacionais das multinacionais estatais.

No Brasil, pode-se perceber pelo menos dois formatos de multinacionais de Propriedade Estatal, variando conforme o nível de controle do governo (BREY; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2009; LAZZARINI; MUSACCHIO, 2011). O primeiro são as SOMNCs com capital público majoritário, em que o governo, como principal acionista, exerce controle direto. O segundo formato consiste naquele em que o governo exerce controle indireto, e pode ser percebido por meio de bancos públicos comerciais, como o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, e o banco de desenvolvimento, Banco Nacional de Desenvolvimento (BNDES), ou por meio dos fundos de pensão de instituições públicas (como por exemplo o fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil – PREVI; da Caixa Econômica Federal – FUNCEF; ou da Petrobrás - PETROS) as quais são grandes investidoras no mercado acionário brasileiro. As formas indiretas de Propriedade Estatal possibilitam ao governo influenciar as decisões estratégicas das firmas pelas conexões políticas estabelecidas (BAZUCHI et al., 2013; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014) e diretores/gestores das instituições investidoras.

Assim, a literatura tem ressaltado a importância de se compreender os efeitos de diferentes formatos e modalidades da Propriedade Estatal, uma vez que possuem múltiplos objetivos (BREY; MARCON; BANDEIRA-DE-MELLO, 2009; CHEN; FIRTH; XU, 2009; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014) que podem gerar efeitos multidimensionais. De maneira que, para se conhecer os efeitos multidimensionais, torna-se importante, analisar a Propriedade Estatal dentro da sua estrutura de atuação, ou seja, em diferentes níveis hierárquicos da subsidiária.

A Propriedade Estatal é um fenômeno crescente, observado tanto em países desenvolvidos quanto em desenvolvimento, todavia existe um questionamento na literatura acerca de quais os efeitos que esse tipo de intervenção governamental pode proporcionar nos negócios internacionais. Assim, considerando o apelo acadêmico para estudos que oferecem uma compreensão adequada da influência da Propriedade Estatal sobre a competitividade das firmas em mercados internacionais, este trabalho visa a contribuir para a literatura, discutindo os efeitos multiníveis da Propriedade Estatal considerando não somente os diferentes tipos de participação, mas a estrutura multinível das subsidiárias.

1.1 Problema de Pesquisa

A literatura em negócios internacionais ressalta que a Propriedade Estatal apresenta efeitos distintos sobre o desempenho das firmas. Buscando entender como esses efeitos ocorrem, considerando os diferentes níveis hierárquicos da subsidiária e os diferentes objetivos do governo, esta pesquisa procura responder à seguinte questão:

- a) Quais são os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras e de suas subsidiárias no exterior?

Visando a responder ao problema descrito acima, diversas questões intermediárias foram elaboradas e nortearam a proposição deste estudo. As primeiras questões consistem em conhecer e caracterizar as multinacionais estatais brasileiras, ao passo que as questões seguintes se referem à influência da Propriedade Estatal, inicialmente sobre o desempenho da matriz multinacional, e posteriormente sobre o desempenho da subsidiária no exterior. Assim, considerando a estrutura de agrupamento das subsidiárias, o trabalho se propõe a responder:

- a) Quem são as multinacionais estatais brasileiras, onde investem, e há distinção do padrão de investimento considerando os tipos de participação estatal?
- b) Quais os efeitos que diferentes tipos de Propriedade Estatal geram sobre o desempenho financeiro das multinacionais?
- c) A Propriedade Estatal intensifica os efeitos das características da multinacional sobre o desempenho das subsidiárias?
- d) A Propriedade Estatal interfere no efeito que as relações bilaterais entre o governo de origem e o país hospedeiro possuem sobre o desempenho das subsidiárias?
- e) A Propriedade Estatal consiste em um instrumento dos governos de origem para controlar e manipular as multinacionais segundo seus interesses político-sociais?

1.2 Objetivos

Nesta seção estão descritos os objetivos geral e específicos da presente tese, os quais são investigados ao longo dos artigos que compõem o trabalho. Nas considerações finais, os objetivos são resgatados como forma de sistematizar as evidências encontradas.

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral do presente trabalho consiste em analisar os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras e de suas subsidiárias internacionais no período de 2000 a 2015. De forma específica, pretende-se:

- a) Categorizar as subsidiárias brasileiras no exterior segundo as diferentes modalidades de Propriedade Estatal, países hospedeiros e o seu desempenho financeiro;
- b) Investigar os efeitos da Propriedade Estatal direta e indireta sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras;
- c) Analisar a existência e influência da estrutura hierárquica das subsidiárias no exterior sobre o seu desempenho;
- d) Analisar o efeito da Propriedade Estatal ao nível da multinacional, segundo os pressupostos da RBV;
- e) Analisar o efeito da Propriedade Estatal sobre a relação país de origem e país hospedeiro, segundo a perspectiva institucional;
- f) Analisar o efeito da Propriedade Estatal como nível hierárquico superior, segundo a teoria da Economia Política;

1.3 Justificativa da pesquisa

Distintos motivos justificam a realização desta pesquisa, tornando possível perceber suas contribuições tanto para a academia, quanto para o governo, gestores e sociedade. O tema abordado, a Propriedade Estatal e seus efeitos sobre as relações das firmas, têm grande relevância acadêmica, é explorado de maneiras distintas na literatura, com a finalidade de entender como os governos podem alterar a competitividade das multinacionais estatais no cenário internacional, seja favoravelmente, pelo suporte e subsídios oferecidos (SAUVANT et al., 2014), ou prejudicialmente, ao sobrepor seus interesses políticos e sociais sobre a rentabilidade das firmas (VERNON, 1979). Os estudos, contudo, apresentam resultados mistos e inconclusivos (CUERVO-CAZURRA et al., 2014; ENDERWICK, 1994; SAUVANT; CHEN, 2014; SAUVANT et al., 2014), e estão concentrados na realidade chinesa, como em Amighini, Rabellotti e Sanfilippo (2013), Chen, Firth e Xu (2009), Cui e Jiang (2012), Li, Cui e Lu (2014) e Wang et al. (2012) entre outros. Dessa forma, o estudo de

realidades diferentes, como a brasileira, pode proporcionar avanços teóricos oferecendo contribuições de um ambiente institucional de um país emergente distinto (PEROTTI, 2004; SCHNEIDER, 2009).

A conjuntura brasileira oferece bom contexto para compreender os efeitos da Propriedade Estatal sobre as multinacionais por diversos motivos. Primeiro, porque as relações econômicas no cenário brasileiro não são suficientemente orientadas via mercado, especialmente no que se refere à internacionalização das empresas brasileiras. A política de apoio à internacionalização promovida pelo governo brasileiro se tornou explícita, a partir de 2007, contando com linhas de financiamentos específicos e operações de capitalização pelo banco de desenvolvimento por meio de sua subsidiária BNDESPar, visando à expansão da indústria brasileira pertencentes a setores estratégicos, tais como mineração, engenharia e construção, petróleo e petroquímica, celulose e papel, e carnes (BAZUCHI et al., 2013; HIRATUKA; SARTI, 2011; LAZZARINI et al., 2011; LAZZARINI; MUSACCHIO; BANDEIRA-DE-MELLO, 2015).

Segundo, porque em comparação com a China, país emergente que ocupa a segunda posição dentre os maiores investidores internacionais, cujo governo é o grande controlador dos principais players econômicos, proprietário de cerca de 80% das multinacionais chinesas (CHIZEMA; LE, 2011; CHOUDHURY; KHANNA, 2014; NABIN et al., 2014), percebe-se no governo chinês, uma atuação mais agressiva, totalmente controlada e coordenada pelo governo central, local ou provincial, pois essas multinacionais foram massivamente impulsionadas para investir no exterior por meio de incentivos institucionais desenvolvidos pelo governo chinês (SAUVANT; CHEN, 2014). No Brasil, percebe-se que os investimentos no exterior são liderados pelo setor privado, e o governo exerce, nesse processo, um papel de facilitador mediando as relações entre as multinacionais brasileiras e os governos hospedeiros. Por exemplo, o governo brasileiro possuía, em 2015, ações de cerca de 62% das multinacionais de capital aberto, destas ações, 95% eram da modalidade de investimento indireto, e apenas 5% da modalidade direta. Assim, esse estudo possibilita a investigação do efeito governamental comparando o desempenho financeiro das estatais com um grupo maior de multinacionais de capital privado.

O terceiro motivo sobre a relevância do estudo na realidade brasileira, diz respeito à forma de acesso aos incentivos e financiamentos públicos específicos para a internacionalização. Sabe-se que no mercado chinês as multinacionais, majoritariamente controladas pelo governo, possuem acesso aos recursos públicos devido aos gastos do governo, que representam investimentos diretos nas empresas públicas. Já no Brasil, os

incentivos são alocados conforme as conexões políticas estabelecidas pelas multinacionais (BAZUCHI et al., 2013; LAZZARINI et al., 2011; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014), razões que vão além da eficiência e produtividade das empresas. Sabe-se que a estrutura de propriedade no mercado brasileiro é altamente concentrado, semelhantemente aos mercados da Europa Continental (VALADARES, 2000), gerando maior risco de expropriação para os investidores minoritários, especialmente em um mercado com fraca proteção legal como é o caso do mercado brasileiro (LA PORTA et al., 2005; VALADARES, 2000). Assim, a concentração de propriedade propicia práticas de *compadrio* e *lobbying*, entre os políticos e gestores, gerando acesso preferencial das multinacionais às operações de crédito subsidiado pelos bancos públicos, e acesso a contratos públicos, em troca de financiamento de campanhas eleitorais (BAZUCHI et al., 2013; LAZZARINI; MUSACCHIO; BANDEIRA-DE-MELLO, 2015; XAVIER; BANDEIRA-DE-MELLO; MARCON, 2014).

Finalmente, é possível perceber a contribuição do contexto brasileiro sobre a distinção na configuração da estrutura acionária das multinacionais brasileiras e chinesas. No Brasil, boa parte das diferentes modalidades de Propriedade Estatal surgiram, a partir das operações de capitalização desenvolvidas pela subsidiária do BNDES, as quais foram relevantes para o processo de criação das campeãs nacionais, e resultaram, em diferentes porções e modalidades de Propriedade Estatal. Hiratuka e Sarti (2011) mostram que, por meio do BNDES Participações S/A (BNDESPar), as operações de internacionalização das multinacionais brasileiras contaram com o apoio da subscrição de valores mobiliários, visando ao fortalecimento da estrutura de capital das empresas nacionais, que geraram, assim, as diferentes modalidades de Propriedade Estatal, tornando possível de se captar os diferentes efeitos, objetivos e formas de influência sobre as subsidiárias internacionais.

Considera-se que todos esses fatores justificam, portanto, a realização desta pesquisa, mostrando possíveis contribuições, a partir do estudo da realidade brasileira. Todavia, além das contribuições conjunturais, relacionadas ao estudo do contexto brasileiro, este trabalho oferece avanços significativos para a academia, em especial para o entendimento dos efeitos da Propriedade Estatal sobre as subsidiárias internacionais.

O trabalho não somente discute a existência de diferentes objetivos de cada modalidade de Propriedade Estatal analisada, mas se torna relevante para a literatura ao desenvolver o conceito do efeito multinível da Propriedade Estatal nas empresas multinacionais. O trabalho, a partir do entendimento dos fatores condicionantes do desempenho das subsidiárias (ANDERSSON; FORSGREN; PEDERSEN, 2001;

BIRKINSHAW; HOOD; YOUNG, 2005; HUGHES et al., 2016; VENAİK; MIDGLEY; ZEITLIN, 2005), assume que as subsidiárias estão situadas em estruturas hierárquicas de agrupamento, formadas pelos níveis de influência da matriz e dos países hospedeiros. A partir dessa estrutura, o trabalho explora o efeito da Propriedade Estatal, entendendo que o governo influencia esses níveis de formas distintas em cada nível hierárquico, e a compreensão desses efeitos essenciais para a construção do conhecimento na área.

Assim, o trabalho torna-se relevante para os formuladores de políticas públicas internacionais, ao discutir como a Propriedade Estatal pode influenciar distintivamente os níveis das subsidiárias, tais como a multinacional, o país hospedeiro, por meio das relações entre os governos de origem e hospedeiro, conhecimento que pode ser utilizado para embasar novas políticas internacionais de modo a planejar a atuação de suas multinacionais. De forma semelhante, o trabalho se torna relevante para os gestores, acionistas de multinacionais estatais, ao avaliar a atuação do governo em suas empresas, verificando em que nível hierárquico a propriedade confere maior ou menor vantagem para as firmas. A sociedade também poderá se beneficiar deste trabalho, pois oferece uma análise sobre a aplicação de recursos financeiros públicos em empresas estatais, e evidencia a relação da Propriedade Estatal com o investimento das multinacionais brasileiras em paraísos fiscais.

1.4 Organização do trabalho

O trabalho é dividido em duas partes. A primeira parte realiza uma discussão introdutória, delimitando os problemas e objetivos de investigação, sua relevância e contribuições para a academia e sociedade. Esta parte define conceitualmente as multinacionais estatais, situando o contexto e evolução dessas firmas brasileiras, encerrando com um panorama geral das multinacionais estatais conforme o tipo de Propriedade Estatal e subsidiárias internacionais, e seus mercados de atuação. O propósito inicial é ter uma percepção geral de quem são e onde atuam as subsidiárias internacionais, atendendo ao primeiro objetivo específico proposto. O capítulo alcança o seu objetivo mediante a análise de frequências dos países hospedeiros por multinacionais brasileiras distinguindo-as conforme o tipo ou modalidade de investimento governamental.

O artigo 1 da segunda parte, traz a discussão acerca do efeito da Propriedade Estatal sobre o desempenho da multinacional. Nesse artigo, pode-se encontrar um referencial composto por seis teorias econômicas (teoria da agência, direito e estrutura de propriedade, Economia Política, gestão estratégica, RBV e teoria dos custos de transação) que relacionam a

Propriedade Estatal ao desempenho das firmas, bem como a delimitação e aplicabilidade da teoria institucional como teoria norteadora do trabalho, uma vez que se assume a Propriedade Estatal como um fator que condiciona as relações, comportamentos e resultados das multinacionais brasileiras (NORTH, 1991; PENG, 2003). O artigo 1 responde ao segundo objetivo específico usando regressões lineares, e os modelos de painel dinâmico e modelo de Heckman de dois estágios para investigar o efeito da Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais, os quais tratam adequadamente os problemas de endogeneidade e de autosseleção.

Todavia, a discussão central da tese, que consiste na investigação do efeito multinível da Propriedade Estatal sobre o desempenho das subsidiárias, está apresentada no artigo 2. A argumentação é construída com base na literatura sobre desempenho das subsidiárias internacionais, defendendo a existência de uma estrutura hierárquica e que a Propriedade Estatal apresenta efeitos distintos nessa estrutura. Para isso, utiliza as teorias visão baseada em recursos, teoria institucional e Economia Política para demonstrar os diferentes efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho na estrutura hierárquica das subsidiárias. O artigo 2 responde aos demais objetivos específicos (objetivos “c”, “d”, “e”, e “f”) utilizando diferentes tipos de modelagens de regressões multiníveis, pois possibilitam a decomposição da variância da variável dependente desempenho da subsidiária segundo os níveis hierárquicos, ou seja, segundo a variabilidade da multinacional e dos países hospedeiros, e possibilita investigar o efeito da Propriedade Estatal nesses níveis de agrupamento.

Por fim, a última parte, apresenta as considerações finais da tese, retomando os objetivos, as principais conclusões e contribuições e as novas oportunidades de estudos geradas a partir dos resultados apresentados neste trabalho para que estudos futuros possam explorar. A Tabela 1 sistematiza a organização do trabalho segundo os objetivos e metodologia empregada em cada capítulo.

Tabela 1 - Sistematização da Organização da Tese.

Capítulo	Objetivo Específico	Metodologia
PRIMEIRA PARTE	a) Categorizar as subsidiárias brasileiras segundo as diferentes modalidades de Propriedade Estatal, países hospedeiros e o seu desempenho no exterior;	<ul style="list-style-type: none"> • Análise de Frequência
ARTIGO 1	b) Investigar os efeitos da Propriedade Estatal direta e indireta sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras;	<ul style="list-style-type: none"> • Regressões Lineares • Modelos de Painel Dinâmicos ou Método dos Momentos Generalizados (GMM) • Modelos de dois estágios de Heckman
ARTIGO 2	c) Analisar a existência e influência da estrutura hierárquica das subsidiárias no exterior sobre o seu desempenho; d) Analisar o efeito da Propriedade Estatal ao nível da multinacional, segundo os pressupostos da RBV; e) Analisar o efeito da Propriedade Estatal sobre a relação país de origem e país hospedeiro, segundo a perspectiva institucional; f) Analisar o efeito da Propriedade Estatal como nível hierárquico superior, segundo a teoria da Economia Política;	<ul style="list-style-type: none"> • Regressões Multiníveis ou modelos lineares hierárquicos (HLM)
Considerações Finais	Considerações Finais do Estudo	

Fonte: Da autora (2017).

Apresentam-se nesta Tabela a organização da tese, sistematizando quais objetivos são respondidos em cada parte e quais as metodologias empregadas para atender a cada objetivo.

2 CONTEXTUALIZAÇÃO DAS MULTINACIONAIS ESTATAIS BRASILEIRAS

Desde o período colonial, as empresas estatais apresentaram papel relevante sobre o desenvolvimento econômico brasileiro (PINHEIRO; FUKASAKU, 1999). Ao longo de todos estes anos, percebe-se uma variação das modalidades e finalidades da Propriedade Estatal e da atuação dessas grandes empresas na economia modificando conforme as dinâmicas da conjuntura nacional e internacional, associado ao papel assumido pelo governo diante de oscilações econômicas em cada fase.

A análise das diferentes modalidades de Propriedade Estatal permite observar, pelo menos, três fases distintas da presença das estatais na economia brasileira. A primeira fase corresponde ao período de criação e proliferação das empresas estatais e vai desde o período colonial, com a criação do Serviço Postal (1663) e a Casa da Moeda da Bahia (1694), até o governo militar (1964-1985) (PINHEIRO; FUKASAKU, 1999).

Do período que se estende desde a vinda de D. Joao VI para o Brasil, passando pelo Império e República Velha, poucas estatais foram criadas, destacando-se o Banco do Brasil e a Imprensa Régia em 1808, e as Caixas Econômicas Federais em 1861.

A intensificação da criação das estatais ocorreu na República Nova, sob o governo de Getúlio Vargas em que o Estado, sob o pensamento de nacionalismo econômico, visando ao crescimento econômico, assumiu o fornecimento de insumos básicos e infraestrutura (PINHEIRO; FUKASAKU, 1999). Nessa fase houve a criação da empresa pública, Companhia Siderúrgica Nacional – CSN (1941), e os monopólios públicos, Vale do Rio Doce (1942) e a Petrobras (1953), empresas relevantes para a economia brasileira.

Ainda nessa mesma estratégia, o governo militar impulsionou as estatais, de forma que estas desempenharam papel relevante no processo de industrialização da economia nacional, a partir dos anos 40, e sua participação sobre a atividade produtiva nacional foi aumentando sistematicamente alcançando elevado poder de mercado (ALMEIDA, 1999).

Tal poder foi, ainda, acentuado pela política de substituição de importações, adotada à época, mantendo as responsabilidades do Estado de oferecer condições mínimas para que a indústria pudesse se expandir (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2013). Além da política adotada para industrialização, as estatais obtiveram maior poder econômico frente à fragilidade e imaturidade das instituições nacionais, tais como ausência de burocracia estável e profissional, debilidade do setor regulatório (CASTRO, 1993), alta assimetria de informação (ALMEIDA, 1999), entre outros.

Todavia, a proliferação das empresas estatais foi mais evidente na década de 70, período de maior crescimento econômico vivenciado no país, quando essas empresas, um dos pilares do crescimento, puderam se beneficiar de políticas públicas como a “verdade tarifária”, a qual fixava as tarifas, possibilitando a recapitalização das empresas. Nesse período, houve um aumento nos investimentos e no processo de conglomeração, foram criadas diversas subsidiárias dessas empresas (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2013).

A década de 80, marcada por crises no cenário internacional e contexto inflacionário no mercado interno, determina a segunda fase de influência das estatais na economia brasileira. Nesse período, a relação das estatais com o governo foi alterada e se estendeu até as privatizações, fazendo com que o Estado assumisse uma postura de regulação da atividade produtiva. Nessa fase, as estatais passaram a ser utilizadas como instrumentos de políticas macroeconômicas (controle e redução dos gastos governamentais) para conter a inflação que começava a ameaçar o desenvolvimento econômico (ALMEIDA, 1999).

Considerando que a manutenção da qualidade e eficiência dessas empresas se tornou excessivamente onerosa para o Estado, o governo, a partir de 1985, começou um processo de privatização, visando ao enxugamento da máquina estatal.

Embora tenha se iniciado na década de 80, foi nos anos 90 que houve a intensificação do processo de privatizações. Entre as motivações, pode-se destacar a ineficiência das empresas estatais (baixa qualidade dos serviços e/ou existência de déficit financeiro) decorrente da própria característica de monopólio garantido pelo Estado; a incapacidade governamental para realização dos investimentos necessários à manutenção e ampliação das estatais; a necessidade de geração de receita para sanar déficit público; e as mudanças no cenário tecnológico e financeiro internacional (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2013).

Os autores dividem o período de privatizações brasileiras em quatro etapas:

- a) Ao longo dos anos 80: reprivatização, quando houve a venda de 39 empresas que se encontravam em situação de falência;
- b) Entre 1991 e 1992: criação do programa Nacional de Desestatização (PND) e privatização de 18 empresas;
- c) Entre 1993 e 1994: marcado pela comercialização de moedas podres como antigas dívidas do Governo Federal na negociação de pelo menos 15 empresas;

- d) E a partir de 1995: privatização de mais de 33 empresas ligadas à concessão de serviços públicos.

Ao longo desse processo, foram vendidas empresas dos mais diversos setores, como o siderúrgico, energia elétrica, petróleo e gás, mineração, financeiro, entretanto também pode-se observar estratégias de concessão, arrendamentos e participações minoritárias de empresas privadas. Somando as privatizações federais e estaduais, no total, as privatizações renderam em torno de US\$103 bilhões à economia brasileira (GREMAUD; VASCONCELLOS; TONETO JUNIOR, 2013).

Dessa forma, o governo, gradativamente, foi deixando uma função empresarial descrita na primeira fase para assumir uma função regulatória encerrando, assim, o período de setor produtivo estatal, abrindo espaço para que os investidores institucionais (tais como fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras) assumissem a função de articuladores estratégicos do controle de grandes empresas nacionais (ACIOLY, 2009).

Mais recentemente, especificamente a partir da década de 2000, a globalização de investimentos financeiros, em nível mundial, caracteriza a terceira fase da presença das estatais na economia nacional. Nessa fase, a melhoria da performance econômica nacional estaria atrelada à existência de firmas nacionais competitivas internacionalmente (ALÉM et al., 2004). O acesso a mercados internacionais, entre outros benefícios, promove o acesso a recursos estratégicos e mercados específicos, além de proteger o mercado nacional e, principalmente, os setores estratégicos (infraestrutura e insumos básicos) de investidores externos.

Assim, nesta fase, além dos investidores institucionais já inseridos na fase anterior, o Tesouro Nacional, e bancos públicos também compuseram a estrutura acionária das grandes empresas num financiamento direto por meio do mercado de ativos (ACIOLY, 2009).

Assim, vê-se que o governo brasileiro, com o propósito de impulsionar e proteger as grandes empresas nacionais assumiu, recentemente, a função de estado logístico, conforme termo conceitual utilizado por Cervo e Bueno (2002). Segundo os autores, o Estado logístico visa ao fortalecimento da nação, repassando a responsabilidade do papel de empreendedor à sociedade, amparando as operações externas e auxiliando a inserção no sistema internacional visando ao desenvolvimento nacional. O BNDES recentemente tem oferecido suporte, em especial o financeiro, aos empreendimentos internacionais com a finalidade de mitigar os riscos advindos da atividade de internacionalização (BUGIATO; BERRINGER, 2012).

Atualmente, o principal meio de financiamento à internacionalização de empresas brasileiras do BNDES é por meio da BNDESPAR/S.A., uma sociedade por ações, constituída como Subsidiária Integral da Empresa Pública BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. A BNDESPAR adquire parte minoritária na composição acionária das empresas oferecendo financiamento aos empreendimentos no exterior.

Assim, ainda que sob ótica do Estado logístico, vê-se que o governo brasileiro, embora não seja responsável direto pela atividade produtiva das grandes empresas nacionais, não abdicou da sua influência na tomada de decisão das empresas. Ao contrário, o governo manteve o controle das firmas estatais estratégicas, compartilhando a propriedade com uma variedade de investidores institucionais (LAZZARINI, 2007).

Ainda que o estado não seja o acionista direto, é possível que exerça controle, influenciando diversos processos decisórios de grandes multinacionais brasileiras de forma indireta, devido à sua influência sobre os fundos de pensão institucionais. Um exemplo dessa influência ocorre na indicação de parte dos membros da diretoria dos maiores investidores institucionais do país (BNDESPar, PREVI, PETROS, FUNCEF, entre outros¹).

Verifica-se que, novamente, as estatais brasileiras parecem seguir uma lógica apresentada em Cuervo-Cazurra et al. (2014), ou seja, organizações híbridas com Propriedade Estatal e privada, utilizadas como veículos para que o Estado possa exercer sua política e diplomacia externa ao passo em que atinge simultaneamente seus objetivos sociais e financeiros no mercado interno. O quadro 1 relaciona as características dos períodos econômicos com o tipo de Propriedade Estatal brasileiro relatado e as políticas industriais adotadas pelo governo no período.

¹ A relação de todos os investidores institucionais pode ser verificada na Tabela 3.

Quadro 1 - Evolução do tipo das políticas industriais da economia brasileira.

Período	Políticas Industriais	Ano	Presidente	Objetivo Governamental
Estado Provedor	Política de Substituição das Importações	1930-1956	Getúlio Vargas	Criação e proliferação das empresas estatais; Fornecimento de insumos básicos e infraestrutura como alicerces à industrialização.
	Plano de Metas	1956	Juscelino Kubitschek	Estabelecer as bases da economia industrial; estímulo de novos setores da economia; investimentos em estatais, em infraestrutura, principalmente em transporte e energia elétrica; incentivo ao aumento da produção de bens de capital como máquinas e equipamentos e intermediários, tais como aço, carvão e zinco; incentivo à produção dos setores de bens de consumo duráveis; e estímulo à produção de alimentos.
	I Plano Nacional de Desenvolvimento	1972	Médici	Preparar a infraestrutura necessária para o desenvolvimento do Brasil (foco nos setores de transportes e telecomunicações), além de prever investimentos em ciência e tecnologia e a expansão das indústrias naval, siderúrgica e petroquímica. Para isso, articulava empresas estatais, bancos oficiais e outras instituições públicas na elaboração de políticas setoriais
	II Plano Nacional de Desenvolvimento	1974	Geisel	Manter o crescimento econômico em torno de 10% a.a. e o crescimento do setor industrial em 12% a.a.; desenvolvimento dos setores de base.
Estado Regulador (década de 80 à década de 90)	Programa Nacional de Desestatização (PND)	1991	Collor	Reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público.
	Ampliação do PND	1995/1996	Fernando Henrique Cardoso	Criação do Conselho Nacional de Desestatização; Concessões de serviços públicos à iniciativa privada; apoio às privatizações estaduais.
Estado Logístico (a partir de 2000)	Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE)	2004	Lula	Quatro eixos: (i) inovação e desenvolvimento tecnológico; (ii) inserção externa; (iii) modernização industrial e ambiente institucional e (iv) aumento da capacidade produtiva.
	Política de Desenvolvimento Produtivo	2008	Lula	Ampliação da taxa de investimento para eliminar e evitar gargalos de oferta; elevar o esforço de inovação, principalmente no setor privado; preservar a robustez das contas externas; e fortalecer as micro e pequenas empresas.
	Brasil Maior	2011	Dilma	Integração de instrumentos de promoção produtiva e apoio a investimentos em inovação e em capital fixo com instrumentos de estímulo ao comércio exterior e à internacionalização das empresas. Promoção da inovação e do desenvolvimento tecnológico; Criação e fortalecimento das competências críticas da economia nacional; Aumento do adensamento produtivo e tecnológico das cadeias de valor; Ampliação dos mercados interno e externo das empresas brasileiras; Garantia de um crescimento socialmente inclusivo e ambientalmente sustentável.

Apresentam-se neste quadro a evolução das políticas de industriais e o enfoque dado em cada política às empresas estatais.

Fonte: Da autora (2017).

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção tem como objetivo conceituar e definir as principais características das multinacionais estatais, descrevendo alguns estudos que abordaram o tema de internacionalização e padrões de investimento das estatais no exterior.

3.1 A multinacional de Propriedade Estatal e o investimento no exterior

As multinacionais de Propriedade Estatal correspondem às empresas multinacionais em que, pelo menos, um de seus acionistas, majoritário/minoritário, direto/indireto, é o governo do país de origem (CUERVO-CAZURRA et al., 2014). São encontradas nos mais diferentes setores industriais e, muitas vezes, desempenham papéis estratégicos para a economia do país de origem, seja desenvolvido ou em desenvolvimento (VERNON, 1979).

A lógica subjacente à criação das empresas estatais segue duas vertentes teóricas. Na primeira vertente, as empresas estatais emergiram como instrumentos governamentais visando à correção das imperfeições ou falhas de mercado, especialmente aquela relacionada ao fornecimento de bens públicos não excludentes e não rivais (ENDERWICK, 1994; CUERVO-CAZURRA et al., 2014).

A segunda vertente se situa dentro de uma ideologia estratégica e política, em que os governos utilizam as empresas estatais, dentre outros motivos para: (i) corrigir problemas de distribuição de renda, não permitindo a acumulação nas mãos de alguns agentes privados; (ii) para reduzir a dependência do país por produtos importados e assim acelerar o desenvolvimento econômico do país de origem; (iii) para alcançar os níveis desejados de bem-estar para a sociedade, como educação, saúde e transporte; (iv) ou ainda por pertencerem a setores estratégicos para o país (CUERVO-CAZURRA et al., 2014).

Percebe-se que as estatais, ao mesmo tempo em que possuem características que são vantagens frente aos demais concorrentes como, por exemplo, proteção governamental por meio de restrições à entrada de novos concorrentes e/ou políticas macroeconômicas e regulatórias formuladas pelo governo (ENDERWICK, 1994), também possuem algumas desvantagens derivadas de ineficiências gerenciais.

Acontece que as empresas estatais, por possuírem diversos acionistas, sofrem de uma falta de clareza quanto aos objetivos, uma vez que estes perseguem objetivos específicos difusos. Associado a isso, diante de objetivos dispersos e da estabilidade dos seus servidores, as estatais sofrem com falta de uma direção estratégica claramente definida. Além disso, o

benefício de proteção traz consigo algumas comodidades que podem, no longo prazo, ser prejudiciais à eficiência e inovação dessas empresas, comprometendo sua competitividade (ENDERWICK, 1994).

De maneira geral, algumas das características intrínsecas às empresas estatais são encontradas em Choudhury e Khanna (2014), Vernon (1979) e Zhou e Wang (2000). Os autores enfatizam que as empresas estatais são diferentes das empresas privadas, pois:

- a) Produzem maior quantidade de bens políticos: são altamente manipuladas conforme os interesses políticos dos gestores ou das agências governamentais. Em geral, os cargos de confiança na empresa estatal são definidos por meio de arranjos políticos entre o governo e seus aliados, e dessa forma, por vezes, se percebem problemas nas estatais que são reflexo de arranjos patronais para contratação de familiares, superfaturamento em serviços prestados devido à seleção de fornecedores indevidos que favorecem financeiramente os políticos de forma ilegal; fardo elevado de responsabilidade social e ideológica tanto com os seus funcionários quanto com a sociedade;
- b) Atuam como uma agência governamental, ao invés de um livre agente no mercado: a alta influência do governo local nas empresas confere uma característica pública às decisões tomadas nas empresas estatais. Por exemplo, um empréstimo tomado no mercado pela empresa tem o peso de um empréstimo privado ao setor público (governo), e, conseqüentemente, são analisadas as condições das restrições orçamentárias públicas.
- c) Compensação inflexível aos gestores: as estatais operam sob uma estrutura rígida de cargos e salários proporcionando uma diferença salarial significativa entre os cargos políticos e os cargos funcionais aos seus gestores.
- d) Atuam como mobilizadoras de monopólio natural ou do poder de monopólio;
- e) Possuem alto nível de formalização: as empresas estatais possuem níveis hierárquicos bem definidos, com clara definição de responsabilidades e tomadas de decisão (TANG et al., 2007).

A dimensão da complexidade das empresas estatais alcança proporções ainda maiores ao se tratar dos seus processos de internacionalização, de maneira que não há consenso na literatura sobre os efeitos (no país de origem e hospedeiro), ou seus padrões de

internacionalização como, por exemplo, suas motivações, modo de entrada, e a escolha da localidade dos investimentos.

Diferentes vertentes teóricas são utilizadas para a compreensão das motivações ou determinantes para investimento no exterior. Fundamentados nas teorias de internacionalização de Amighini, Rabellotti e Sanfilippo (2013), Dunning (2003) e Warmerdam e van Dijk (2013), divergiram quanto aos fatores determinantes do investimento chinês. Enquanto as análises dos primeiros mostram que as multinacionais estatais chinesas são motivadas para a busca de recursos naturais valiosos com a finalidade de atender às prioridades estratégicas do país de origem, Warmerdam e van Dijk (2013) mostraram que estas foram atraídas pelo potencial do mercado, visando à exploração do mercado interno do país hospedeiro. De forma semelhante à Amighini, Rabellotti e Sanfilippo (2013) e Bass e Chakrabarty (2014) verificaram que os governos tendem a incentivar a aquisição de recursos naturais por suas estatais de forma intencional não para benefício imediato, mas para garantia econômica e geopolítica para o futuro.

Sob a perspectiva de dependência de recursos, Choudhury e Khanna (2014) identificaram ainda outra motivação ao analisar multinacionais estatais indianas. Os autores evidenciaram que as restrições e crise vivenciados no mercado interno afetaram significativamente o desempenho das empresas indianas e dessa forma, estas visando a mitigar os efeitos da crise interna, buscaram investir no exterior para reduzir a dependência de agências e instituições no país de origem.

Uma consistente explanação sobre as diferentes motivações das multinacionais estatais pode ser encontrada em Li, Cui e Lu (2014), fundamentados pela Visão Baseada em Recursos - RBV e teoria institucional, em que as diferentes motivações são justificadas pela heterogeneidade entre as empresas em relação ao seu conjunto de recursos específicos e capacidades organizacionais. Segundo os autores, a heterogeneidade emerge dos processos de reforma institucionais pelas quais foram criadas como, por exemplo, descentralização fiscal e administrativa, liberalização econômica e reestruturação industrial. De fato, poucos estudos abordam a heterogeneidade das multinacionais estatais determinante dos seus processos organizacionais, eficiência e desempenho, ou padrões de internacionalização.

Nessa perspectiva, também pode-se observar que as multinacionais estatais apresentaram maior propensão para investimento em países com menor confiabilidade (regra da lei), maior instabilidade (menor proteção de direitos de propriedade), e de alta corrupção, pois sofrem menor impacto dos riscos institucionais do país hospedeiro (KNUTSEN; RYGH; HVEEM, 2011).

Em se tratando do modo de entrada das multinacionais estatais, Meyer et al. (2014) e Pan et al. (2014) encontraram resultados semelhantes em algumas questões. Ambos analisam o nível de controle da subsidiária frente a diferenças institucionais entre o país de origem e hospedeiro e a forma pela qual a Propriedade Estatal interfere nessa relação. Os dois estudos demonstram que as multinacionais estatais tendem a optar por menor controle da subsidiária para construção de sua legitimidade em países hospedeiros de alta pressão institucional.

Além disso, Pan et al. (2014) discutem o efeito moderado da Propriedade Estatal sobre os custos de transação, evidenciando que as firmas tendem a ter maior nível de controle da subsidiária quando esta se localiza em ambientes favoráveis, contudo, a Propriedade Estatal ameniza as condições desfavoráveis vivenciadas em mercados estrangeiros.

Duanmu (2014) aborda a localização dos investimentos das multinacionais estatais, e concluem que essas empresas conseguem se beneficiar mais das relações políticas entre o governo de origem e o hospedeiro, conferindo uma maior segurança para o investimento. Dessa forma, de acordo com os autores, as multinacionais estatais têm maior probabilidade de investir em países com maior risco de expropriação, pois são amparadas pelo governo de origem.

4 METODOLOGIA

Nesta seção apresenta-se o tipo de pesquisa, a população e a amostra utilizada no estudo. A metodologia dos modelos estatísticos utilizados se encontra em seus capítulos respectivos.

4.1 Tipo de pesquisa

A pesquisa em administração pode ser classificada quanto aos objetivos, procedimentos, e problema. No que diz respeito aos objetivos, as pesquisas podem ser classificadas como exploratórias, explicativas e descritivas (COOPER; SCHINDLER, 2003; MARTINS; THEÓPHILO, 2007; RAUPP; BEUREN, 2006). Podem ser classificadas como exploratórias as pesquisas que visam a esclarecer e trazer informações acerca de temáticas pouco estudadas ou sobre as quais ainda há poucas informações. Estudos explicativos são os que apresentam maior nível de profundidade e têm como objetivo explicitar relações de causa e efeito (HAIR JUNIOR et al., 2009). Por sua vez, as pesquisas são classificadas como descritivas quando visam a descrever as características da população ou fenômeno estudado, estabelecendo relação entre as variáveis investigadas ou, ainda, verificando a existência de associações entre as variáveis (GIL, 1999).

Assim, este estudo pode ser classificado como descritivo, visto que pretende entender quais são os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho internacional das multinacionais brasileiras. Cabe ressaltar que este estudo não pretende entender a causa do fenômeno da Propriedade Estatal de multinacionais brasileiras, mas de identificar a existência e a força das relações entre a Propriedade Estatal e o desempenho internacional (HAIR JUNIOR et al., 2009).

Quanto aos procedimentos, ou seja, a forma pela qual o pesquisador coletará as evidências relacionadas ao fenômeno estudado, as pesquisas podem ser classificadas em: (i) bibliográficas, (ii) documentais, (iii) experimentais, (iv) Ex-Post Facto e (v) estudos de caso. Diante disso, este estudo pode ser classificado como *ex-post facto* ou “a partir do fato passado”. Esta pesquisa apresenta o mesmo propósito da pesquisa experimental, ou seja, de verificar a existência de relações entre as variáveis estudadas, a diferença entre as duas se encontra no período de ocorrência dos fatos, nesta, o pesquisador não possui controle sobre a variável independente, porque o fenômeno já ocorreu. Dessa forma, cabe ao pesquisador

identificar situações que se desenvolveram naturalmente e estudá-las como se fossem, previamente, controladas (GIL, 1999).

Por fim, quanto à abordagem do problema, este estudo se classifica como quantitativo, visto utilizar o instrumental matemático e estatístico para a realização da análise dos dados coletados (HAIR JUNIOR et al., 2009). De acordo com Cooper e Schindler (2003), os estudos descritivos e causais, geralmente, utilizam técnicas estatísticas para a análise dos dados. A utilização da estatística se faz importante, pois possibilita ao pesquisador categorizar, ordenar e sumarizar as evidências presentes nos dados coletados (KERLINGER, 1980).

Em pesquisas de negócios internacionais, há predominância de pesquisas quantitativas (BIRKINSHAW; BRANNEN; TUNG, 2011) utilizando da combinação de teorias para a construção das variáveis explicativas dos fenômenos relacionados à internacionalização.

4.2 População e amostra

A população da presente pesquisa foi composta pelas subsidiárias das multinacionais brasileiras de capital aberto, foram incluídas somente as informações referentes às subsidiárias divulgadas nos fatos relevantes aos acionistas na bolsa de valores de São Paulo. A estratégia de definição das fontes de informação dos dados das empresas foi adotada conforme os critérios de confiabilidade e disponibilidade dos dados necessários para realização da pesquisa.

O período de análise compreende os anos de 2000 a 2015, período a partir do qual houve intensificação dos investimentos brasileiros no exterior (BAZUCHI et al., 2013).

A listagem das multinacionais brasileiras foi obtida por meio de uma busca em duas principais bases de dados e estudos sobre as empresas brasileiras internacionalizadas, o “Ranking das Transnacionais Brasileiras” da Fundação Dom Cabral (FDC)¹ e o “Observatório de Multinacionais Brasileiras” da Escola Superior de Propaganda e Marketing (ESPM)² disponíveis para acesso gratuito nos anos analisados. A Tabela 2 apresenta a relação das multinacionais estudadas, os relatórios anuais encontrados e o número de informações das subsidiárias de cada multinacional.

¹ Disponíveis em: <<http://www.fdc.org.br/professorespesquisa/nucleos/Paginas/centro-de-referencia.aspx?Nucleo=Estrat%C3%A9gia%20e%20Neg%C3%B3cios%20Internacionais&Info=Apresentacao&CR=28>>.

² Disponíveis em: <<http://www2.espm.br/pesquisa/labs/observatorio-de-multinacionais-brasileiras>>.

Tabela 2 - Relação das Multinacionais do Estudo, setor, período analisado e número de observações obtidas.

Número	Empresas	Setor	Relatório	Número de Observações
1	Braskem	Indústria Química	2004-2015	130
2	BRF	Alimentos e Bebidas	2010 -2015	33
3	BRQ	Software e Dados	2014-2015	3
4	Cambuci	Têxtil	2012-2015	20
5	CSN	Siderurgia e Metalurgia	2000-2015	186
6	Duralex	Indústria de Móveis	2006-2015	28
7	Eletróbás	Energia Elétrica	2012-2015	4
8	Embraer	Veículos e peças	2005-2015	93
9	Eucatex	Indústria de Móveis	2006-2015	10
10	Fibria	Papel e Celulose	2004-2015	38
11	Forjas	Siderurgia e Metalurgia	2004-2015	12
12	Fras	Veículos e peças	2004-2015	70
13	Gol	Transporte Serviços	2013-2015	3
14	Iochpe	Veículos e peças	2000-2015	32
15	JBS	Alimentos e Bebidas	2006-2015	58
16	Klabin	Papel e Celulose	2010-2015	17
17	Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2005-2015	60
18	Magnesita	Mineração	2006-2015	61
19	Marcopolo	Veículos e peças	2000-2015	119
20	Marfrig	Alimentos e Bebidas	2006-2015	109
21	Metalfrio	Máquinas Industriais	2006-2015	45
22	Minerva	Alimentos e Bebidas	2009-2015	53
23	Natura	Comércio	2003-2015	95
24	Oi	Telecomunicações	2012-2015	8
25	Petrobras	Petróleo e Gás	2000-2015	67
26	Porto Seguro	Finanças e Seguros	2000-2015	1
27	Randon	Veículos e peças	2000-2015	41
28	Renner	Comércio	2015	1
29	Romi Industrial	Máquinas Industriais	2001-2015	40
30	São Paulo Alpargatas	Indústria de Calçados	2000-2015	76
31	Suzano Papel e Cel	Papel e Celulose	2000-2015	69
32	Tegma	Transporte Serviços	2006-2015	9
33	Totvs	Software e Dados	2004-2015	66
34	Tupy	Veículos e peças	2000-2015	66
35	Vale	Mineração	2000-2015	118
36	Vulcabras	Têxtil	2001-2015	57
37	Weg	Máquinas Industriais	2001-2015	370

Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

Nota: Apresentam-se nesta Tabela, o volume de dados de cada multinacional da amostra e o período correspondente a estes dados.

Foram encontradas no total, 49 multinacionais brasileiras de capital aberto, no entanto, foram retiradas da amostra as empresas do setor financeiro porque o tratamento das receitas e lucros para essas firmas são diferentes dos demais setores (DU; BOATENG, 2015) e aquelas que não possuíam as informações de desempenho das subsidiárias no exterior de forma

individual, restando na amostra um total de 37 multinacionais brasileiras, aproximadamente 70% da população.

4.3 Natureza, coleta e fonte de dados da tese

Os dados da tese foram coletados utilizando de múltiplas fontes secundárias. Dados secundários são aqueles previamente existentes disponíveis em bases eletrônicas, cabendo ao pesquisador a coleta e a organização desses dados para posterior utilização de técnicas estatísticas que colaboram para o alcance do objetivo proposto, ou seja, entendimento dos efeitos da Propriedade Estatal.

Inicialmente, buscou-se a listagem das multinacionais brasileiras nos relatórios da Fundação Dom Cabral e no Observatório das Multinacionais Brasileiras da ESPM. Posteriormente, buscou-se dentre as notas explicativas dos demonstrativos financeiros anuais de cada multinacional, a listagem de suas subsidiárias no exterior, país de atuação e desempenho financeiro anual. No total, foram consultadas, aproximadamente, 730 notas explicativas, por meio das quais, foi possível obter 2260 observações referentes às subsidiárias no exterior. Nem todos os dados foram utilizados na análise, e os critérios utilizados para a definição de cada amostra se encontra descrito em cada artigo de análise.

O banco de dados do Economática[®] serviu de fonte para a coleta dos dados financeiros das multinacionais, como ativos totais, patrimônio líquido, capital de terceiros entre outros. Além disso, por meio do economática, foi possível se obter a estrutura acionária, identificando, assim, os maiores acionistas estatais e o percentual de ações sob seu controle.

Os dados referentes às condições econômicas dos países hospedeiros foram obtidos pelo banco de dados do World Bank, ao passo que as políticas externas brasileiras, ou seja, os acordos de cooperação técnica³ foram obtidos pelos relatórios da Agência Brasileira de Cooperação (ABC). Todos os dados foram coletados no período de julho de 2016 a janeiro de 2017, a partir do qual houve o processamento e análise dos resultados.

Os dados obtidos pelo economática, World Bank e ABC são utilizados nas análises realizadas nos artigos 1 e 2, e dessa forma, se encontram explicados detalhadamente na metodologia desses capítulos. A primeira parte, por se tratar de uma análise descritiva das

³ Os acordos de cooperação técnica são realizados entre países visando ao auxílio nas mudanças estruturais nos campos social e econômico de um dos países participantes do acordo. Esses acordos possibilitam a transferência e compartilhamento de conhecimentos, experiências e boas-práticas promovendo o desenvolvimento de capacidades humanas e institucionais (BRASIL, 2017).

multinacionais e suas subsidiárias no exterior conforme o tipo de Propriedade Estatal, apenas utiliza as informações obtidas nas relações da FDC e ESPM.

O conjunto de dados obtidos são classificados como corte transversal agrupado ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2013), ou painel não balanceado (GUJARATI, 2006), pois apresentam tanto características de corte transversal quanto de série temporal, consistindo no agrupamento independente de indivíduos (subsidiárias). Além disso, nos dados existe a repetição dos mesmos indivíduos ao longo do tempo, e por essa forma, se caracteriza como não balanceado. Para cada ano analisado, haverá uma relação diferente de subsidiárias brasileiras instaladas em diversos países hospedeiros, o que pode ser observado conforme a apresentação geral do panorama das subsidiárias realizada na próxima seção.

4.4 Análise da distribuição de frequência

As análises descritivas são os modelos mais simples usados em estatística, que permitem uma percepção geral da amostra (FIELD, 2009). Geralmente, são medidas calculadas que permitem obter uma visão geral do comportamento dos dados utilizados para análise. Englobam diversas técnicas estatísticas visando a descrever um determinado conjunto de dados, com a finalidade de ordená-los e sintetizá-los (MALHOTRA, 2006).

Dentre as estatísticas descritivas, a distribuição de frequência mostra ao pesquisador o número de vezes que o fenômeno se repetiu ao longo do tempo analisado. Essa técnica é geralmente útil para avaliar as propriedades de um conjunto de valores e de que forma os dados se distribuem (FIELD, 2009). Neste trabalho, por exemplo, a distribuição de frequência evidencia o montante de multinacionais investidas pelas modalidades de Propriedade Estatal direta e indireta, discriminando as instituições que representam Propriedade Estatal indireta. Em nível de subsidiária, as análises mostram a distribuição geográfica das subsidiárias das multinacionais estatais, discriminadas por tipo de Propriedade Estatal em comparação com as multinacionais privadas, com a finalidade de captar a existência de padrões de investimento no período analisado.

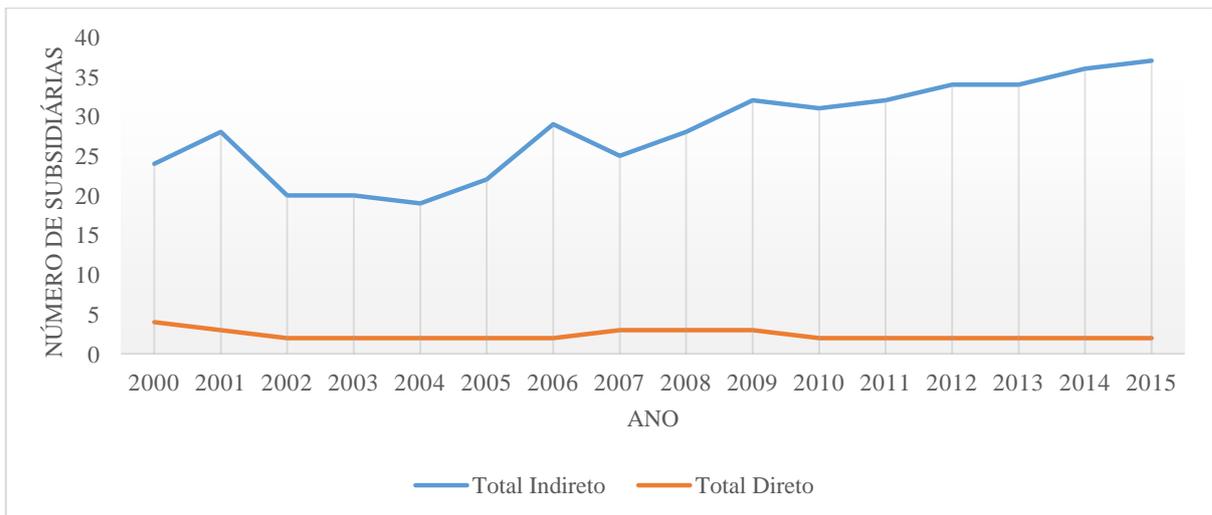
5 PANORAMA GERAL DAS MULTINACIONAIS E DAS SUBSIDIÁRIAS

Esta seção apresenta uma percepção geral da distribuição das modalidades de Propriedade Estatal direta e indireta por multinacional presente na amostra deste trabalho. A seção mostra quem são os investidores institucionais e quais as empresas foram investidas por cada investidor institucional. Além disso, a seção traz a distribuição das subsidiárias dessas multinacionais no exterior, segundo tipo de Propriedade Estatal. O objetivo da seção é obter uma configuração geral das multinacionais da amostra.

5.1 Panorama geral da Propriedade Estatal nas Multinacionais Brasileiras

A Tabela 3 apresenta a relação de todos os tipos de Propriedade Estatal analisada neste trabalho. Nota-se que a União Federal reduziu sua participação direta no controle acionário das empresas ao longo do tempo, mantendo apenas a propriedade naquelas empresas de setores estratégicos, tal como o energético, petrolífero, engenharia aeronáutica e de mineração (especificamente na Vale). A Figura 1 mostra o número de empresas investidas no período analisado da Propriedade Estatal direta e indireta.

Figura 1 - Total de empresas investidas pela Propriedade Estatal direta e indireta no período de 2000 a 2015.



Nota: No eixo X, estão representados os anos de análise, o ano 1, valor correspondente ao primeiro ano – 2000 e o ano 16, correspondente ao último ano de análise, 2015.

Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

A Figura 1 permite constatar que o investimento da Propriedade Estatal indireta foi mais diversificado em número de empresas que o da propriedade direta. Analisando as

instituições públicas investidoras, Tabela 3, percebe-se que a subsidiária do BNDES – BNDESPar foi a instituição que investiu em maior número de empresas ao longo do período, chegou a possuir 129 observações referente a diferentes subsidiárias com uma média de investimento de 8,06 subsidiária/ano. A segunda maior investidora, a Previ, fundo de pensão dos funcionários do Banco do Brasil, chegou a possuir 94 observações, seguido pela Petros com 52 observações. A Fundação de Seguridade Social da Embrapa e Embrater e a Docepar foram as investidoras que menos investiram em número de empresas no período, cada uma investiu somente em uma multinacional, gerando uma média de 0,06 empresa/ano.

Tabela 3 - Investidores Diretos e Indiretos relacionados por multinacionais investidas.

(Continua)

Propriedade Direta	Nome das Empresas	Total de empresas investidas	Média/Ano
União Federal (Tesouro Nacional)	Eletróbrás, Embraer, Iochpe, Petrobras, Vale	38	2,375
Propriedade Indireta	Nome das Empresas	Total	Média/Ano
Bndespar - BNDES Participações AS	Braskem, BRQ, CSN, Eletróbrás, Embraer, Fibria, Romi, Iochpe, JBS, Klabin, Lupatech, Marfrig, Metafrío, Oi, Petrobrás, Totvs, Tupy, Vale	129	8,06
Previ Cx Prev Funcs Bco Brasil	Alpargatas, Braskem, BRF, CSN, Duratex, Embraer, Eucatex, Forjas, Frás, Klabin, Marcopolo, Oi, Petrobras, Random, Tupy, Weg	94	5,88
Petros - Fund. Petrobras de Seg. Social	Braskem, BRF, Eucatex, Frás, Romi Industrial, Iochpe, Klabin, Lupatech, Marcopolo, Oi, Petrobras, Totvs	52	3,25
Fund Embratel de Seg Social/Telos	BRF, Tupy	20	1,25
Fundacao Vale do Rio Doce de Seg. Social – Valia	BRF, CSN	18	1,13
Fund Tel de Seguro Social/Sistel	BRF, Embraer	17	1,06
Fnd Fundo Nacional de Desenvolvimento	Eletróbrás	16	1,00
Fundacao Bco.Central Prev.Priv. -Centrus	Marcopolo	16	1,00
Valepar S.A.	Vale	16	1,00
FPS Fundo de Participacao Social	Eletróbrás, Iochpe, Marcopolo, Petrobras, Tupy, Vale	12	0,75
Caixa Economica Federal	Eletróbrás, Romi Industrial, JBS, Petrobras	9	0,56
Petrobras Quimica S/A Petroquisa	Braskem	9	0,56
Brasil Telecom Participacoes S.A.	Oi	8	0,50

Tabela 3 - Investidores Diretos e Indiretos relacionados por multinacionais investidas.

(Conclusão)

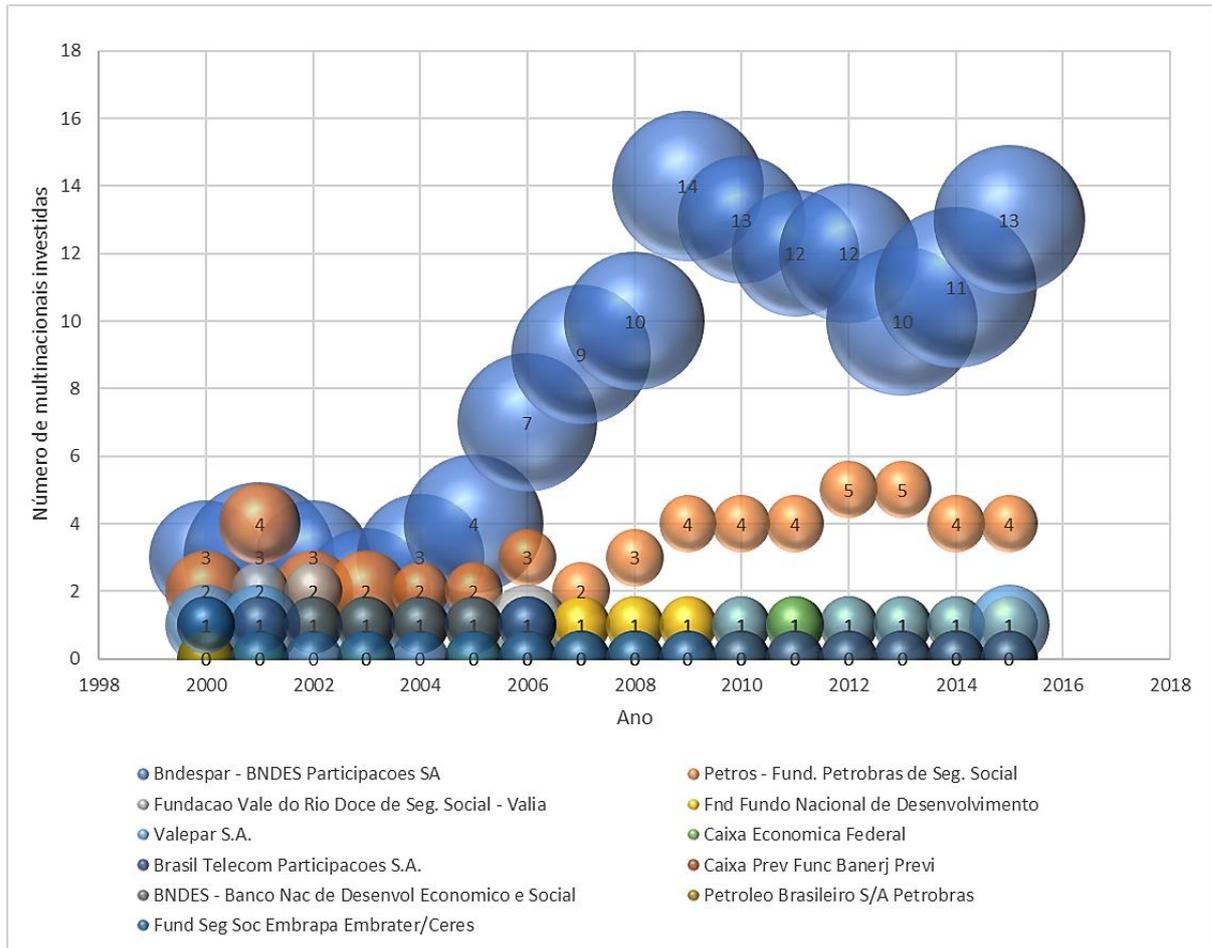
Propriedade Indireta	Nome das Empresas	Total	Média/ Ano
Fund A e Prev Social do BNDES/Fapes	BRF	8	0,50
Caixa Prev Func Banerj Previ	BRF	7	0,44
Caixa FI Exclusivo I Mult	Eletrobrás	6	0,38
BNDES - Banco Nac de Desenvol Economico e Social	Eletrobrás	4	0,25
Fdo Garantidor Das Parcerias Público Priv	Eletrobrás	4	0,25
Petroleo Brasileiro S/A Petrobras	Braskem	4	0,25
Docepar S/A	CSN	1	0,06
Fund Seg Soc Embrapa Embrater/Ceres	Tupy	1	0,06

Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

Os resultados confirmam a discussão realizada por Lazzarini (2007), ou seja, após a reestruturação das estatais brasileiras entre os anos de 1995 a 2003, por meio das privatizações e do investimento de capitais estrangeiros, observa-se que a Propriedade Estatal direta, investimento direto da União, se manteve, ao longo do período, concentrado em poucas empresas, e a propriedade indireta, ao contrário, conseguiram explorar oportunidades de participação acionária em uma ampla gama de multinacionais, chegando a investir, em 2014, em aproximadamente 40 multinacionais diferentes.

A Figura 2 permite ter uma percepção da distribuição desses investimentos estatais indiretos por instituição pública ao longo do período analisado. Nota-se que, a partir de 2006, houve uma tendência à diversificação dos investimentos dos principais investidores públicos, BNDESPAR e Previ, uma vez que estes passaram a investir em mais multinacionais. A BNDESPAR chegou a investir, em 2009, em 14 multinacionais diferentes, e a Previ, em 2012, investiu em 5 multinacionais diferentes.

Figura 2 - Distribuição do número de multinacionais investidas por instituição pública indireta.



Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

Esses resultados mostram que, apesar das estruturas e alterações na estrutura e padrão de investimento do governo brasileiro, e embora tenha havido uma tentativa de retirar seu nível de influência direto do mercado, o governo, utilizando-se de outros meios de participação societária, como o investimento institucional por meio de bancos públicos e fundos de pensão, ainda manteve sua influência no mercado, como investidores centrais para a economia brasileira.

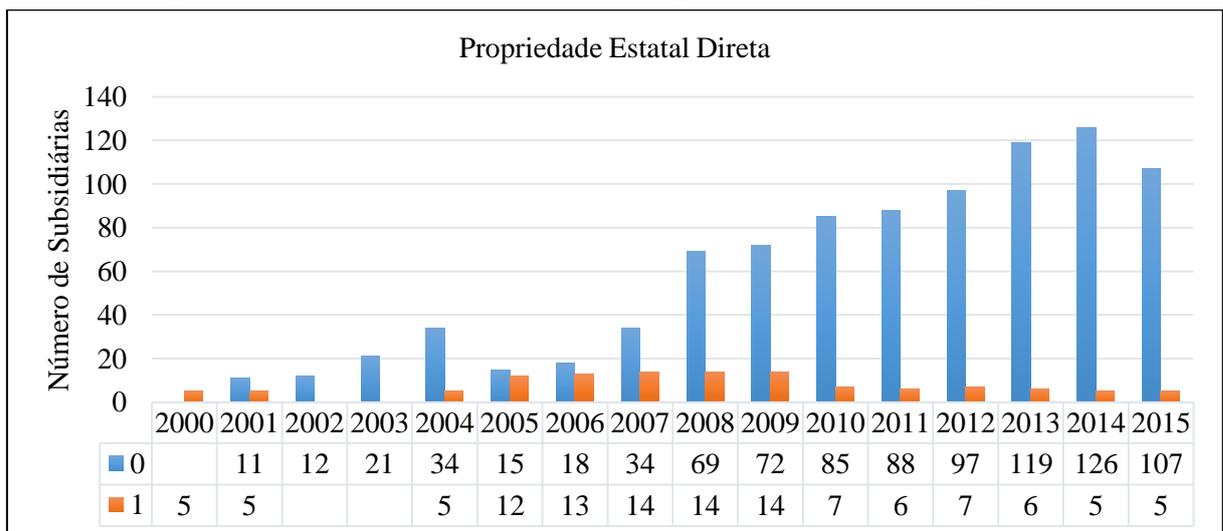
5.2 Panorama geral das subsidiárias no exterior

Com a finalidade de se observar os investimentos brasileiros no exterior, buscou-se visualizar a distribuição desses investimentos, por ano e por país investido, conforme apresentado no Anexo A.

Os países com maior investimento brasileiro ao longo do tempo analisado, dispostos em ordem alfabética, são a Argentina com 241 subsidiárias, Estados Unidos com 254 subsidiárias, Ilhas Cayman (202 subsidiárias), México (119 subsidiárias), Espanha (99 subsidiárias), e Uruguai (96 subsidiárias). Nota-se que o total dos investimentos brasileiros em número de subsidiárias foi progredindo ao longo do tempo, que, em 2000, de acordo com os dados coletados, havia apenas 9 subsidiárias no exterior, e em 2015, chegou-se a 245 subsidiárias. O Anexo B possibilita uma percepção gráfica e visual da distribuição dessas subsidiárias, é possível perceber o aumento do número de subsidiárias bem como a dispersão dos países no período analisado.

A Figura 3 apresenta o volume de subsidiárias por multinacionais que possuem Propriedade Estatal direta com o grupo de controle (subsidiárias de MNEs que não possuem Propriedade Estatal direta ou indireta). Nota-se que, em relação ao grupo de controle, o número de subsidiárias das multinacionais de propriedade direta se reduz ao longo do período analisado. O período em que as multinacionais estatais tiveram maior número de subsidiárias no exterior (total de 14), foi o de 2007 a 2009, chegando a 5 subsidiárias, em 2014 e 2015. Essa evidência sugere que, em número de subsidiárias, as multinacionais estatais passaram a desinvestir, a partir de 2009, ao contrário das multinacionais brasileiras sem Propriedade Estatal, que aumentaram o número de subsidiárias ao longo do tempo.

Figura 3 - Número de Subsidiárias da Propriedade Estatal Direta por ano.



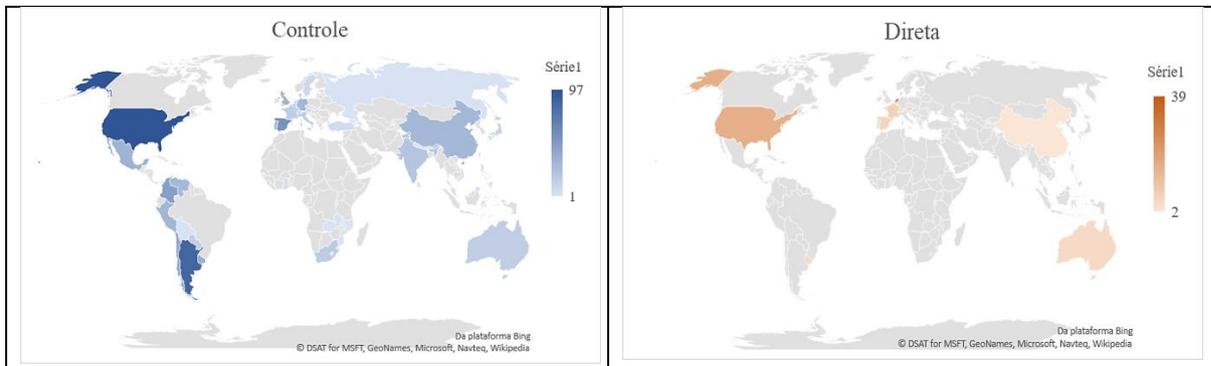
Nota: (Laranja) Propriedade Estatal Direta; (Azul) Controle.

Fonte: Da autora (2017).

A distribuição geográfica desses investimentos, pode ser percebido na Figura 4. Nota-se que os investimentos das multinacionais estatais, segue proporcionalmente os

investimentos das multinacionais pertencentes ao grupo de controle. No grupo de controle percebe-se maior número de subsidiárias, e conseqüentemente, maior dispersão geográfica.

Figura 4 - Comparação da distribuição geográfica entre as subsidiárias do grupo de controle e das subsidiárias das MNEs de Propriedade Direta.



Fonte: Da autora (2017).

Entretanto, embora a Figura 4 não capte a representação geográfica dos países com menor tamanho territorial, os dados apresentados na Tabela 4, permitem observar que as Ilhas Cayman, foi o país com maior total de subsidiárias durante o período analisado, chegando a ter no período de 2006 a 2011, quatro subsidiárias brasileiras com Propriedade Estatal direta. O segundo país com maior investimento em número de subsidiárias é a Holanda, chegando a ter 3 subsidiárias de diferentes multinacionais estatais no período de 2007 a 2009. Essa mesma distribuição por país subdivididos por multinacionais brasileiras, está representada no Anexo C, no qual é possível se perceber que a multinacional de propriedade direta que possui maior número de subsidiárias no exterior é a Petrobras, com investimentos na Áustria, Ilhas Cayman, Holanda e Luxemburgo.

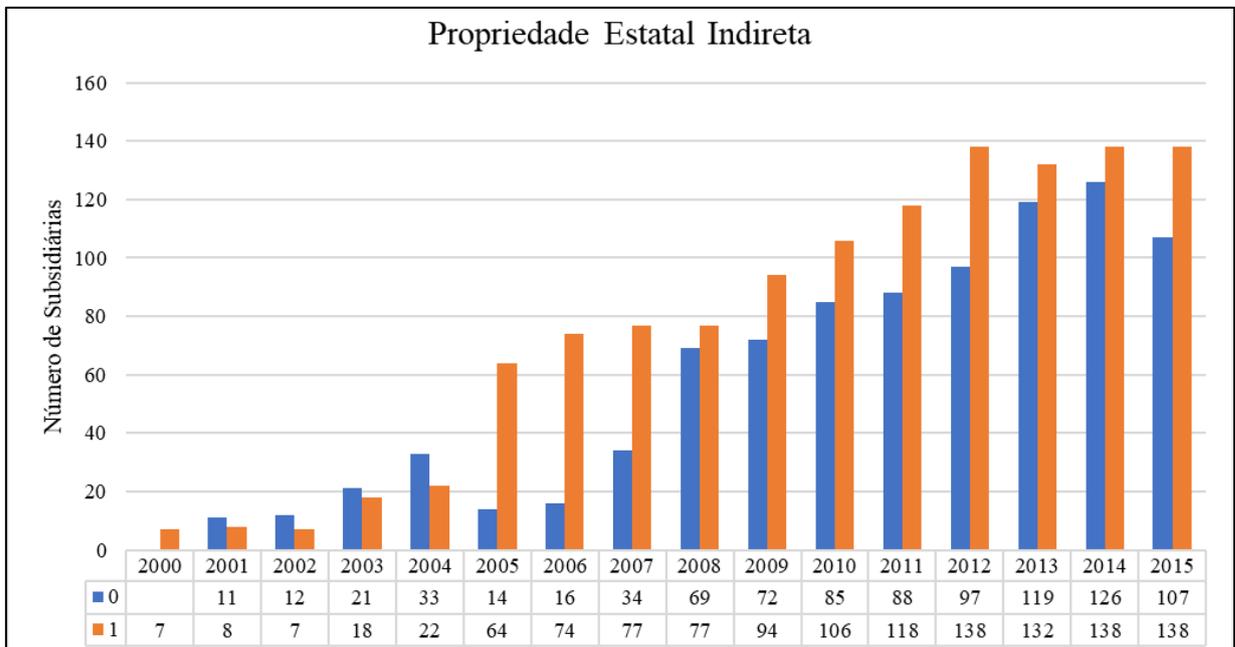
Tabela 4 - Distribuição das subsidiárias das multinacionais de Propriedade Estatal direta por país no período de 2000 a 2015.

Países	2000	2001	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total Geral
Austrália	0	0	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	5
Áustria	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1	1	1	1	0	7
China	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
Cingapura	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	0	0	2
Espanha	0	0	0	1	1	1	1	2	0	0	0	0	0	0	6
EUA	2	1	0	3	3	3	2	2	0	0	0	0	0	0	16
França	1	1	0	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	0	7
Holanda	0	0	2	3	2	3	3	3	2	1	2	2	2	2	27
Ilhas Cayman	2	3	3	2	4	4	4	4	4	4	2	1	1	1	39
Luxemburgo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	2
Uruguai	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1	2	5
Total Geral	5	5	5	12	13	14	14	14	7	6	7	6	5	5	

Fonte: Da autora (2017).

Analisando a distribuição geográfica das subsidiárias das multinacionais com Propriedade Estatal indireta, a Figura 5 apresenta o montante de subsidiárias por ano comparativamente entre o grupo de controle e as multinacionais com propriedade indireta. É possível se perceber que havia na amostra, durante o período de 2005 até 2015, maior número de subsidiárias de multinacionais de Propriedade Estatal indireta que do grupo de controle, ou seja, multinacionais sem Propriedade Estatal indireta. Esse montante é crescente e coincide com as políticas industriais e de internacionalização desenvolvidas durante o período. A análise comparativa entre as Figuras 3 e 5 mostra uma estratégia de desinvestimento das multinacionais estatais diretas e um investimento das multinacionais estatais indiretas em número de subsidiárias no exterior. Esse cenário é, possivelmente, reflexo de um conjunto de políticas, inicialmente a política nacional de desestatização e, em contrapartida, o aumento dos investimentos dos fundos de pensão no mercado de capitais brasileiro, e mais recentemente, pelas políticas industriais com incentivo à internacionalização, que teve como instrumentos, desembolsos específicos do BNDES por meio da subscrição de capital, como subsídios a atuação internacional de empresas pertencentes a setores específicos e estratégicos de desenvolvimento definidos pelo governo em vigor.

Figura 5 - Número de Subsidiárias da Propriedade Estatal Indireta por ano.

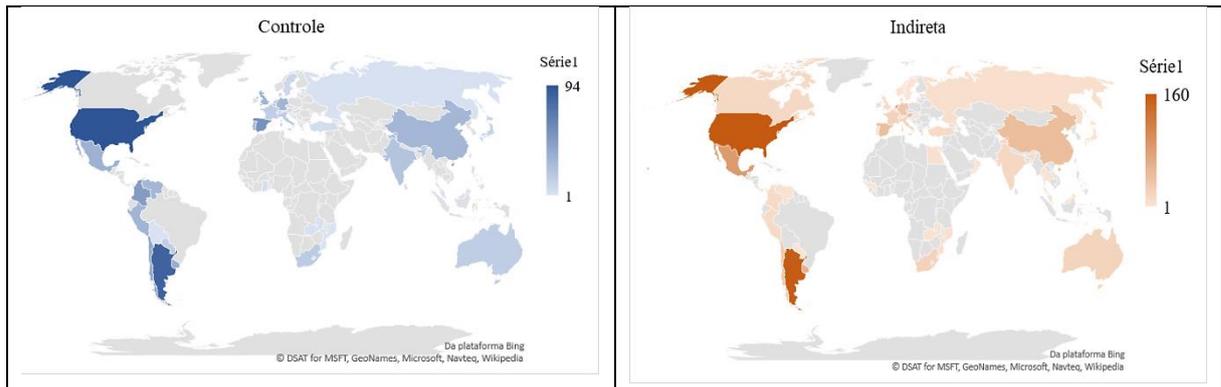


Nota : (Laranja) Propriedade Estatal Indireta; (Azul) Controle.

Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

Ao analisar comparativamente a distribuição das subsidiárias de multinacionais estatais indiretas e do grupo de controle no mundo (FIGURA 6), é possível verificar que existem poucas diferenças no padrão de investimento. Os maiores países hospedeiros são os EUA, a Argentina, México, e as Ilhas Cayman (conforme mostra a TABELA 5).

Figura 6 - Comparação da distribuição geográfica entre as subsidiárias do grupo de controle e das subsidiárias das MNEs de Propriedade Indireta.



Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

A Tabela 5 mostra o número de subsidiárias por país ao longo do período analisado, por meio da qual se percebe que os países de maior número de subsidiárias é os EUA, com um aumento considerável do número de subsidiárias, a partir de 2005, seguido pela Argentina, que chegou a ter até 18 subsidiárias estatais em 2012 e, posteriormente, em 2014. É possível perceber uma presença maior das multinacionais indiretas no oriente médio, em países como Omã e Egito, e na Oceania, com investimentos na Tailândia e na Malásia, e também um considerável número de subsidiárias nas Ilhas Cayman, a partir de 2006. O anexo 4 apresenta o número de subsidiárias por multinacional nos quatro maiores hospedeiros.

Embora se perceba nesta seção pouca diferença substancial quanto ao padrão de investimento entre as multinacionais do grupo de controle (sem Propriedade Estatal) e as multinacionais estatais (propriedade direta e indireta), algumas percepções precisam ser elucidadas. Primeiramente, o grupo de subsidiárias com Propriedade Estatal direta é bem inferior ao grupo de controle, ao contrário das subsidiárias de propriedade indireta, o que reflete consequentemente sobre a dispersão quanto aos países hospedeiros dos investimentos. Além disso, também é possível de se perceber que as multinacionais estatais indiretas tendem a seguir o mesmo padrão de investimento no exterior que as multinacionais de controle, no que diz respeito à localização. É perceptível, porém, maiores diferenças na localização das subsidiárias das multinacionais estatais diretas, com investimentos significativos na Áustria e

Holanda, ao passo que o grupo de controle, tende a concentrar seus investimentos substanciais na América do Sul, como a Argentina, Chile e Uruguai.

Tabela 5 - Distribuição das subsidiárias de multinacionais de propriedade indireta por país.

Países	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total geral
África do Sul							1	1	1	2	2	3	3	3	3	3	22
Alemanha				1	1	2	2	2	1	3	3	4	4	4	4	4	35
Argentina				1	4	6	9	10	13	14	16	16	18	15	18	16	156
Argentina, Uruguai												1	1	1	1	1	5
Austrália						2	2	2	1	1	1	2	3	3	2	2	21
Áustria							1		1	2	5	5	9	8	10	7	48
Bahamas					2	1							1	1	1	1	7
Bélgica							1	1									2
Belize									1	1							2
Canadá											1	1	2	3	3	5	15
Chile					1	2	2	2	2	2	5	5	3	4	4	3	35
China						3	4	2	3	3	5	5	5	5	5	6	46
Cingapura							1	2	1			1	1	1	1	1	9
Colômbia						1	1	1		1	1	1	2	2	1	1	12
Dinamarca							2	2	2	2	2	1					11
Egito										1	1	1	1	1	1	1	7
Em. Arabes Unidos						1	1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	16
Espanha	1	1	2	3		5	6	5	4	5	2	2	3	2	2	2	45
EUA	2	2	1	1	6	9	11	15	12	12	15	15	14	15	17	13	160
França	1	1	1	1	1	3	2	2	1	1	1	2	2	1	1	1	22
Guiné												1	1	1			3
Holanda						1	2	2	4	4	8	8	9	9	11	12	70
Hungria										1	1	1	1	1		1	6
Ilha Jersey										1		1	1	1	1	1	6
Ilhas Cayman	1	2	1	8	3	12	7	7	11	13	12	12	11	9	10	10	129
Ilhas Virgens					1	2	1	2	3	1	2	2	1		1	1	17
Índia						1	1	2	1	1	1	1	2	2	2	2	16
Itália						1	1	1	2	2	2	2	2	2	2	3	20
Japão						1	1	1									3
Luxemburgo				1		1	1	1	1	1			1	2	2	3	14
Malásia													1	1		1	3
México	1	1	1	1	2	3	5	5	5	6	8	7	11	10	10	10	86
Moçambique						1	1					1	1	1	1	1	7
Noruega												1	1	1			3
Omã															1	1	2
Panamá	1	1	1	1		1	1	1	2	2						1	12
Paraguai												1	1	1			3
Peru											1	1	2	3	3	3	13
Portugal						1	1	1		1	1		1	1	1	1	9
Portugal									1								1
Reino Unido						1	1	1		1	1	2	2	1	1	2	13
Rússia												2	2	1	2	1	8
Suécia							1	1									2
Suiça							1	1	1	1		1	2	2	1	1	11
Tailândia													1	1	1	1	4
Turquia							1	1	1	1	1		1	2	2	2	12
União Européia						1											1
Uruguai					1	1	1	1	1	7	7	6	8	8	8	10	59
Venezuela						1	1	1							1		4
Zâmbia												1	1	1	1	1	5
Total geral	7	8	7	18	22	64	74	77	77	94	106	118	138	132	138	138	1218

Fonte: Da autora (2017), com os dados da pesquisa.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste capítulo, realizou-se uma introdução geral da presente pesquisa, contendo o contexto da pesquisa, seu questionamento e justificativa, a conceituação teórica da multinacional estatal e os fatores que impulsionam o seu investimento no exterior. Além desses, o capítulo também define os aspectos metodológicos gerais da tese e descreve as multinacionais brasileiras e a localização de suas subsidiárias categorizadas conforme o tipo de Propriedade Estatal e países hospedeiros.

O capítulo apresenta duas principais constatações. A primeira consiste no grau de influência do governo sobre as multinacionais no período analisado. Os resultados permitem perceber que, apesar das reformas e privatizações ocorridas na economia brasileira, no início da década de 2000, o governo, ainda, apresenta representatividade e influência sobre o mercado acionário, porém utilizando de um padrão de investimento distinto, por meio de suas instituições públicas.

A segunda constatação se refere ao efeito dos estímulos dados pelo governo, por meio do desenvolvimento de políticas públicas voltadas para a internacionalização das empresas brasileiras. O período de implementação das políticas industriais desenvolvidas coincide com o aumento dos investimentos realizados pelas multinacionais brasileiras e conseqüentemente com a diversificação da participação societária dos bancos públicos em número de multinacionais. Vê-se que o aporte de capital nas multinacionais realizados pelos principais investidores públicos, como o BNDES e os fundos de pensão, foram essenciais para o aumento do investimento no exterior das multinacionais brasileiras.

As considerações apresentadas nesta seção, corroboram com a justificativa da realização desta pesquisa, uma vez que se percebe que a influência do estado sobre as multinacionais pode de fato alterar a neutralidade competitiva das empresas brasileiras, oferecendo benefícios e segurança contra os riscos inerentes à atividade internacional. A segunda parte, contudo, traz a discussão desse investimento sobre o desempenho, das multinacionais e de suas subsidiárias, visando a identificar se a participação estatal, além de impulsionar as empresas, alteram os níveis de rentabilidade das firmas analisadas.

REFERÊNCIAS

- ACIOLY, L. **Mudanças institucionais e a lógica de expansão da grande empresa**. Brasília, DF: IPEA, 2009. (Texto para Discussão, 1419). Disponível em: <<https://www.econstor.eu/dspace/bitstream/10419/91126/1/611947951.pdf>>. Acesso em: 19 abr. 2015.
- ALÉM, A. C. D. de et al. **Sinopse internacional, n. 2**. Brasília, DF: BNDES, 2004. Disponível em: <<https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/1320>>. Acesso em: 20 abr. 2015.
- ALMEIDA, M. H. T. de. Negociando a reforma: a privatização de empresas públicas no Brasil. **Dados**, Rio de Janeiro, v. 42, n. 3, p. 421-451, 1999.
- AMIGHINI, A. A.; RABELLOTTI, R.; SANFILIPPO, M. Do Chinese State-Owned and private enterprises differ in their internationalization strategies? **China Economic Review**, Shanghai, v. 27, p. 312-325, 2013.
- ANDERSSON, U.; FORSGREN, M.; PEDERSEN, R. Subsidiary performance in multinational corporations: the importance of technology embeddedness. **International Business Review**, Amsterdam, v. 10, p. 3-23, 2001.
- BASS, A. E.; CHAKRABARTY, S. Resource security: competition for global resources, strategic intent, and governments as owners. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 961-979, 2014.
- BAZUCHI, K. R. V. et al. The role of home country political resources for Brazilian multinational companies. **Brazilian Administration Review**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 4, p. 415-438, Oct. 2013.
- BIRKINSHAW, J.; BRANNEN, M. Y.; TUNG, R. L. From a distance and generalizable to up close and grounded: reclaiming a place for qualitative methods in international business research. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 42, n. 5, p. 573-581, June/July 2011.
- BIRKINSHAW, J.; HOOD, N.; YOUNG, S. Subsidiary entrepreneurship, internal and external competitive forces, and subsidiary performance. **International Business Review**, Amsterdam, v. 14, p. 227-248, 2005.
- BRASIL. Ministério das Relações Exteriores. Agência Brasileira de Cooperação. **Acordos vigentes da Cooperação Técnica Bilateral - CGCB**. Disponível em: <<http://www.abc.gov.br/CooperacaoTecnica/AcordosVigentes/CGCB>>. Acesso em: 10 mar. 2017.
- BREY, N. K.; MARCON, R.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. Conexões políticas das empresas por estruturas de propriedade: uma abordagem do governo como acionista. **RACE**, Joaçaba, v. 11, n. 2, p. 319-350, 2009.

BUGIATO, C.; BERRINGER, T. Um debate sobre o Estado logístico, subimperialismo e imperialismo brasileiro. **Em Debate**, Florianópolis, n. 7, p. 28-44, jun. 2012.

CASTRO, M. F. de. **Política e economia no judiciário**: as ações diretas de inconstitucionalidade dos partidos políticos. Brasília, DF: Ed. UnB, 1993. (Cadernos de Ciência Política, 7).

CERVO, A. L.; BUENO, C. **História da política exterior do Brasil**. 2. ed. Brasília, DF: Ed. UnB, 2002. 525 p.

CHEN, G.; FIRTH, M.; XU, L. Does the type of ownership control matter?: evidence from china's listed companies. **Journal of Banking & Finance**, Amsterdam, v. 33, n. 1, p. 171-181, 2009.

CHIZEMA, A.; LE, T. State ownership and firm performance: evidence from the Chinese listed firms. **Organizations and Markets in Emerging Economies**, Vilnius, v. 2, n. 2, p. 71-90, 2011.

CHOUDHURY, P.; KHANNA, T. Toward resource independence: why state-owned entities become multinationals: an empirical study of India's public R&D laboratories. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 943-960, 2014.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CUERVO-CAZURRA, A. et al. Governments as owners: state-owned multinational companies. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 919-942, 2014.

CUERVO-CAZURRA, A.; GENC, M. Transforming disadvantages into advantages: developing-country MNEs in the least developed countries. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 39, n. 6, p. 957-979, 2008.

CUI, L.; JIANG, F. State ownership effect on firms' FDI ownership decisions under institutional pressure: a study of chinese outward-investing firms. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 43, n. 3, p. 264-284, 2012.

DEADRICK, D. L.; BENNETT, N.; RUSSELL, C. J. Using hierarchical linear modeling examine dynamic performance criteria over time. **Journal of Management**, London, v. 23, n. 6, p. 745-757, 1997.

DU, M.; BOATENG, A. State ownership, institutional effects and value creation in cross-border mergers & acquisitions by Chinese firms. **International Business Review**, Amsterdam, v. 24, n. 3, p. 430-442, June 2015.

DUANMU, J. L. State-owned MNCs and host country expropriation risk: the role of home state soft power and economic gunboat diplomacy. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 1044-1060, 2014.

- DUNNING, J. H. Some antecedents of internationalization theory. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 34, n. 2, p. 108-115, 2003.
- DUNNING, J. H.; LUNDAN, S. M. Institutions and the OLI paradigm of the multinational enterprise. **Asia Pacific Journal of Management**, New Delhi, v. 25, n. 4, p. 573-593, 2008.
- ENDERWICK, P. Multinational enterprises and partial privatisation of state-owned enterprises. **International Business Review**, Amsterdam, v. 3, n. 2, p. 135-147, 1994.
- FIELD, A. **Discovering statistics using SPSS**. 3rd ed. London: Sage, 2009.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GOH, S. K.; WONG, K. N. Malaysia's outward FDI: the effects of market size and government policy. **Journal of Policy Modeling**, Rhode Saint Genese, v. 33, n. 3, p. 497-510, 2011.
- GRANOVETTER, M. Economic action and social structure: the problem of embeddedness. **American Journal of Sociology**, Chicago, v. 91, n. 3, p. 481-510, 1985.
- GREMAUD, A. P.; VASCONCELLOS, M. A. S. de; TONETO JUNIOR, R. **Economia brasileira contemporânea**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2013. 659 p.
- GUJARATI, D. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.
- GUNASEKARAGE, A.; HESS, K.; HU, J. The influence of the degree of state ownership and the ownership concentration on the performance of listed Chinese companies. **Research in International Business and Finance**, Amsterdam, v. 21, n. 3, p. 379-395, 2007.
- HAIR JUNIOR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HIRATUKA, C.; SARTI, F. **Investimento direto e internacionalização de empresas brasileiras no período recente**. Brasília, DF: IPEA, 2011. (Texto para Discussão, 1610).
- HONG, J.; WANG, C.; KAFOUROS, M. The role of the state in explaining the internationalization of emerging market enterprises. **British Journal of Management**, Chichester, v. 26, n. 1, p. 45-62, 2015.
- HUANG, X.; RENYONG, C. Chinese private firms' outward foreign direct investment: does firm ownership and size matter? **Thunderbird International Business Review**, Glendale, v. 56, n. 5, p. 393-406, 2014.
- HUGHES, M. et al. Institutional and resource-based explanations for subsidiary performance. **British Journal of Management**, Chichester, v. 28, n. 3, p. 1-18, 2016.
- HULT, G. T. M. et al. An assessment of the measurement of performance in international business research. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 39, n. 6, p. 1064-1080, 2008.

KERLINGER, F. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais**. São Paulo: E.P.U., 1980.

KNUTSEN, C. H.; RYGH, A.; HVEEM, H. Does state ownership matter?: institutions' effect on foreign direct investment revisited. **Business and Politics**, Cambridge, v. 13, n. 1, 2011.

Disponível em:

<<http://www.degruyter.com/view/j/bap.2011.13.1/bap.2011.13.1.1314/bap.2011.13.1.1314.xml>>. Acesso em: 14 nov. 2014.

KUSNADI, Y.; YANG, Z.; ZHOU, Y. Institutional development, state ownership, and corporate cash holdings: evidence from China. **Journal of Business Research**, Athens, v. 68, n. 2, p. 351-359, Feb. 2015.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **The Journal of Finance**, New York, v. 57, n. 3, p. 229-253, 2005.

LAZZARINI, S. G. Mudar tudo para não mudar nada: análise da dinâmica de redes de proprietários no Brasil como 'mundos pequenos'. **RAE**, São Paulo, v. 6, n. 1, 2007.

Disponível em: <http://www.scielo.br/readcube/epdf.php?doi=10.1590/S1676-56482007000100007&pid=S1676-56482007000100007&pdf_path=raeel/v6n1/a07v6n1.pdf&lang=pt>.

Acesso em: 10 mar. 2017.

LAZZARINI, S. G. et al. **What do development banks do?: evidence from Brazil**. Boston: Harvard Business School, 2011.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A. **Leviathan as a minority shareholder: a study of equity purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES)**. Boston: Harvard Business School, 2011.

LAZZARINI, S. G.; MUSACCHIO, A.; BANDEIRA-DE-MELLO, R. What do state-owned development banks do? **Evidence from BNDES**, Rio de Janeiro, v. 66, p. 237-253, 2015.

LI, M. H.; CUI, L.; LU, J. Varieties in state capitalism: outward FDI strategies of central and local state-owned enterprises from emerging economy countries. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 980-1004, 2014.

LIANG, H.; REN, B.; SUN, S. L. An anatomy of state control in the globalization of state-owned enterprises. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 46, n. 2, p. 223-240, Feb. 2015.

MALHOTRA, N. **Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MARTINS, G. A.; THEÓFILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MEYER, K. E. et al. Overcoming distrust: how state-owned enterprises adapt their foreign entries to institutional pressures abroad. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 1005-1028, 2014.

- NABIN, M. H. et al. Strategic quality competition, mixed oligopoly and privatization. **International Review of Economics and Finance**, Greenwich, v. 34, p. 142-150, 2014.
- NORTH, D. C. Institutions. **Journal of Economic Perspective**, Nashville, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991.
- PAN, Y. et al. Firms' FDI ownership: the influence of government ownership and legislative connections. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 45, n. 8, p. 1029-1043, 2014.
- PENG, M. W. Institutional transitions and strategic choices. **Academy of Management Review**, Mississippi, v. 28, n. 2, p. 275-296, 2003.
- PEROTTI, E. C. **State ownership: a residual role?** Washington: World Bank, 2004.
- PINHEIRO, A. C.; FUKASAKU, K. (Ed.). **Privatization in Brazil: the case of public utilities**. Rio de Janeiro: BNDES-OCDE, 1999.
- QI, D.; WU, W.; ZHANG, H. Shareholding structure and corporate performance of partially privatized firms: evidence from listed Chinese companies. **Pacific-Basin Finance Journal**, Brisbane, v. 8, n. 5, p. 587-610, 2000.
- RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In: BEUREN, I. M. (Ed.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006. p. 76-97.
- ROBINS, F. The uniqueness of Chinese outward foreign direct investment. **Asian Business & Management**, Shanghai, v. 12, n. 5, p. 525-537, 2013.
- RUMELT, R. How much does industry matter? **Strategic Management Journal**, Sussex, v. 12, n. 3, p. 167-119, 1991.
- SAUVANT, K. P. et al. Trends in FDI, home country measures and competitive neutrality. In: BJORKLUND, A. K. (Ed.). **Yearbook on international investment law & policy 2012-2013**. New York: Oxford University Press, 2014. p. 3-39.
- SAUVANT, K. P.; CHEN, V. Z. China's regulatory framework for outward foreign direct investment. **China Economic Journal**, Beijing, v. 7, n. 1, p. 141-163, 2014.
- SCHNEIDER, B. R. Hierarchical market economies and varieties of capitalism in Latin America. **Journal of Latin American Studies**, Cambridge, v. 41, n. 3, 2009. Disponível em: <http://www.journals.cambridge.org/abstract_S0022216X09990186>. Acesso em: 10 mar. 2017.
- TAN, J.; WANG, L. Flexibility-efficiency tradeoff and performance implications among Chinese SOEs. **Journal of Business Research**, Athens, v. 63, n. 4, p. 356-362, 2010.
- TANG, J. et al. The impact of entrepreneurial orientation and ownership type on firm performance in the emerging region of China. **Journal of Developmental Entrepreneurship**, New Delhi, v. 12, n. 4, p. 383-397, 2007.

UNCTAD. **Investing in the SDGs: an action plan**. 2014. Disponível em: <http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_en.pdf>. Acesso em: 23 abr. 2017.

VALADARES, S. M. Ownership and control structure of Brazilian Companies. **Revista Abante**, Santiago de Chile, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VENAIK, S.; MIDGLEY, D. F.; ZEITLIN, J. Dual paths to performance: the impact of global pressures on MNC subsidiary conduct and performance. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 36, n. 6, p. 655-675, 2005.

VERNON, R. The international aspects of state-owned enterprises. **Journal of International Business Studies**, Basingstoke, v. 10, n. 3, p. 7-15, 1979.

WANG, C. et al. What drives outward FDI of Chinese firms?: testing the explanatory power of three theoretical frameworks. **International Business Review**, Amsterdam, v. 21, n. 3, p. 425-438, 2012.

WARMERDAM, W.; van DIJK, M. P. Chinese state-owned enterprise investments in uganda: findings from a recent survey of Chinese firms in Kampala. **Journal of Chinese Political Science**, Beijing, v. 18, n. 3, p. 281-301, 2013.

WEI, Z.; VARELA, O. State equity ownership and firm market performance: evidence from China's newly privatized firms. **Global Finance Journal**, Fresno, v. 14, n. 1, p. 65-82, 2003.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introductory econometrics: a modern approach**. 5th ed. Mason: Cengage Learning, 2013.

XAVIER, W. G.; BANDEIRA-DE-MELLO, R.; MARCON, R. Institutional environment and business groups' resilience in Brazil. **Journal of Business Research**, Athens, v. 67, n. 5, p. 900-907, 2014.

YANG, X.; STOLTENBERG, C. D. A review of institutional influences on the rise of made-in-China multinationals. **International Journal of Emerging Markets**, Bingley, v. 9, n. 2, p. 162-180, 2014.

ZHOU, M.; WANG, X. Agency cost and the crisis of China's SOE. **China Economic Review**, Shanghai, v. 11, n. 3, p. 297-317, 2000.

SEGUNDA PARTE - ARTIGOS

**ARTIGO 1 - EFEITO DA PROPRIEDADE ESTATAL DIRETA E INDIRETA
SOBRE O DESEMPENHO FINANCEIRO DAS MULTINACIONAIS BRASILEIRAS
NO PERÍODO DE 2000 A 2015**

**EFFECT OF DIRECT AND INDIRECT STATE OWNERSHIP ON THE FINANCIAL
PERFORMANCE OF BRAZILIAN MULTINATIONAL COMPANIES FROM 2000
TO 2015**

(VERSÃO PRELIMINAR)

**Artigo preparado para submissão no *International Journal of Productivity and
Performance Management.***

RESUMO

Este artigo discute a Propriedade Estatal e seus efeitos sobre o desempenho financeiro de multinacionais brasileiras. Evidências empíricas da relação Propriedade Estatal e desempenho financeiro são inconclusivas na literatura e merecem investigação quando se trata de empresas brasileiras internacionalizadas. Investiga-se neste trabalho, o efeito da Propriedade Estatal, direta e indireta, sobre o desempenho financeiro utilizando o investimento em paraísos fiscais como instrumento para o investimento governamental na empresa. O trabalho é quantitativo, analisado no período de 2000 a 2015, e a amostra é composta por multinacionais brasileiras de capital aberto. Utilizou-se de modelos painel dinâmicos e de Heckman de dois estágios os quais confirmaram que os investimentos em paraísos fiscais como variáveis instrumentais para a Propriedade Estatal. Os resultados mostram que os dois tipos de Propriedade Estatal apresentam efeitos positivos nas métricas de desempenho ROA e ROE das empresas analisadas. O trabalho, além de contribuir para o entendimento dos efeitos da Propriedade Estatal nas multinacionais numa realidade emergente distinta, mostra uma faceta do contexto brasileiro, ao evidenciar que as multinacionais que possuem subsidiárias em paraísos fiscais têm maior propensão em ter o governo como acionista.

Palavras-Chave: Painel Dinâmico, Modelo de Heckman, Paraísos Fiscais.

ABSTRACT

This article discusses the state ownership and its effects on the financial performance of Brazilian multinationals. Empirical evidence of the relationship between state ownership and financial performance is inconclusive in the literature and deserves investigation when it comes to internationalized Brazilian companies. There was investigated the effect of direct and indirect state ownership on financial performance by investing in tax havens as a tool for government investment in the company. The work is quantitative, analyzed in the period from 2000 to 2015, and the sample is composed by Brazilian multinationals. Dynamic panel and Heckman two-stage models which confirmed that investments in tax havens as instrumental variables for state ownership. The results show that both types of state ownership have positive effects on the performance metrics ROA and ROE of the companies analyzed. The work, besides contributing to the understanding of the effects of state ownership on multinationals in a distinct emerging reality, shows a facet of the Brazilian context, by showing that multinationals that have subsidiaries in tax havens are more likely to have the government as shareholder.

Keywords: Dynamic Panel, Heckman Model, Tax Havens.

1 INTRODUÇÃO

Recentemente, o aumento dos investimentos diretos no exterior de empresas estatais tem despertado a atenção dos pesquisadores ao redor do mundo. Estudos discutem que essas empresas (multinacionais estatais) possuem comportamento, interesses e motivações diferentes das multinacionais de capital privado, merecendo, então, uma adaptação das teorias de internacionalização (Cuervo-Cazurra et al. 2014).

De fato, as multinacionais estatais (SOMNC) devido à sua composição acionária, possuem duas dimensões, a dimensão estatal, pela qual deve atender os objetivos do governo, e a dimensão privada, em que deve atuar com a finalidade de maximização de lucros, atendendo aos interesses dos acionistas privados (Enderwick 1994; Vernon 1979).

No Brasil, atualmente, pode se perceber a existência de dois tipos de Propriedade Estatal: uma direta, em que o governo é o principal ou acionista majoritário; e uma modalidade indireta, em que os acionistas são instituições públicas, como os bancos públicos ou, ainda, os fundos de pensão de instituições públicas (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Lazzarini e Musacchio 2011).

Apesar da diversidade de interesses da Propriedade Estatal, seus efeitos sobre o desempenho das firmas ainda são inconclusivos e carecem de maior investigação. Os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho financeiro das firmas têm sido discutidos na literatura, desde a década de 2000, com intenso volume de publicações empíricas até 2007, devido às reformas e movimentos de privatizações observados, a partir da década de 80, em diversas economias, tais como o Canadá (Bozec, Breton, e Côte 2002), Índia (Ramamurti 1987), Bangladesh (Al Farooque et al. 2007), países escandinavos (Goldeng, Grünfeld, e Benito 2008), Cingapura (Ang e Ding 2006; Heracleous 2001), Nova Zelândia (Bradbury 1999), entre outros. Nesse contexto, a China se destaca com diversos trabalhos que investigam a influência da Propriedade Estatal sobre diferentes formas de desempenho, conforme verificado em Nabin et al. (2014), Qi, Wu, e Zhang (2000), Aivazian, Ge, e Qiu (2005), J. J. Chen (2004), Gunasekarage, Hess, e Hu (2007), Holz (2002), G. Huang e Song (2006), D. Li et al. (2007), Lim (2012), J. Tan e Wang (2010), Tang et al. (2007), X. Wang, Xu, e Zhu (2004), Z. Wei e Varela (2003); Zhengwei (2013).

Dentre os estudos empíricos que permeiam essa temática, pode-se perceber duas linhas principais de investigação. A primeira, visa a investigar as variações do desempenho nas recém privatizadas estatais, após o período de privatização, tal como mostra Andrews e Dowling (1998), Heracleous (2001), Holz (2002), Jelic, Briston, e Aussenegg (2003), D. Li et

al. (2007), Qi, Wu, e Zhang (2000), Q. Sun, Tong, e Tong (2002), X. Wang, Xu, e Zhu (2004), Wright (1999).

A segunda, discute a mudança da estrutura de governança nas empresas estatais pela adoção de mecanismos corporativistas, a partir das privatizações ocorridas no período anterior. Agrupam-se nessa linha as discussões de Aivazian, Ge, e Qiu (2005), Bank (2014), Bradbury (1999), Chizema, Amon; Le (2011), Ding, Zhang, e Zhang (2007), Duanmu (2014), Feng, Sun, e Tong (2004), Gunasekarage, Hess, e Hu (2007), entre outros. A corporativização das empresas públicas ou estatais, implica na reorganização dessas empresas em torno dos princípios das empresas majoritariamente privadas (Bozec, Breton, e Côte 2002).

É nessa segunda linha de investigação que a questão deste trabalho está fundamentada, estudando a estrutura de propriedade na governança corporativista das estatais, investigando os efeitos da Propriedade Estatal, com suporte na teoria institucional em que o governo assume a posição de um *driver* que molda e altera as regras do jogo (North 1991), sobre a dimensão financeira do desempenho das multinacionais brasileiras.

Assim, este trabalho argumenta que a Propriedade Estatal pode estar associada à rentabilidade, prejudicando a neutralidade competitiva das firmas, conforme apontado por Sauvant et al. (2014), condicionado aos propósitos e interesses dos diferentes investidores institucionais públicos. Para isso, o trabalho controla para os diferentes tipos de Propriedade Estatal, assumindo que o governo federal (Propriedade Estatal direta) pode atuar segundo motivações políticas, diferentemente das instituições públicas, como os bancos de desenvolvimento e os fundos de pensão (Propriedade Estatal indireta), que visam à maximização da riqueza de seus acionistas.

Esta consiste na contribuição deste trabalho, ou seja, investigar os efeitos de diferentes tipos de Propriedade Estatal sobre o desempenho de multinacionais brasileiras, conforme contempla o segundo objetivo específico da tese, evidenciando a natureza dessas relações num contexto emergente diferente daqueles previamente evidenciados na literatura. Acredita-se que o contexto brasileiro pode apresentar contribuições por duas razões principais. Inicialmente, sabe-se que, no que se refere à influência do governo sobre a internacionalização das empresas, ao contrário do governo chinês que exerce um papel de acionista controlador de grande parte das multinacionais chinesas (Gunasekarage, Hess, e Hu 2007), no Brasil, vê-se que o governo exerce um papel mais sutil, de facilitador do processo de internacionalização das multinacionais brasileiras (Bazuchi et al. 2013). A outra razão diz respeito à estrutura do mercado acionário brasileiro, cujas relações comerciais não são orientadas suficientemente via mercado, e as multinacionais estatais, por meio de conexões

políticas podem desfrutar de maiores benefícios da relação com o estado (Bazuchi et al. 2013; Lazzarini 2015).

A análise dos efeitos de diferentes tipos de Propriedade Estatal no desempenho de empresas brasileiras atuantes no mercado doméstico foi desenvolvida principalmente por Brey, Marcon e Bandeira-de-Mello (2009); Lazzarini e Musacchio (2011); Lazzarini (2007) com suporte na Economia Política. Esses estudos mostraram que o governo brasileiro atua motivado mais pela maximização de interesses políticos do que por uma finalidade social e justa de desenvolvimento e nem sempre proporcionam benefícios financeiros às empresas multinacionais (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Lazzarini 2015). Todavia, há carência da confirmação dessas evidências na realidade das multinacionais brasileiras, uma vez que estas podem apresentar aspectos controversos, dado a sua complexa estrutura e diversidade de mercados de atuação.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção apresenta as fundamentações teóricas que permeiam este trabalho, tais como as teorias evidenciadas na literatura que explicam o desempenho das empresas estatais, e a definição do posicionamento teórico deste trabalho evidenciando a diversa aplicabilidade da teoria institucional para explicar as relações empíricas entre Propriedade Estatal e desempenho de multinacionais.

2.1 Pressupostos teóricos da relação entre Propriedade Estatal e desempenho das firmas

A relação entre a Propriedade Estatal e o desempenho das firmas tem sido discutida na literatura por meio de diferentes suportes teóricos. De uma forma geral, dado a complexa e multifacetada relação, bem como a característica social inerente ao fenômeno estudado, percebe-se que nenhuma teoria é suficientemente capaz de explicar essa relação de forma autossuficiente. Diferentes perspectivas teóricas oferecem sua contribuição para o entendimento das motivações da Propriedade Estatal, bem como seus reflexos sobre o desempenho das firmas. As principais teorias identificadas na literatura que fundamentam as discussões empíricas dessa relação são a teoria da agência, a teoria de estrutura de propriedade, a Economia Política, a Gestão Estratégica e Visão Baseada em Recursos - RBV, e Teoria dos Custos de Transação, as quais seguem brevemente comentadas nesta seção.

A teoria da agência, foi construída, a partir das discussões em torno da teoria da firma e dos direitos de propriedade, argumentando sobre como direitos individuais determinam a forma como os custos e prêmios são alocados entre os participantes de qualquer organização, já que a especificação dos direitos é geralmente definida por contratos, mas também pelo comportamento individual dos gestores na organização (Jensen and Meckling 1976). Dessa forma, os estudos fundamentados pela teoria da agência discutem haver objetivos divergentes entre os *stakeholders* da empresa estatal, tais como os acionistas privados e os acionistas públicos (instituições governamentais), entre estes dois indivíduos e a sociedade, uma vez também acionista da empresa pública, e entre os gestores das firmas e seus respectivos acionistas, o governo, o privado e a sociedade (Cuervo-Cazurra et al. 2014).

Dessa forma, os objetivos da firma estatal, conforme os pressupostos da teoria da agência são difusos, a partir dos diferentes interesses dos seus acionistas e dos seus gestores, o que gera altos custos de agência (Zhou e Wang 2000) e, em cima deste cenário, os autores constroem o argumento de ineficiência e baixa rentabilidade das empresas estatais, uma vez que os gestores públicos não têm qualquer incentivo para redução de custos ou melhoria da qualidade dos produtos e da produção (Bozec, Breton, e Côte 2002; Qi, Wu, e Zhang 2000; Z. Wei, Varela, e Hassan 2002), almejam, assim, a maximização de suas vantagens individuais, sobrepujando as vantagens dos demais proprietários ou, ainda, da firma em si (Ang e Ding 2006; Bozec, Breton, e Côte 2002; Ding, Zhang, e Zhang 2007; Guo, Clougherty, e Duso 2016; D. Li et al. 2007). Em outras palavras, os custos da agência seriam os custos de monitoramento do comportamento e das decisões dos agentes, o qual é alto, ineficiente e tecnicamente difícil nas empresas estatais (Jensen e Meckling 1976; Zhou e Wang 2000), e portanto, levam a um alto risco moral devido à assimetria de informação entre os agentes e os principais. Assim, com base nesses argumentos construídos sob as lentes da teoria da agência, os estudos empíricos assumem haver uma relação positiva entre a Propriedade Estatal e os custos e agência e, conseqüentemente, uma relação negativa entre a Propriedade Estatal e o desempenho das firmas (Bradbury 1999; Chizema, Amon; Le 2011; Gunasekarage, Hess, e Hu 2007; X. Wang, Xu, e Zhu 2004).

O custo de agência também é discutido dentro de uma outra perspectiva na teoria dos direitos de propriedade, considerando a estrutura de propriedade das firmas. Nessa perspectiva, os custos de agência advêm da divergência de interesses nas empresas entre os seus acionistas controladores e acionistas minoritários, uma vez que há uma separação entre o controle e a propriedade nas firmas modernas com propriedades difusas (Miller 1988; La Porta et al. 2005). De acordo com essa perspectiva, os controladores das empresas não atuam

conforme os interesses dos investidores minoritários da empresa, e assim, não garantem a maximização do retorno sobre seus investimentos (Alchian e Harold 1973; Chizema, Amon; Le 2011; Majumdar e Chhibber 1999; La Porta et al. 2005). Essa seria uma situação em que o conflito de agência entre o principal e o agente, mas entre duas classes diferentes de principais (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009) e o risco inerente a essa estrutura é apontado por La Porta et al. (2005) como o risco de expropriação da riqueza do minoritário pelo majoritário (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Su, Wan, e Li 2013).

O mercado de capitais brasileiro, assim como na China, França, dentre outros, apresenta uma estrutura em que as empresas, de maneira geral, estão altamente concentradas quanto ao capital votante e dispersas quanto à participações não votantes (Aldrichi, Kalatzis, e Oliveira 2009; Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Lazzarini 1993; Lazzarini et al. 2011; Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015; Valadares 2000). Além disso, verifica-se claramente a presença de uma estrutura de controle piramidal, e, no caso da Propriedade Estatal, o governo pode exercer controle como investidor majoritário de uma empresa que possui porções majoritárias ou minoritárias em outras companhias (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Musacchio e Lazzarini 2013; Valadares 2000).

Nessa perspectiva, apesar das evidências inconclusivas (Yu 2013), o aporte teórico dos conflitos e custos de agência sugerem uma relação negativa entre a Propriedade Estatal e o desempenho das firmas, pois o governo, seja com porções acionistas majoritárias ou minoritárias, sem distinção, influencia a tomada de decisão para satisfação de seus objetivos, e não para a maximização dos lucros das empresas (Lazzarini 2007; Lazzarini et al. 2011; Lazzarini e Musacchio 2011). Isso porque, conforme a teoria da agência, quando há a participação do governo na estrutura de propriedade, há uma propensão à divergência de objetivos em relação aos demais acionistas, uma vez que este não possui os mesmos interesses de maximização quanto os demais acionistas (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Gunasekarage, Hess, e Hu 2007; Lazzarini et al. 2011; Su, Wan, e Li 2013; Wolfenzon 1999; H.-L. Wu 2011)

Essa orientação também é fundamentada pelos pressupostos da Economia Política, argumentando que os governos tendem a prestar atenção especial aos seus objetivos sociais e políticos, tais como geração de empregos, desenvolvimento regional, correção de falhas de mercado, muitos dos quais se encontram negativamente associados à rentabilidade e ao desempenho financeiro das firmas (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Okhmatovskiy 2010; Rattsø et al. 2012).

Nessa perspectiva, os autores argumentam que as empresas estatais estão enraizadas num sistema de conexões políticas (Okhmatovskiy 2010) e que esses laços resultam em efeitos sobre o desempenho que vão além dos instrumentos corporativos de ganhos de eficiência e produtividade utilizados para o alcance de seus objetivos corporativos, como a maximização do lucro e rentabilidade dos acionistas. Uma vez que o relacionamento com o governo é estabelecido, há maior probabilidade de que essa conexão seja usada para alcance de objetivos escusos, e para isso, são utilizados instrumentos políticos como a escolha de gestores baseado em conexões políticas ao invés da habilidade e/ou domínio técnico do processo, doações partidárias para campanhas políticas (Bazuchi et al. 2013; Xavier, Bandeira-de-Mello, e Marcon 2014), gerando restrições ao desempenho mesmo diante de todas as oportunidades e subsídios que a Propriedade Estatal proporciona à firma (Okhmatovskiy 2010; Rattsø et al. 2012).

A relação entre a Propriedade Estatal e o desempenho das firmas, também tem sido estudada sob as lentes da literatura de gestão estratégica com suporte da visão baseada em recursos apontando para uma influência dual sobre os resultados das firmas (Cuervo-Cazurra et al. 2014). Por um lado, o governo é entendido como um ativo estratégico da firma, proporcionando vantagens competitivas, que geram elevado desempenho pela adoção de diversas estratégias, tais como o crédito subsidiado (Gammeltoft, Barnard, e Madhok 2010; Lazzarini 2015; Musacchio e Lazzarini 2013; C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012), alto poder de barganha (Tang et al. 2007) e de monopólio (Choudhury e Khanna 2014; Omran 2004; Vernon 1979) acumulação de recursos estratégicos (J. Tan e Wang 2010), a seleção de parceiros (Chizema, Amon; Le 2011), e suporte diplomático para lidar com os governos dos países hospedeiros (Cuervo-Cazurra et al. 2014). Por outro lado, a Propriedade Estatal pode ser entendida como uma fonte de desvantagem, uma vez que pode ser alvo de hostilidade no país hospedeiro por possuir capital estatal em sua estrutura de propriedade, devido à resistência e hostilidade dos consumidores hospedeiros em relação à característica estatal da multinacional. Sobre esse efeito, Cuervo-Cazurra et al. (2014) e Heracleous (2001) enfatizam que ainda é pouco explorado pela literatura.

A teoria dos Custos de Transação explica que o comportamento das firmas e as estruturas organizacionais adotadas são baseados na minimização dos custos das transações. Nesse sentido, a teoria oferece uma visão sistemática de formas racionais para analisar formas alternativas de arranjos e estruturas de governança adotados pelas firmas (Coase, 1937; Williamson, 2002; Whinston, 2003). De maneira que a análise dos custos de transação centre-se, em grande parte, nas características dos negócios e dos participantes, dos seus recursos e

capacidades em particular, que lhes permitem reduzir custos e obter uma vantagem competitiva sustentável (Anand e Delios 2002; J. Zhang e He 2014).

Dentre essas estruturas de governança, a estrutura da propriedade também apresenta um efeito relevante sobre a redução dos custos das transações em relação aos seus benefícios que afetam o desempenho das firmas (Cauley, Cornes, e Sandler 1999). Cuervo-Cazurra et al., (2014) argumentam que a teoria dos custos de transação podem ser utilizados para explicar as MNEs estatais, porque a Propriedade Estatal proporciona à multinacional a capacidade de assumir maiores riscos em investimentos no exterior, por exemplo, as multinacionais estatais têm maior probabilidade de atuar em países mais arriscados, pois o governo tem maiores orçamentos, recursos, habilidades políticas e controle sobre as leis e regulações que podem favorecer a atuação de suas empresas naqueles países. Alguns trabalhos foram construídos sob essa argumentação, como por exemplo, (Duanmu 2014a; C. Wang, Hong, Kafouros, e Boateng 2012).

O efeito da Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais explicada sob a teoria dos custos de transação tem sido analisado sob o aspecto da internalização desses custos, conforme a perspectiva de (Buckley et al. 2007), em que as firmas buscam, por meio da internacionalização, internalizar os custos inerentes às operações no exterior.

Nesse aspecto, alguns trabalhos, utilizam essa argumentação para discutir os modos de entrada das multinacionais estatais em países hospedeiros, adotando modos que reduzem os efeitos institucionais e conseqüentemente os custos de transação (Pan et al. 2014a), (Amighini, Rabellotti, e Sanfilippo 2013b), (M. H. Li, Cui, e Lu 2014), entre outros. Por exemplo, Pan et al. (2014) discutem o efeito moderado da Propriedade Estatal sobre os custos de transação, evidenciando que as firmas tendem a ter maior nível de controle da subsidiária quando esta se localiza em ambientes favoráveis, contudo a Propriedade Estatal ameniza as condições desfavoráveis vivenciadas em mercados estrangeiros.

A definição dos modos de entrada são extremamente relevantes para o desempenho, uma vez que mostra o montante de recursos comprometidos com as diferentes formas de internacionalização. Dessa forma, assume-se que a Propriedade Estatal favorece o desempenho das multinacionais no exterior, sob a ótica da teoria dos custos de transação, uma vez que possibilita à firma reduzir a complexidade das estruturas de governança adotados pela multinacional em suas negociações no país hospedeiro de maneira a internalizar os efeitos das externalidades negativas nesses países e, conseqüentemente, obter retornos maiores em suas transações (Cauley et al, 1999).

Essas são as principais teorias encontradas na literatura que explicam a relação da Propriedade Estatal com o desempenho das firmas. O Quadro 1 sistematiza essas explicações teóricas, conforme discutidas nesta seção. A última fundamentação teórica, a teoria institucional, utilizada neste trabalho, será discutida na próxima seção.

Quadro 1 - Argumentações dos principais pressupostos teóricos da relação Propriedade Estatal e desempenho.

Teoria	Argumentação	Relação SOE e Desempenho	Principais Trabalhos
Agência	Há uma relação positiva entre a Propriedade Estatal e os custos e agência e consequentemente uma relação negativa entre a Propriedade Estatal e o desempenho das firmas.	Negativa	(Jensen & Meckling, 1976) (Cuervo-Cazurra, Inkpen, Musacchio, & Ramaswamy, 2014) (Zhou & Wang, 2000) (Bradbury, 1999) (Chizema, Amon; Le, 2011) (Gunasekarage et al., 2007) (X. Wang et al., 2004)
Direito e Estrutura de Propriedade	O custo de agência advém da divergência de interesses nas empresas entre os seus acionistas e controladores e acionistas minoritários, ou seja, duas classes diferentes de principais. O governo, dentro de uma estrutura piramidal, atua como último dono dos fundos de pensão e bancos públicos e influenciam as decisões em função de seus objetivos mais do que para a maximização da riqueza dos minoritários.	Negativa	(Chizema, Amon; Le, 2011) (Lazzarini, 2007) (Lazzarini et al., 2011) (Alchian & Harold, 1973) (Chizema, Amon; Le, 2011) (La Porta et al., 2005) (Majumdar & Chhibber, 1999)
Economia Política	Os governos tendem a prestar atenção especial aos seus objetivos sociais e políticos, que podem estar negativamente relacionados ao desempenho financeiro das firmas	Negativa	(Cuervo-Cazurra, Inkpen, Musacchio, & Ramaswamy, 2014) (Okhmatovskiy, 2010) (Rattsø et al., 2012)
Gestão estratégica e RBV	A Propriedade Estatal pode ser fonte de vantagem ou desvantagem competitiva. Como vantagem, o governo é entendido como um ativo estratégico da firma, proporcionando assim vantagens competitivas, que geram elevado desempenho; Como desvantagem, podem sofrer pela hostilidade do governo hospedeiro.	Positiva/Negativa	(Chizema, Amon; Le, 2011) (Gammeltoft, Barnard, & Madhok, 2010) (C. Wang, Hong, Kafouros, & Wright, 2012) (Choudhury & Khanna, 2014; Omran, 2004) (Vernon, 1979)
TCT	A Propriedade Estatal pode reduzir a complexidade das estruturas de governança adotados pela multinacional em suas negociações no país hospedeiro de maneira a internalizar os efeitos das externalidades negativas nestes países e consequentemente obter retornos maiores em suas transações.	Positiva	(Duanmu, 2014) (C. Wang, Hong, Kafouros, & Boateng, 2012) (Pan et al., 2014) (Amighini, Rabellotti, & Sanfilippo, 2013) (M. H. Li, Cui, & Lu, 2014) (Cauley et al, 1999)

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

2.2 A Teoria Institucional, a Propriedade Estatal e o Desempenho das Multinacionais

A análise desta relação, Propriedade Estatal e desempenho, também pode ser investigada sob a ótica da teoria institucional (Al Farooque et al. 2007; Liu et al. 2000; Okhmatovskiy 2010). As instituições são definidas como as estruturas e atividades regulatórias, normativas e cognitivas (North 1991; Peng 2003), e de fato, são particularmente relevantes no contexto de mercados emergentes, uma vez que o desenvolvimento das estruturas de governança do mercado, o mercado de capitais e suas instituições reguladoras, ainda em desenvolvimento, são inexperientes e deficientes (Okhmatovskiy 2010).

Contudo, os estudos com aporte na teoria institucional, oferecem a investigação dessa relação sob diferentes perspectivas. Para citar alguns trabalhos, Goldeng et al., (2008) e (Al Farooque et al., (2007) discorreram sobre a confiabilidade dos investidores diante da identidade institucional das empresas estatais, argumentando haver diferentes efeitos sobre o desempenho e sobre a criação de valor, uma vez que a Propriedade Estatal por um lado proporciona à empresa maior responsabilidade, transparência e capital, e por outro, gera desconfiança, volatilidade e risco aos investidores, dado os objetivos políticos da Propriedade Estatal sobre as decisões das firmas.

Outros autores usam a teoria institucional para discutir as implicações do papel das instituições de origem na definição dos custos de se negociar (Du e Boateng 2014), segundo os autores, boas instituições facilitam o funcionamento efetivo dos mecanismos de mercado, possibilitando às firmas participarem das negociações sem incorrer nos custos e riscos associados a tais negociações, gerando valor à firma. Nessa orientação, além da Propriedade Estatal representar um ônus, no sentido dos objetivos controversos, já comentado neste trabalho à luz da Economia Política, a Propriedade Estatal proporciona à firma tratamento preferencial do governo, além de favorecimentos na alocação de recursos, o que também gera maior valor à firma (Liang, Ren, e Sun 2014; Tian e Slocum 2014; T. Wei, Clegg, e Ma 2014).

Huang e Renyong (2014) enfatizam que as multinacionais estatais são bem diferentes das privadas em termos de seus arranjos institucionais. Segundo os autores, a estrutura institucional chinesa foi desenvolvida para oferecer suporte às atividades de suas estatais, especialmente na área financeira, administrativa e econômica como, por exemplo, nas políticas de abertura comercial. Tais vantagens são obtidas devido à proximidade que essas empresas possuem com o governo de origem. As empresas estatais estão incorporadas nas instituições de origem (Kusnadi, Yang, e Zhou 2014; Yang e Stoltenberg 2014) são

diretamente gerenciadas pelo aparato estatal, que exerce uma gestão ativa (Robins 2013), possibilitando que essas empresas assumam maior risco nas transações internacionais, uma vez que estão menos preocupadas com a gestão de receitas (Y. Tan et al. 2014).

Também é possível verificar os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho, numa perspectiva trabalhista de práticas institucionalizadas pelas empresas. Essa perspectiva foi discutida especialmente no contexto das privatizações, argumentando que tanto as organizações como os indivíduos tendem a legitimar as práticas gerenciais e empregatícias de períodos anteriores às reformas, e, após a desestatização, qualquer mudança nessas práticas em direção à adoção de práticas corporativas visando à maximização dos lucros, são consideradas pelos indivíduos como violações de contratos, e assim, reduzem sua contribuição para a empresa, prejudicando o seu desempenho (D. X. Wang et al. 2003).

O processo de internacionalização das multinacionais estatais é discutido sob a ótica da teoria institucional em (J. Hong, Wang, e Kafouros 2015; Huang, Xueli; Renyong 2014; Knutsen, Rygh, e Hveem 2011; M. H. Li, Cui, e Lu 2014; Meyer et al. 2014a; Yang e D. Stoltenberg 2014). Usando o argumento de que a Propriedade Estatal afeta a relação entre as instituições do país hospedeiro e o investimento no exterior (Knutsen, Rygh, e Hveem 2011), as MNEs estatais sofrem pressões institucionais adicionais, uma vez que a Propriedade Estatal é uma fonte de controle ilegítima no país hospedeiro (Cuervo-Cazurra et al. 2014), e, assim, podem utilizar formas de entrada diferentes que as empresas privadas (M. H. Li, Cui, e Lu 2014), dispendendo recursos adicionais para estabelecer alianças com firmas locais que oferecem maior confiança ao mercado hospedeiro (Meyer et al. 2014a), afetando, portanto, seu desempenho positiva ou negativamente naquele mercado.

Em se tratando do modo de entrada das multinacionais estatais, Meyer et al. (2014a) e Pan et al. (2014) encontraram resultados semelhantes em algumas questões. Ambos analisam o nível de controle da subsidiária frente a diferenças institucionais entre o país de origem e hospedeiro e a forma pela qual a Propriedade Estatal interfere nessa relação. Os dois estudos demonstram que as multinacionais estatais tendem a optar por menor controle da subsidiária para construção de sua legitimidade em países hospedeiros de alta pressão institucional de forma a obter melhor desempenho.

Uma consistente explanação sobre as diferentes motivações das multinacionais estatais pode ser encontrada em Li, Cui, e Lu (2014), fundamentados pela RBV e teoria institucional, em que as diferentes motivações são justificadas pela heterogeneidade entre as empresas, em relação ao seu conjunto de recursos específicos e capacidades organizacionais. Segundo os autores, a heterogeneidade emerge dos processos de reforma institucionais pelas quais foram

criadas como, por exemplo, descentralização fiscal e administrativa, liberalização econômica e reestruturação industrial. De fato, poucos estudos abordam a heterogeneidade das multinacionais estatais determinante dos seus processos organizacionais, eficiência e desempenho, ou padrões de internacionalização.

Nessa perspectiva, também, pode-se observar que as multinacionais estatais apresentaram maior propensão para investimento em países com menor confiabilidade (regra da lei), maior instabilidade (menor proteção de direitos de propriedade), e de alta corrupção, pois sofrem menor impacto dos riscos institucionais do país hospedeiro (Knutsen, Rygh, e Hveem 2011).

De maneira geral, a teoria assume que as firmas são afetadas pelas instituições e a magnitude das pressões institucionais variam significativamente entre as multinacionais, dependendo da forma de envolvimento dos governos (Okhmatovskiy 2010; C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). Nessa linha de raciocínio, este trabalho, assume que a Propriedade Estatal atua como um instrumento institucional governamental para alteração das regras do jogo que moldam as transações econômicas e investimentos internacionais (North 1991), as quais são fundamentais para a compreensão das mudanças nas regras formais e informais do jogo, que afetam as organizações como *players* internacionais (Peng 2003, 2012; Peng, Wang, e Jiang 2008). Seus efeitos sobre o desempenho, seguem discutidos no delineamento da hipótese que aborda essa relação.

3 HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E MODELO CONCEITUAL DE ANÁLISE

Esta seção apresenta o modelo conceitual e as hipóteses deste artigo o qual se encontra subdividido em duas partes. A primeira discute a natureza da relação entre a Propriedade Estatal e o desempenho, seguido pelas argumentações sobre as influências específicas de cada modalidade de participação governamental. A segunda e última, discute os tipos de Propriedade Estatal e o desempenho.

3.1 A relação entre Propriedade Estatal e Desempenho Financeiro

Com a finalidade de captar os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho, buscou-se suporte na literatura a fim de evidenciar qual o método de instrumentalização dessa variável seria o mais adequado para a estrutura dos dados. Os estudos analisados utilizam normalmente de duas estratégias para captar os efeitos da Propriedade Estatal. Na primeira

estratégia, os estudos comparavam o desempenho das empresas privadas com aquelas de capital público, normalmente dentro de uma análise de corte seccional com dados em nível de indústria ou de país (Bozec, Breton, e Côte 2002). Já na segunda estratégia, os estudos utilizaram a análise em nível de firma, num espaço temporal, o que foi possível investigar os efeitos das privatizações sobre o desempenho das firmas.

Todavia a maior discussão entre os trabalhos na área consiste no tratamento dado à Propriedade Estatal como uma variável exógena ou endógena (Al Farooque et al. 2007) ao desempenho. Na primeira vertente, os autores defendem a existência de um relacionamento unidirecional causal, no sentido de que a Propriedade Estatal influencia o desempenho sem considerar a influência reversa dessa variável, seja no ano de análise, seja ao longo do período. Esses estudos utilizam, normalmente, regressões estimadas pelo Mínimo dos Quadrado Ordinários (OLS) reportando um relacionamento linear ou até mesmo não linear entre a Propriedade Estatal e o desempenho da firma. Q. Sun, Tong, and Tong (2002) discutem sobre a existência de um relacionamento em forma de U-invertido, uma vez que, segundo os autores, a Propriedade Estatal deve ter um ponto ótimo, aumentando o desempenho até uma certa percentagem, prejudicial em altos percentuais de Propriedade Estatal.

Por outro lado, pode-se perceber em Al Farooque et al. (2007) a argumentação sobre a existência de um relacionamento bi-direcional entre as duas variáveis. O pressuposto inicial dos autores é de um relacionamento negativo, verificado nos casos estudados, em que o desempenho decresce com o aumento da Propriedade Estatal, até constatar que existe um relacionamento reverso que ocorre simultaneamente ao sentido linear esperado, ou seja, a concentração da Propriedade Estatal também é afetada pelo desempenho das firmas. Essa causalidade é corroborada por Ding, Zhang, & Zhang, (2007) e em Li, Moshirian, Nguyen, & Tan (2007), no entanto, Ang & Ding, (2006), embora tenha como propósito identificar a existência dessa casualidade, não conseguiram a confirmação para o caso de Cingapura.

Uma discussão mais aprofundada sobre essa questão pode ser encontrada em Al Farooque et al. (2007) bem como o teste empírico da relação exógena linear e da relação endógena da concentração de propriedade em relação ao desempenho das firmas em Bangladesh. Todavia, os autores não investigam a relação endógena da Propriedade Estatal com o desempenho, mas sim, a concentração das participações dos membros do conselho. No que diz respeito à Propriedade Estatal, os autores apenas evidenciam a relação linear negativa.

Quando se trata do governo como acionista, é plausível se considerar a existência da relação endógena entre a Propriedade Estatal, seja direta ou indireta, e o desempenho. Na

primeira relação, a relação linear, a influência da Propriedade Estatal sobre o desempenho pode ser mais intuitiva, uma vez que as empresas podem obter maior desempenho devido à seguridade que a Propriedade Estatal lhe traz, tais como: (i) condições de se arriscar mais em mercados externos (Y. Tan et al. 2014; Yang e D. Stoltenberg 2014); (ii) possuir financiamentos em bancos públicos com maior facilidade e em melhores condições de pagamento (X. Huang e Renyong 2014; Robins 2013; Y. Tan et al. 2014; Yu 2013); (iii) possuir maior reserva de caixa (Choi, Sami, e Zhou 2010; Kusnadi, Yang, e Zhou 2014); (iv) possuir os riscos de interferência política minimizados (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009); ou no caso brasileiro, (v) atuar em setores estratégicos de interesse público, e protegidas pelo governo (Bazuchi et al. 2013; Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015).

Todavia, na segunda relação, reconhece-se a existência de uma relação inversa, no sentido da influência do desempenho sobre a Propriedade Estatal indireta. É plausível que esta relação seja observada apenas em presença de Propriedade Estatal indireta devido aos objetivos distintos entre a Propriedade Estatal direta e a indireta, conforme preconiza a teoria econômica. Sabe-se que as empresas estatais, em que o principal acionista é o governo federal, desempenham papel estratégico na economia de um país (Vernon, 1979), são em geral monopólios naturais (Choudhury e Khanna, 2014), e, portanto, possuem objetivos sociais e macroeconômicos, como por exemplo, a correção de falhas de mercado (Cuervo-Cazurra et al, 2014). Dessa forma, essas empresas possuem outros objetivos que vão além da rentabilidade, e os níveis de participação societária do governo federal não se alteram em função do seu desempenho.

Assim, analisando-se apenas a Propriedade Estatal indireta na relação endógena discutida, os estudos mostram que, o objetivo principal do investimento dos fundos de pensão públicos é a rentabilidade de seus colaboradores e acionistas, garantindo os benefícios aos seus participantes (Hudson et al. 2004), ao passo que dos bancos públicos é a maximização de lucros, que pode ocorrer por meio do financiamento e investimento em empresas com maior estabilidade financeira, liquidez e rentabilidade.

Dessa forma, é possível se observar manobras e variações na Propriedade Estatal justificadas pelas variações no desempenho financeiro das firmas. Sobre esta direção, D. Li et al. (2007) sinalizam para a avaliação do governo chinês ao desempenho financeiro da firma quando decide por realocar parcelas do capital acionário de suas firmas. Neste caso, observa-se que as empresas que utilizam estratégias de recompra de suas ações, normalmente em resposta à desvalorização de seu valor de mercado, a fazem em condições em que a firma

possui fluxo de caixa positivo, alterando ,dessa forma, a sua composição acionária (Al Farooque et al. 2007; Qi, Wu, e Zhang 2000). Elyasiani e Jia (2010) argumentam que uma firma com boa rentabilidade e performance atrai investidores institucionais, como os fundos de pensão. Por fim, Lazzarini et al. (2011) mostram no contexto das firmas brasileiras que o BNDES, aparentemente, seleciona empresas com bons resultados operacionais e sugerem que o banco pode estar selecionando empresas que possuem capacidade de pagamento dos empréstimos uma vez realizados por ele. Tais argumentos oferecem suporte para a definição da primeira hipótese investigada neste trabalho,

H1: A Propriedade Estatal indireta influencia o desempenho financeiro das multinacionais de países emergentes.

H2: O desempenho financeiro influencia positivamente a Propriedade Estatal das multinacionais de países emergentes.

3.2 Tipos de Propriedade Estatal e o Desempenho Financeiro das Multinacionais

Poucos são os trabalhos que relacionam o tipo de Propriedade Estatal e o desempenho das firmas (Goldeng, Grünfeld, e Benito 2008; A. Zhang, Zhang, e Zhao 2002). Wang et al (2012) discutem que os governos podem exercer uma influência informal ou uma autoridade formal segundo a forma com que as multinacionais alocam seus recursos e se internacionalizam, de maneira que categorizam as pressões institucionais conforme o grau de propriedade do estado na firma, e o nível em que a firma é conectada politicamente com o governo ao longo de sua trajetória. Na primeira categoria, a influência do governo é direta, pois este possui parte ou a maioria das ações das empresas, as quais possuem, conseqüentemente, menos mecanismos de governança orientados pelo mercado. A segunda categoria, embora receba influência indireta do governo por meio das redes de relacionamento, dado a sua natureza, conexões políticas, é tão importante quanto a primeira, pois reflete a maneira com que o governo e as firmas interagem dentro do sistema de mercado.

O entendimento dessas categorias, grau de propriedade do governo e o nível de conexão, é extremamente relevante sobre o desempenho das firmas, uma vez que as instituições governamentais possuem motivações e objetivos diferentes. Com ênfase nas estruturas de propriedade, Wang, Tsui, Zhang, & Ma (2003) evidenciaram que as empresas chinesas com diferentes tipos de Propriedade Estatal encontram pressões institucionais

diferentes e, conseqüentemente, apresentam desempenhos diferentes. Evidências empíricas dos efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho das empresas mostram que as agências governamentais como acionistas das empresas possuem objetivos e interesses diferentes e levam portanto a resultados variados (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; G. Chen, Firth, e Xu 2009; Lazzarini e Musacchio 2011).

Embora haja na literatura uma clareza quanto aos resultados diversos que diferentes tipos de Propriedade Estatal podem gerar nas empresas, a tipologia da Propriedade Estatal é diversificada, e adotada de diferentes formas entre os estudos. Por exemplo, (Elyasiani e Jia 2010) classificam a Propriedade Estatal conforme o nível de estabilidade da estrutura de propriedade da firma, classificando os investidores institucionais como estáveis ou não estáveis conforme o tempo de investimento nas firmas. Brickley et al (1988) classificam os investidores institucionais em três grupos, conforme a sensibilidade das pressões gerenciais sofridas, e categoriza os fundos de pensão pública como insensitivos-à-pressão para votar contra os gestores. Almazan et al. (2005) classificam as sociedades de investimento e os conselheiros como monitores potencialmente ativos e os investidores de outras categorias, tais como bancos, seguradoras e outros, como controladores potencialmente passivos. (Q. Sun, Tong, e Tong 2002) classificam a Propriedade Estatal de empresas chinesas em dois tipos, (i) participações de posse do governo central ou local, que não são negociadas; e (ii) participações de entidades legais, que são as instituições que o governo central por sua vez é proprietário parcial. (Z. Wei, Varela, e Hassan 2002) classificaram as empresas chinesas conforme o acionista majoritário, subdividindo em 5 categorias, como: (i) empresas estatais, de posse do governo central; (ii) empresas de propriedade coletiva, de propriedade de governos locais; (iii) empresas mistas, recentemente privatizadas, em que o governo ainda possui um percentual de propriedade; (iv) empresas de capital estrangeiro; (v) joint ventures incluindo aquelas com participação estatal; (vi) empresas privadas domésticas. Para as empresas de Cingapura, (Ang e Ding 2006) as classificaram em dois grupos, relacionadas ou não com o governo. (Okhmatovskiy 2010) classifica as empresas russas em conectadas com os governos e conectadas com empresas estatais. (G. Chen, Firth, e Xu 2009) classificam as empresas chinesas conforme a identidade institucional do controlador majoritário, e apresentam 5 tipos: (i) agências públicas de gestão de ativos; (ii) empresas de Propriedade Estatal; (iii) estatais afiliadas ao governo central; (iv) estatais afiliadas ao governo local; (v) e investidores privados.

Este trabalho, segue os estudos brasileiros quanto às tipologias de empresas estatais, conforme verificado em Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello (2009) e Lazzarini et al. (2011),

como a Propriedade Estatal direta, com qualquer nível percentual de propriedade do governo central, e a propriedade indireta, em que os bancos públicos e fundos de pensões de instituições públicas são os acionistas das empresas.

Além das diferentes tipologias, os resultados retratados pela literatura, considerando os tipos de Propriedade Estatal e o desempenho, também são inconsistentes e mistos (Gunasekarage, Hess, e Hu 2007; Yu 2013). Alguns estudos evidenciaram relação positiva. Q. Sun, Tong, e Tong (2002) encontram uma relação positiva tanto da Propriedade Estatal dos governos centrais quanto das instituições públicas. Analisando o caso de Cingapura, Ang e Ding (2006) evidenciaram que as empresas relacionadas ao governo apresentaram melhor valor de mercado e melhor governança corporativa que as empresas não relacionadas ao governo. Chen, Firth, e Xu (2009) evidenciam uma eficiência relativa conforme o controlador das empresas, e identificaram uma eficiência operacional superior em empresas estatais controladas pelo governo central, e pior eficiência operacional em empresas majoritariamente privadas. Outros trabalhos também apresentam relação positiva, como Jiang et al (2008) e Xu e Wang (1999).

Outros, no entanto apresentaram efeitos negativos dessas relações. Gunasekarage, Hess, e Hu (2007) encontram uma relação consistente e negativa entre alta concentração de Propriedade Estatal e o desempenho das firmas chinesas. Goldeng, Grünfeld, e Benito (2008) encontram que as empresas norueguesas majoritariamente privadas apresentam desempenho superior. Z. Wei e Varela (2003), Z. Wei, Varela, e Hassan (2002) evidenciaram que as empresas estatais, de propriedade do governo central chinês, possuem níveis de performance inferiores às empresas de coletivas (de propriedade de governos locais) e mistas (recentemente privatizadas). Okhmatovski (2010) encontrou uma relação negativa entre as empresas que estão de alguma forma conectadas com os governos. Segundo o autor, as empresas conectadas com as empresas estatais possuem melhor vantagem, uma vez que se beneficiam das políticas destinadas às empresas conectadas com o governo, sem comprometer seus recursos ou sofrer as influências políticas que as estatais sofrem. Evidências negativas dessa relação também são encontradas em Qi et al (2000); Sun e Tong (2003) e Lin et al (2009).

No Brasil, a análise dos efeitos de diferentes tipos de Propriedade Estatal no desempenho de empresas brasileiras atuantes no mercado doméstico foram desenvolvidos, principalmente ,por Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello (2009); Lazzarini (2007); Lazzarini et al., (2011). Os estudos buscam suporte na Economia Política para argumentar a relação negativa, uma vez que as motivações políticas que as diferentes agências governamentais ao

financiar e controlar as empresas domésticas são fundamentadas mais pela maximização de interesses políticos do que por uma finalidade social e justa de desenvolvimento (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Lazzarini 2015). Ainda dentro do contexto brasileiro, Lazzarini et al. (2011) evidenciam que os empréstimos realizados pelo BNDES podem não afetar o nível de desempenho operacional das firmas, mas reduzem o custo de capital, principalmente, devido aos subsídios governamentais que acompanham os empréstimos.

Estendendo esses pressupostos para a análise das multinacionais estatais, pode-se inferir que os pressupostos se mantêm, isso porque estudos já tem retratado que as multinacionais visando a atender aos interesses políticos podem por vezes se engajar em projetos não rentáveis no exterior (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Enderwick 1994). Na realidade, nem sempre a maximização de lucros se constitui a finalidade principal dessas empresas, muitas vezes as motivações políticas são as principais propulsoras das ações empreendedoras em outros mercados (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Enderwick 1994; Vernon 1979).

Dentro desse entendimento, este trabalho assume que as multinacionais que possuem propriedade direta, do governo central ou federal, podem apresentar um resultado insatisfatório da firma. Isso ocorre porque o governo como acionista tende a dar especial atenção aos objetivos sociais e políticos (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Cuervo-Cazurra et al. 2014). Tais pressupostos permitem a elaboração da segunda hipótese deste trabalho:

H3: Existe uma relação negativa entre a Propriedade Estatal direta e o desempenho das multinacionais de países emergentes.

Dois tipos de Propriedade Estatal indireta podem ser encontrados entre os investimentos públicos brasileiros, o investimento por bancos públicos e o investimento por meio de fundos de pensão de instituições públicas. A propriedade indireta do governo federal, por meio de bancos públicos (desenvolvimento e comerciais) evoluiu, a partir do processo de privatizações ocorridos na década de 90 em que o governo manteve as participações indiretas via BNDES (Lazzarini 2007) para um papel recentemente assumido pelo governo de financiar e capitalizar algumas operações de grande escala para construção de “campeãs nacionais” em diversas indústrias (Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015).

Embora dentro de uma mesma lógica àquela da Economia Política, a Propriedade Estatal minoritária por meio de bancos públicos apresentou em alguns estudos resultados

contrários ao efeito negativo esperado. A propriedade minoritária do banco de desenvolvimento brasileiro apresentou efeitos positivos sobre a capitalização e desempenho de estatais brasileiras no mercado doméstico em Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello (2015) e Lazzarini e Musacchio (2011) respectivamente. Os efeitos positivos encontrados podem ser condicionados pelos interesses em financiamentos de longo prazo (Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015). Além disso, o nível minoritário da Propriedade Estatal também pode apresentar efeito benéfico sobre o desempenho, uma vez que os riscos de interferência política são minimizados (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009). Bancos públicos somente teriam interesse em financiar empresas cujos resultados fossem lucrativos.

Dessa forma, espera-se que a relação entre os bancos públicos e o desempenho das subsidiárias seja positivo, uma vez que esses bancos devem selecionar firmas que possuem bom desempenho como garantia de recebimento dos empréstimos realizados (Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015), financiam empresas que possuem maior histórico de liquidez e rentabilidade (Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015).

Embora os bancos públicos (desenvolvimento e comerciais) apresentem propósitos diferentes como o de fomentar a indústria nacional por meio de crédito subsidiado, Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello (2015) reconhecem que estes podem estar sobre as mesmas influências e pressões políticas, e, assim, podem da mesma forma apresentar influências semelhantes sobre o desempenho das subsidiárias. Em outro trabalho, os resultados de Lazzarini et al. (2011) sugerem que as operações do BNDES, em certas circunstâncias, podem apresentar uma orientação rentável, como em bancos privados.

Outra forma de Propriedade Estatal indireta, a Propriedade Estatal minoritária por meio de fundos de pensão, constitui-se uma forma muito peculiar de influência do governo sobre as empresas (Hudson et al. 2004; Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009). Isso porque o governo exerce o papel do último dono dos fundos de pensão, uma vez que há influência de pessoas de confiança, ou integrantes da coalização política com o governo na seleção da diretoria dos fundos (Bazuchi et al, 2013; Xavier, Bandeira-de-Mello, e Marcon 2014).

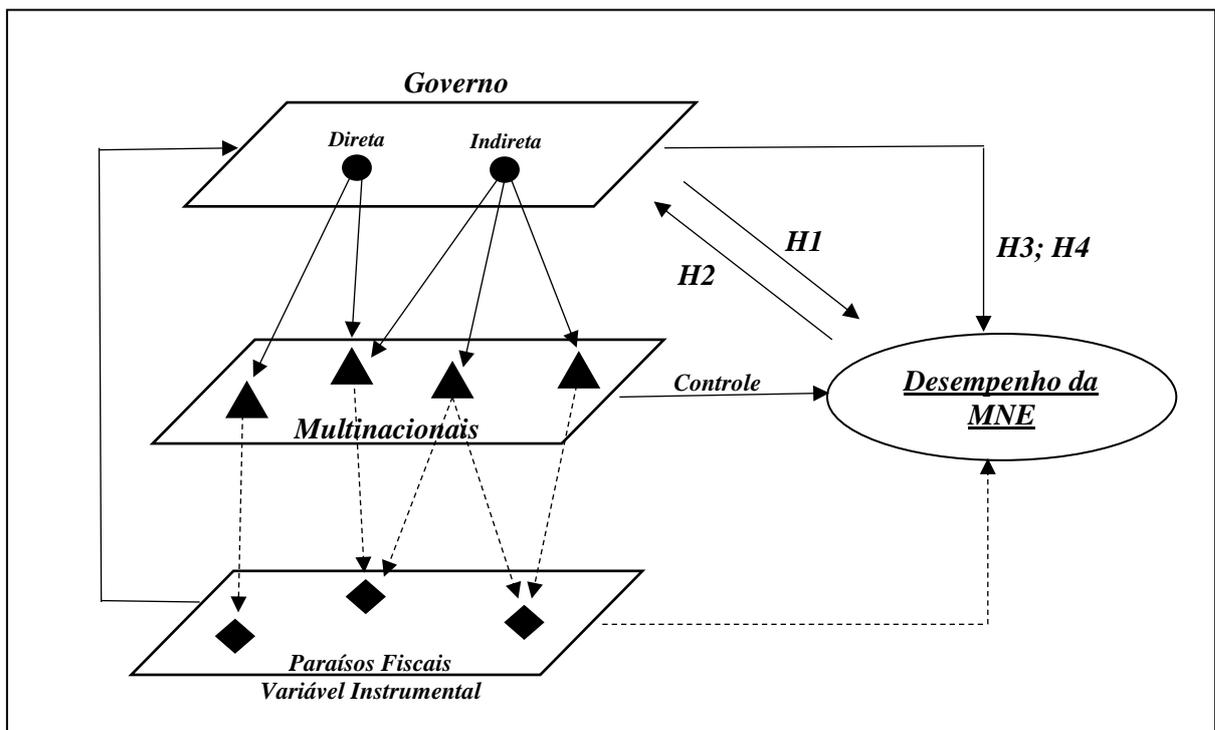
No Brasil, existem evidências empíricas do efeito do investimento de fundos de pensão institucional em empresas sobre a valorização da empresa no mercado acionário (Hudson et al. 2004). De acordo com os autores, o último propósito dos fundos de pensão é a garantia de benefícios aos seus participantes é, portanto essencial o investimento em modalidades mais rentáveis.

Essas formas minoritárias de Propriedade Estatal foram argumentadas em H.-L. Wu (2011), evidenciando que o controle majoritário das firmas, podem ser prejudicial ao seu valor, porém participações minoritárias minimizadas, podem também não conferir vantagens às firmas, especialmente, no contexto das empresas recém industrializadas. Segundo os autores, a Propriedade Estatal minoritária tem maior probabilidade de seguir a orientação de maximização do valor da empresa, e assim, espera-se neste trabalho verificar a hipótese:

H4: Existe uma relação positiva entre a Propriedade Estatal indireta e o desempenho financeiro das multinacionais de países emergentes.

A Figura 1 representa todas as questões discutidas previamente, bem como as hipóteses que se pretende investigar neste trabalho, ou seja, a figura esquematiza o governo como acionista das multinacionais, seja por propriedade direta ou indireta, e a sua influência sobre o desempenho das multinacionais. Além disso, a figura esquematiza a instrumentalização da Propriedade Estatal por meio do investimento em paraísos fiscais, apresentando essa variável como um instrumento válido para os investimentos estatais nas multinacionais.

Figura 1 - Modelo Conceitual de Análise.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

4 METODOLOGIA

Esta seção apresenta os critérios e processo de seleção da amostra, as técnicas de análise e a operacionalização das variáveis utilizadas para a análise.

4.1 População e Amostra

A população da presente pesquisa foi composta pelas multinacionais brasileiras de capital aberto, foram incluídas somente as informações financeiras presentes nos relatórios divulgados na BMF&BOVESPA. Pretende-se buscar somente as informações divulgadas na bolsa de valores pela confiabilidade e disponibilidade dos dados necessários para realização da pesquisa.

O período de análise compreende os anos de 2000 a 2015, período a partir do qual houve intensificação dos investimentos brasileiros no exterior (Bazuchi et al. 2013). A listagem das multinacionais brasileiras foi obtida por meio de uma busca em duas principais bases de dados e estudos sobre as empresas brasileiras internacionalizadas, o “Ranking das Transnacionais Brasileiras” da Fundação Dom Cabral (FDC)¹ e o “Observatório de Multinacionais Brasileiras” da Escola Superior de Propaganda e Marketing (ESPM)² disponíveis para acesso gratuito nos anos analisados.

Foram encontradas no total, 49 multinacionais brasileiras de capital aberto, no entanto, foram retiradas as empresas do setor financeiro, porque o tratamento das receitas e lucros para essas firmas são diferentes dos demais setores (Du e Boateng 2014; Opler e Titman 2015) e aquelas que não possuíam as informações de desempenho das subsidiárias no exterior de forma individual, restando na amostra um total de 37 multinacionais brasileiras, aproximadamente 70% da população.

A Tabela 1 apresenta a relação das multinacionais estudadas, os setores em que estão agrupadas, o período dos relatórios anuais encontrados e o número de relatórios anuais analisados de cada multinacional.

¹ Os relatórios da FDC “Ranking das Transnacionais Brasileiras” podem ser acessadas pelo sítio eletrônico <http://www.fdc.org.br/professoresepesquisa/nucleos/Paginas/centro-de-referencia.aspx?Nucleo=Estrat%C3%A9gia%20e%20Neg%C3%B3cios%20Internacionais&Info=Apresentacao&CR=28>

² A relação das multinacionais brasileiras no Observatório das Multinacionais da ESPM podem ser acessados em <http://www2.espm.br/pesquisa/labs/observatorio-de-multinacionais-brasileiras>

Tabela 1 - Relação das Multinacionais Brasileiras e o período que compreende os relatórios analisados.

Número	Empresas	Setor	Período	Número de Relatórios (anos)
1	Braskem	Indústria Química	2004-2015	11
2	BRF	Alimentos e bebidas	2010 -2015	5
3	BRQ	Software e Dados	2014-2015	1
4	Cambuci	Têxtil	2012-2015	3
5	CSN	Siderurgia e Metalurgia	2000-2015	15
6	Duralex	Outros	2006-2015	9
7	Eletrobras	Energia Elétrica	2012-2015	3
8	Embraer	Veículos e peças	2005-2015	10
9	Eucatex	Outros	2006-2015	9
10	Fibria	Papel e celulose	2004-2015	11
11	Forjas	Siderurgia e Metalurgia	2004-2015	11
12	Fras	Veículos e peças	2004-2015	11
13	Gol	Transporte e serviços	2013-2015	2
14	Iochpe	Veículos e peças	2000-	15
15	JBS	Alimentos e bebidas	2006-2015	9
16	Klabin	Papel e celulose	2010-2015	5
17	Lupatech	Siderurgia e Metalurgia	2005-2015	10
18	Magnesita	Mineração	2006-2015	9
19	Marcopolo	Veículos e Peças	2000-2015	15
20	Marfrig	Alimentos e bebidas	2006-2015	9
21	Metalfrio	Máquinas Industriais	2006-2015	9
22	Minerva	Alimentos e Bebidas	2009-2015	6
23	Natura	Comércio	2003-2015	12
24	Oi	Telecomunicações	2012-2015	3
25	Petrobras	Petróleo e Gás	2000-2015	15
26	Porto Seguro	Finanças e Seguros	2000-2015	15
27	Randon	Veículos e Peças	2000-2015	15
28	Renner	Comércio	2015	1
29	Romi Industrial	Máquinas Industriais	2001-2015	14
30	São Paulo	Têxtil	2000-2015	15
31	Suzano Papel e	Outros	2000-2015	15
32	Tegma	Transporte e Serviços	2006-2015	9
33	Totvs	Software e Dados	2004-2015	11
34	Tupy	Veículos e Peças	2000-2015	15
35	Vale	Mineração	2000-2015	15
36	Vulcabras	Têxtil	2001-2015	14
37	Weg	Máquinas Industriais	2001-2015	14

4.2 Coleta e Fonte dos Dados

O banco de dados do Economática ® serviu de fonte para a coleta dos dados financeiros das empresas, como ativos totais, passivos totais, receitas totais, lucro líquido e

patrimônio líquido e também para a estrutura acionária, identificando, assim, os tipos e a dimensão da Propriedade Estatal.

O conjunto de dados obtidos podem ser classificados como corte transversal agrupado ao longo do tempo (Wooldridge, 2013) ou painel não balanceado (Gujarati, 2006), pois apresentarão tanto características de corte transversal quanto de série temporal, consistindo no agrupamento independente de indivíduos (multinacionais). Todavia os dados que se pretende obter não possuem a repetição dos mesmos indivíduos ao longo do tempo, e por essa forma, se caracteriza como não balanceado.

4.3 Mensuração do desempenho nas empresas de Propriedade Estatal

A questão primordial discutida na literatura revista quanto às formas de mensuração de desempenho das empresas estatais consiste nas argumentações acerca do propósito fim das empresas estatais. Existe um consenso na literatura de que as empresas estatais não possuem como fim principal o de produtividade ou o de rentabilidade, como o de uma empresa privada (Bozec, Breton, e Côte 2002; Ramamurti 1987), ao contrário, as empresas estatais, possuem uma função de cunho econômico e social, orientado para atender aos interesses públicos ou da nação (Boardman e Vining 1989; Cuervo-Cazurra et al. 2014; Vernon 1979). Esse entendimento se aproxima daquele defendido pelos economistas teóricos do bem-estar social, verificado em Henderson (1981), Vernon (1979), entre outros, em que as empresas estatais tem como principal objetivo o de atuar como mecanismos de correção das falhas de mercado, gerando empregos, criando vantagens competitivas à nação, ou ainda, como instrumentos de segurança nacional, principalmente pela garantia do fornecimento de recursos naturais estratégicos (Ramamurti 1987), mesmo que seja pela adoção de estratégias não rentáveis (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Ramamurti 1987; Vernon 1979).

Dessa forma, fundamentados por essa discussão, os estudos publicados sob essa orientação apresentavam ressalvas e questionamentos quanto à mensuração do desempenho das estatais apenas por dados financeiros (Bozec, Breton, e Côte 2002). Nessa vertente, os estudos buscavam a adoção de modelos alternativos de mensuração de desempenho, com diferentes critérios de performance como, por exemplo, a taxa de criação de emprego, o desempenho exportador, o crescimento das vendas, a taxa de substituição de importações, produtividade, desenvolvimento tecnológico, e desenvolvimento regional (Ramamurti, 1987).

É importante ressaltar que mais recentemente, a partir das privatizações e da intensificação da globalização, é possível se perceber uma nova configuração nos mecanismos

de governança das empresas com Propriedade Estatal (Bozec, Breton, e Côte 2002). As diferenças entre os objetivos das empresas privadas e públicas, tem se assemelhado gradativamente, uma vez que o setor público tem sido reorganizado, adotando os princípios das empresas privadas (Bozec, Breton, e Côte 2002). Esse movimento, segundo os autores, é chamado de corporativização das firmas públicas (Aivazian, Ge, e Qiu 2005; Bozec, Breton, e Côte 2002), no qual as empresas estatais têm deixado seu cunho social, e adotado estruturas de governanças possibilitando uma maior autonomia nas tomadas de decisão, crescimento da produtividade e da rentabilidade, e competitividade de seus produtos no cenário global (Aivazian, Ge, e Qiu 2005).

Bozec et al. (2002) argumentam que um indício dessa transformação é a mudança de ênfase dos objetivos das empresas estatais para além da maximização dos propósitos sociais, como a diminuição ou quase eliminação das metas não-comerciais. Aivazian et al. (2005) mostram que essa transição ocorreu em empresas chinesas em 1993, a partir de uma política nacional de reforma institucional com a adoção de um sistema de direitos corporativos que fornecia uma estrutura de governança mais sofisticada para a proteção dos direitos de propriedade das empresas de Propriedade Estatal. Ang & Ding, (2006) mostram a implementação de práticas de gestão internacional em empresas públicas no ano de 1999, as quais foram recomendadas por um comitê de governança corporativa criado pelo governo naquele ano. Feng, Sun, & Tong, (2004) também estudam a performance das empresas estatais de Cingapura, evidenciando que as empresas estatais, embora tenham apresentado baixo crescimento de rentabilidade ao longo do tempo, apresentaram desempenho superior à média das empresas privadas, principalmente por dois motivos, seu conjunto de ativos e sua participação no mercado, tendo pouca influência da Propriedade Estatal *per se*.

Dentro dos propósitos deste trabalho, adotou-se a postura mais corporativa, assumindo que as empresas estatais, embora ainda possuam objetivos de cunho social, sofreram, após o período de reformas, alterações em suas formas de gestão, pela inclusão de instrumentos até então utilizados por empresas privadas. Assim, as métricas financeiras seriam as mais apropriadas para a investigação dos efeitos da Propriedade Estatal. Além disso, nota-se que diversos trabalhos têm adotado esse posicionamento, como pode ser verificado em (Ang e Ding 2006; Bozec, Breton, e Côte 2002; Bradbury 1999; Elyasiani e Jia 2010; Al Farooque et al. 2007; Feng, Sun, e Tong 2004; Goldeng, Grünfeld, e Benito 2008; D. Li et al. 2007; Okhmatovskiy 2010; Qi, Wu, e Zhang 2000; Short et al. 2006; X. Wang, Xu, e Zhu 2004; Z. Wei e Varela 2003; Z. Wei, Varela, e Hassan 2002).

As variáveis utilizadas como variáveis dependentes são as de desempenho financeiro, rentabilidade sobre o ativo (ROA) e rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) das multinacionais analisadas, cujas mensurações são dadas da seguinte forma:

O ROA mede a eficácia geral da administração de uma empresa em termos de geração de lucros com os ativos disponíveis (Gitman, 2004) e seu uso tem sido justificado por capturar as dimensões gerenciais e financeiras do desempenho (Goldeng, Grünfeld, e Benito 2008). É calculada por

$$ROA = \frac{LL}{AT}$$

Em que: ROA representa o retorno dos ativos totais da firma i no tempo t ; LL representa o Lucro líquido da firma i no tempo t ; AT representa os Ativos Totais da firma i no fim de cada ano t .

O ROE mede o retorno obtido no investimento do capital dos acionistas ordinários da empresa. Em geral, quanto mais alto o ROE, melhor para os acionistas (Gitman, 2004). É calculado por:

$$ROE = \frac{LL}{PL}$$

Em que: ROE representa o retorno do patrimônio líquido da firma i no tempo t ; LL representa o Lucro líquido da firma i no tempo t ; PL representa o Patrimônio Líquido³ da firma i no tempo t .

Essas formas de mensuração foram utilizadas na literatura de negócios internacionais adotadas por Baik et al. (2013), Braun e Traichal (1999), Elyasiani e Jia (2010), C.-C. Hsu e Boggs (2003), A. Zhang, Zhang, e Zhao (2002). Assim, este artigo em coerência com esses estudos, pretende utilizar as duas medidas de desempenho estimando uma equação para cada variável de desempenho, para cada a Propriedade Estatal direta e indireta.

³ Cabe destacar que o tratamento dado às empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo foi a soma de uma constante em todas as observações. A constante assumiu o valor do menor PL dentre as observações coletadas.

4.4 Variáveis independentes

Como forma de explicar devidamente as variáveis de desempenho das multinacionais brasileiras, foram acrescentados às equações, os índices de endividamento, grau de intangibilidade, liquidez, crescimento da receita operacional, e ativos totais, tal como os modelos propostos em Brigham e Houston (1999); Schrickel (1999), Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), Savytzky (2005), Kayo et al (2006), Gitman (2010), Matarazzo (2010), Assaf Neto e Lima (2011), Assaf Neto (2012), Hoji (2012). As variáveis de controle utilizadas, bem como a mensuração da Propriedade Estatal direta ou indireta, a fonte e mensuração estão representados na Tabela 2.

Com relação às variáveis de Propriedade Estatal Direta e Indireta, foi coletado o percentual de ações de Propriedade Estatal sobre o total de ações ordinárias (ON) emitidas pela firma, assim como em Du e Boateng (2014), Duanmu (2014), Jory e Ngo (2014), Knutsen, Rygh, e Hveem (2011), Liang, Ren, e Sun (2014), Pan et al. (2014), Xia, Jun; Ma, Xufei; Lu Jane W.; Yiu Daphne (2014). Esse valor é disponibilizado pelo Economática dentre os cinco maiores acionistas das empresas analisadas. Não foram consideradas as propriedades cruzadas ou piramidal entre as empresas. A partir dessas observações, criou-se uma variável *dummy* indicando a presença da Propriedade Estatal direta ou indireta nas empresas no ano de análise, a qual foi utilizada nos modelos de Heckman (1979) para evidenciar a validade do instrumento paraíso fiscal.

Uma variável *dummy* foi utilizada para capturar se no ano t a MNE i possuía investimentos em países considerados como paraísos fiscais. Essa variável foi inserida como instrumento para o investimento estatal, e foi construída a partir das informações divulgadas nas notas explicativas sobre os países de investimentos das empresas analisadas. A relação dos países considerados como paraísos fiscais, foi obtida pela instrução normativa de número 1037/2010 da Receita Federal do Brasil⁴ e suas respectivas alterações.

Além destas, também foram acrescentadas aos modelos variáveis para captação de efeito temporal (ano) e efeito setor, por meio da intensidade tecnológica dos setores. Optou-se capturar o efeito setor pela intensidade tecnológica, uma vez que se percebeu que dentro das políticas industriais desenvolvidas pelos governos em vigência no período de análise, governos Lula (de 2003 a 2011) e Dilma (de 2011 a 2016), que setores estratégicos eram

⁴ A IN 1037/2010 pode ser acessada em <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=16002&visao=compilado>

aqueles com maior intensidade tecnológica, como o desenvolvimento de software, indústria química, máquinas industriais, e indústria automobilística (Bugiati e Berringer, 2012).

4.4.1 O investimento em paraísos fiscais como variável instrumental para a Propriedade Estatal

A relação entre as modalidades de Propriedade Estatal e o investimento em paraísos fiscais, têm sido negligenciados pela literatura mais recente. A grande parte dos estudos, ao abordar a Propriedade Estatal das multinacionais brasileiras, utiliza as conexões políticas como condicionante para a posição favorável das multinacionais no mercado, para captação de financiamento e de capital com os seus governos e instituições pública, como verificado em Bazuchi et al. (2013); Lazzarini (2015); Lazzarini, Musacchio, and Bandeira-de-Mello (2015). Este trabalho, contudo, traz à discussão a existência de um outro fator, o investimento em paraísos fiscais. Conforme os dados da UNCTAD (2016), cerca de US\$56 bilhões do estoque de investimento direto brasileiro estão concentrados nas Ilhas Cayman, e US\$28 bilhões nas Ilhas Virgens Britânicas, que representam em torno de 63% do investimento direto brasileiro no exterior. Esse volume de investimento em paraísos fiscais é geralmente justificado segundo os resultados apresentados em Chari e Acikgoz (2014), pelo argumento que as empresas de economias emergentes investem em paraísos fiscais em resposta à fragilidade do ambiente institucional do país de origem e em busca de tarifas reduzidas nos países hospedeiros. Todavia as relações condicionantes e efeitos do investimento em paraísos fiscais por multinacionais de Propriedade Estatal são assuntos que carecem de maior investigação e entendimento.

Assim, torna-se pertinente discutir a relação entre a Propriedade Estatal e o investimento em empresas subsidiárias em paraísos fiscais, a qual apresenta duas dicotomias que merecem uma atenção especial dos acadêmicos em geral. Entende-se por paraísos fiscais, conforme definição pela OECD (1998), jurisdições nas quais: (i) não há (ou há mínima) imposição de tributos; (ii) sigilo quanto às transações comerciais; (iii) têm leis ou práticas administrativas que proíbam a troca efetiva de informações para fins tributários, com outros governos, sobre contribuintes beneficiários da não-tributação ou da alíquota nominal; e (iv) apresenta ausência de exigência de atividade econômica substancial. Embora essa definição tenha evoluído mais recentemente, vê-se que, de maneira geral, três aspectos são essenciais para a definição de paraísos fiscais, a saber: a baixa tributação (ou nula), altos níveis de sigilo

das transações, bem como uma forte rede de serviços financeiros que favoreçam as operações de seus investidores (Ramona Mara 2015).

O alto investimento das multinacionais em paraísos fiscais chamou a atenção dos pesquisadores para investigar quais seriam os motivos que levariam as empresas a investirem nesses países. De acordo com (Chari e Acikgoz 2014), os investimentos em paraísos fiscais por empresas provindas de países emergentes são proeminentes (Morck, Yeung, e Zhoa 2008) devido às fraquezas e ineficiências institucionais do país de origem, de maneira que, as motivações para investimento nesses países, diferem das motivações tradicionais apontados pela literatura de negócios internacionais (Chari e Acikgoz 2014).

As motivações dos investimentos encontradas foram legitimadas na literatura de finanças, como uma estratégia de geração de valor pois a firma, não somente, pode aumentar suas oportunidades de negócios, mas também consegue reduzir as incidências fiscais sobre suas atividades (Chari e Acikgoz 2014; Choy, Lai, e Ng 2017).

Algumas das argumentações evidenciadas por Chari and Acikgoz (2014) e Choy, Lai, and Ng (2017) são que as multinacionais investem nesses "paraísos fiscais" para se transformar em empresas "domiciliadas no exterior", e, então, investir no país de origem como investidores estrangeiros para tirar proveito de impostos e outras concessões (Guo, Clougherty, e Duso 2016); pela obtenção de economias de escala para evitar impostos (Desai, Foley, & Hines, 2006). As motivações legais, suas justificativas e alguns trabalhos que confirmaram empiricamente os benefícios desse tipo de investimento seguem relacionados no Quadro 2.

Quadro 2 - Motivos e Justificativas legais para investimentos em paraísos fiscais.

Motivos	Justificativas	Algumas evidências empíricas
Planejamento Tributário ou elisão fiscal	Maior rentabilidade nos investimentos por meio da redução da carga tributária ou inexistência de tributação e confidencialidade das negociações.	(Q. Hong e Smart 2010) (Slemrod e Wilson 2009) (Guo, Clougherty, e Duso 2016) (Choy, Lai, e Ng 2017)
Preço de Transferência	Consiste em estabelecer preços apropriados para as negociações intrafirma.	(Jones e Temouri 2016) (Cai e Liu 2009) (Q. Hong e Smart 2010)
Empresas <i>Offshore</i>	Criação de sociedades lícitas comerciais constituídas em zonas privilegiadas ou até livres de tributação, com acesso a determinados tipos de financiamento internacional a juros baixos. Revela o uso racional do trabalho e maximização dos lucros.	(Ramona Mara 2015) (Jones e Temouri 2016) (Choy, Lai, e Ng 2017) (Desai, Foley, e Hines 2006) (Karolyi e Liao 2013)
Holdings <i>Offshore</i>	Criação de filiais com a função de distribuidora comercial, pela qual é permitida a re-exportação das mercadorias para outros países com isenção de impostos sobre os lucros auferidos.	

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Essas motivações têm sido apontadas na literatura, e ressalta-se que não somente na literatura do campo de negócios internacionais e de finanças, mas também em trabalhos desenvolvidos no campo de direito e legislação tributária, como motivações lícitas (Cai e Liu 2009). Todavia, as características inerentes à constituição de paraísos fiscais, podem oferecer simultaneamente um refúgio para atividades ilegais e criminosas, tais como a lavagem de dinheiro, entre outras (Cai e Liu 2009; Ramona Mara 2015; Slemrod e Wilson 2009).

Esta consiste, então, na primeira dicotomia dos investimentos em paraísos fiscais por empresas de Propriedade Estatal, ou seja, as multinacionais estatais, ao investirem em paraísos fiscais são motivadas pela busca de competitividade e redução de custos pela redução da tributação, ou estão buscando omitir da sociedade práticas ilegais de evasão de divisas, favorecendo gestores ou políticos de forma oportunista e ilegal? Uma argumentação que fundamenta essa dicotomia consiste no fato que se as multinacionais mantêm subsidiárias em paraísos para realocar o rendimento tributável de países de alta tributação para baixa por meio de comércio intrafirmas e pela transferência de bens intangíveis, como se explica o investimento nesses países de multinacionais provindas de países com baixa tributação de

lucros auferidos no exterior, de maneira que essa evidência sugere a existência de outros motivos para o investimento em paraísos fiscais (Desai, Foley, e Hines 2006)?

A segunda dicotomia emerge adotando a mesma orientação que Cai & Liu (2009); Hanlon e Heitzman (2010); Desai, Foley, & Hines (2006); Guo, Clougherty, & Duso (2016), em que as multinacionais estão atuando por meios legais em paraísos fiscais, como uma estratégia planejada para redução de sua carga tributária almejando assim, maior competitividade global.

Sabe-se que os princípios econômicos postulam que os tributos consistem na forma de arrecadação dos governos, ao passo que para a empresa, representam os dividendos implícitos para o acionista controlador (Bradshaw; Liao; Ma, 2016). A teoria econômica postula que as funções essenciais dos governos, dentre outras, consiste na promoção do estado do bem-estar social (Slemrod e Wilson 2009), visando à redução da desigualdade, implementando políticas fiscais e de rendas com o objetivo de reduzir a disparidade de poder aquisitivo de sua população (Andersen, 1990). Assim, é comum se perceber entre os governos, grande dispêndio de recursos para minar os investimentos das empresas em paraísos fiscais e limitar os efeitos destas transações em sua própria arrecadação (Slemrod e Wilson 2009).

Por outro lado, as evidências de estudos empíricos mostram que os governos, como acionista das empresas, têm, desde as políticas de privatizações, deixado a função mais social, especialmente evidenciado em estudos pós-privatizações, assumindo nas empresas uma função mais corporativista visando à maximização de lucros para manter a competitividade das empresas nacionais em cenário mundial (G. Chen, Firth, e Xu 2009; Chizema, Amon; Le 2011; Guo, Clougherty, e Duso 2016; Qi, Wu, e Zhang 2000) .

Essas diferentes percepções sugerem uma incoerência quanto aos propósitos do governo quando atua como acionista, seja controlador, majoritário ou minoritário em estrutura piramidal, de multinacionais que investem em paraísos fiscais, ou seja, como que os governos podem, simultaneamente, ter dentro de sua função social permitir que suas empresas invistam em paraísos fiscais como estratégias de evasão fiscal?

Há duas argumentações na literatura que permitem afirmar que empresas estatais tendem a optarem por países considerados paraísos fiscais para internacionalizarem os seus investimentos.

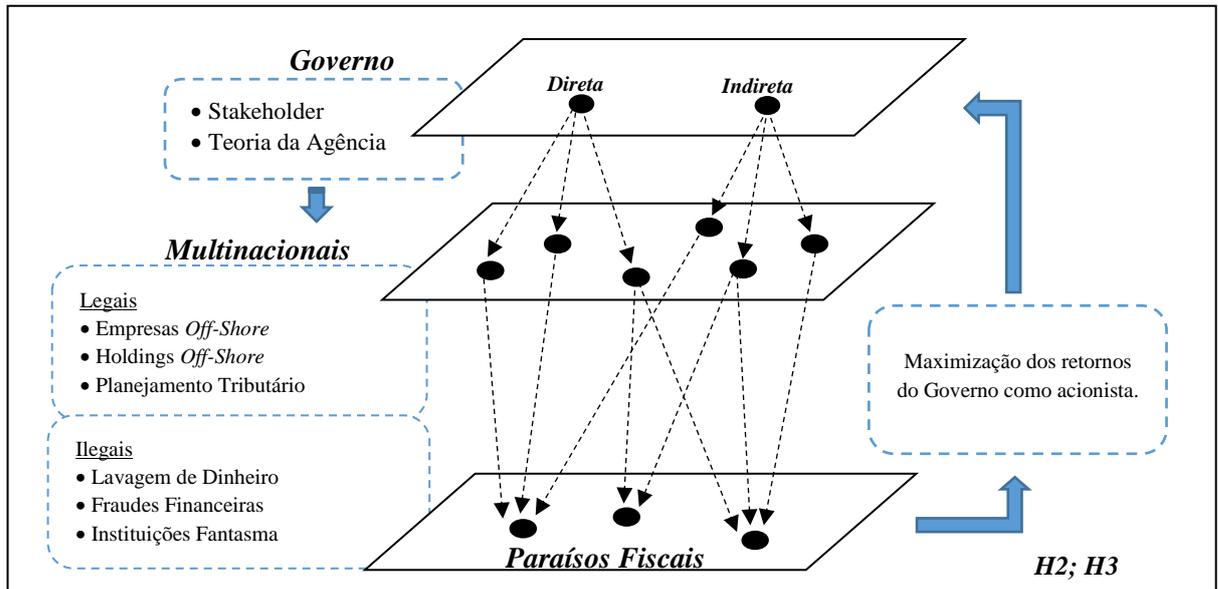
A primeira diz respeito à propriedade direta do Estado, ou seja, quando ele é o acionista controlador. Segundo Morck et al (2008) os executivos/agentes das empresas estatais, que são considerados insiders, em busca de benefícios privados de controle, enfrentam dificuldades para escapar do comando direto do estado e tendem a implementar

estratégias de cunho político e social não rentáveis aos demais acionistas. Assim, os investimentos em paraísos fiscais podem possibilitar o acesso a benefícios privados de controle, a partir do momento que esses investimentos desaparecem da visão do controlador da estatal. Além disso, os autores argumentam que as empresas chinesas controladas pelo Estado são lucrativas por serem monopólios naturais, e em vez delas fazerem o pagamento de dividendos aos demais acionistas, elas retêm os lucros e usam para benefícios privados de controle por agentes insiders. Como benefícios privados de controle, Morck, Yeung, and Zhoa (2008) argumentam que estes são alcançados por meio de investimentos simbólicos/figurativos no exterior, como é o caso em países considerados "tax haven", em vez de fazerem investimentos visando ao aumento do valor da empresa e riqueza de todos os acionistas.

A segunda argumentação está relacionada ao tipo indireto de controle estatal. Nesse caso, o Estado, como um investidor institucional, possui maiores condições de se proteger de eventuais conflitos de interesses com o acionista controlador da companhia, conforme destacam Shleifer e Vishny (1997). No mesmo sentido, argumenta-se que o Estado adota um ativismo maior e/ou subprecifica o risco de investimentos indiretos, por meio de bancos ou fundos públicos, em empresas com subsidiárias em países "tax haven". O ativismo de investidores institucionais como um mecanismo de diminuir os riscos de expropriação é destacado em estudos tais como os de Li et al, (2006) e Aggarwal et al, (2011), os quais destacam a importância de investidores institucionais na estrutura de propriedade para melhorar a governança da companhia. Ainda que este trabalho não tenha como propósito investigar a natureza dessas motivações, torna-se pertinente apontá-las, uma vez que são o cenário da variável instrumental utilizada neste trabalho.

A Figura 2 esquematiza algumas das principais questões que foram discutidas nesta seção, evidenciando o governo como acionista por meio das modalidades diretas e indiretas, mostrando as motivações das multinacionais para investimento em paraísos fiscais.

Figura 2 - Esquemática das Motivações e Efeitos do Investimento da Propriedade Estatal em Multinacionais com Subsidiárias em Paraísos Fiscais.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Por fim, neste artigo, optou-se por testar a validade da existência de subsidiárias em paraísos fiscais para a modelar o efeito da Propriedade Estatal na sobre o desempenho das multinacionais. A Tabela 2 sistematiza as variáveis utilizadas para a investigação dos efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais.

Tabela 2 - Descrição das Variáveis Independentes, fonte, unidade e resultado esperado.

Variáveis Independentes	Descrição da Variável (Unidade)	Fonte	Resultado Esperado
<i>Variáveis de Controle</i>			
• Ln Tamanho (AT)	Mensurado pelo Ln dos ativos totais das MNEs	Economática	+
• Grau de Endividamento (ENDIV)	Mensurado pela soma do passivo circulante e passivo não circulante divididos pelo Ativo Total (%)	Economática	-
• Intangibilidade (INTANG)	Calculado pela divisão entre o Valor de Mercado pelo Valor do Patrimônio Líquido da empresa	Economática	+
• Crec.Receita (C.RECEITA)	Crescimento anual da Receita Operacional da firma i no ano t	Economática	+
• Liquidez Corrente (LIQUID)	Calculado pela divisão do Ativo Circulante pelo Passivo Circulante (%)	Economática	+
<i>Propriedade Estatal</i>			
• Prop.Estatal Direta (DIRECT)	Percentual de Prop.Estatal Direta da MNE no ano t sobre o total de ações ON emitidas pela MNE no ano t (%)	Economática	-
• Prop. Estatal Indireta (INDIRETO)	Percentual da soma das Prop.Estatal Indireta da MNE no ano t sobre o total de ações ON emitidas pela MNE no ano t (%)	Economática	+
• <i>Dummy</i> Direta (DMYDIR)	<i>Dummy</i> de Prop. Estatal Direta da MNE i no ano t		
• <i>Dummy</i> Indireta (DMYIND)	<i>Dummy</i> de Prop. Estatal Indireta da MNE i no ano t		
<i>Variável Instrumental</i>			
• Paraísos Fiscais (TAXHAVEN)	<i>Dummy</i> para existência de investimentos em paraísos fiscais da empresa i no ano t	Notas Explicativas	+ com a Prop.Estatal Direta e Indireta
<i>Efeito Ano</i> (ANO)	Proxy relativa ao ano de análise		
<i>Efeito Setor</i> (INTTECNOL)	Proxy relativa à intensidade tecnológica do setor conforme OCDE (2015)		

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

4.5 Modelo econométrico e métodos de estimação

A escolha do método adequado nem sempre é uma decisão fácil de se determinar, especialmente no campo de estudos sociais aplicados, dada a heterogeneidade e complexidade dos fenômenos aqui estudados. Assim, para responder às hipóteses que são investigadas neste trabalho, utilizou-se de duas estratégias de estimação, os modelos lineares em painel,

estimados por meio dos métodos dos mínimos quadrados ordinários (MQO) e o método de Arellano-Bond/Blundell-Bover, ou os modelos dinâmicos em painel, os quais serão comentados nas seções seguintes.

4.5.1 Modelos lineares em painel

Os modelos lineares estimados em painel foram utilizados para responder à primeira hipótese, ou seja, de investigar se na relação desempenho-Propriedade Estatal (direta e indireta) há problemas de endogeneidade entre as variáveis. Para isso, foram estimados quatro modelos lineares em painel, variando em termos da variável de Propriedade Estatal e das variáveis de desempenho.

Os modelos empíricos, cuja a estrutura dos dados se configuram como painel, são os modelos que assumem a variação *cross sectional* e a variação temporal (Gujarati, 2006) e seguem a seguinte especificação:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \mu_{i,t}$$

$$i = 1, 2, \dots, N$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

Em que: i representa a i -ésima unidade de corte transversal e t o t -ésimo período de tempo, supondo haver um máximo de N unidades de observação de corte transversal e T períodos de tempo.

Uma vez incorporando tanto a variação individual e a temporal, os modelos estimados em painel podem apresentar algumas peculiaridades devido à estrutura “indivíduo no tempo”. As diferenças conhecidas como efeitos fixos, consideram tanto a variação entre indivíduos, como a variação no espaço temporal. Isso quer dizer que entre os indivíduos observados, podem haver características que lhe são peculiares, e não variam no tempo. Nesse aspecto, as diferenças referentes ao indivíduo, levam em conta a individualidade de cada empresa variando o intercepto de cada indivíduo, decorrendo do fato de que, embora haja variação no intercepto entre os indivíduos, o modelo reconhece que cada intercepto individual pode não se alterar ao longo do tempo, ou seja, é invariante no tempo.

Além da variação individual, os modelos de efeito fixo podem reconhecer as diferenças atreladas à variação temporal, no sentido de que existem fatos como, por exemplo,

guerras, crises, mudanças tecnológicas, políticas industriais, que acontecem em determinado ano em específico, e por consequência estão atreladas ao ano, assumindo, portanto, que cada ano teria interceptos diferentes. De maneira geral, nos modelos de efeito fixo, assume-se que os parâmetros são constantes para todos os indivíduos em todos os períodos de tempo, em outras palavras, os parâmetros são fixos e constantes.

Nos modelos de efeitos aleatórios ou variáveis, há a variação de intercepto entre indivíduos e/ou no tempo, porém os modelos em efeitos aleatórios oferecem um tratamento diferenciado ao intercepto, reconhecendo que são variáveis aleatórias. Dessa forma, assume-se nesse modelo que os indivíduos sobre os quais dispõe-se os dados são amostras aleatórias de uma população maior de indivíduos, e os parâmetros são modelados captando tanto a variação fixa como a variação populacional. De maneira que os n interceptos são modelados considerando que:

$$\beta_{0i} = \bar{\beta}_0 + \alpha_i \quad i = 1, 2, \dots, N$$

ou seja, o intercepto é composto pelo intervalor do modelo de efeitos fixos, α_i , o qual capta as diferenças de comportamento dos indivíduos, e por um componente $\bar{\beta}_0$, que capta as diferenças populacionais.

O teste de Hausman (1978) é considerado o teste apropriado para identificar qual modelo mais se adapta aos dados analisados. A hipótese nula desse teste consiste na pressuposição de que os estimadores do modelo de efeito fixo e do aleatório não são substancialmente diferentes entre si. A rejeição do teste implica que o modelo de componente dos erros (efeito aleatório) não é adequado, é preferível empregar o modelo de efeitos fixos.

Neste trabalho, a estimação do modelo de regressão em painel poderia ser esquematizado da seguinte forma:

$$DESEMP_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ENDIV_{it} + \beta_3 INTANG_{it} + \beta_4 CRECEITA_{it} + \beta_5 LIQUID_{it} + \beta_6 ESTADO_{it} + \mu_{i,t}$$

Em que: os parâmetros $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$, consistem nos estimadores calculados para as variáveis preditoras; TAM seria a variável preditora tamanho, ENDIV o índice de endividamento da firma, INTANG o índice de intangibilidade, CRECEITA o crescimento da receita operacional, LIQUID o índice de liquidez, todos referentes à firma i no tempo t ; ESTADO consiste na variável de Propriedade Estatal que pode ser a Direta ou Indireta; e $\mu_{i,t}$ o termo do erro.

4.5.2 Modelos de variáveis instrumentais

Os modelos de regressão com variáveis instrumentais consistem em métodos que proporcionam estimadores consistentes quando o erro e uma variável preditora são correlacionados. Essa relação entre alguma variável preditora e o termo do erro, segundo Cameron e Trivedi (2009) pode ocorrer por três motivos principais, a saber: (i) omissão de variáveis relevantes para o modelo; (ii) erros nas variáveis preditoras; (iii) e simultaneidade. Em qualquer um desses cenários, os parâmetros estimados são inconsistentes.

O viés de simultaneidade, ou também conhecido como endogeneidade, o qual é verificado neste trabalho, é originado em presença de uma relação causal entre a variável dependente e a variável explicativa, ou seja, a variável explicativa pode também ser determinada pela variável dependente. Nesse caso, surge a questão inerente ao modelo clássico de regressão linear múltipla por meio dos efeitos fixo acerca da validade do estimador, em situações em que há a presença de variáveis preditoras endógenas.

Uma das formas utilizadas pelos estudos para resolução dos problemas de endogeneidade, consiste na inclusão de variáveis instrumentais, ou seja, uma variável adicional, z , que satisfaça duas condições principais: relevância e exogeneidade. Assim, a relevância de uma variável instrumental é apenas percebida em situações em que a variável instrumental apresente correlação com a variável explicativa endógena, e por outro lado, a exogeneidade atesta para o fato de que essa variável não pode estar correlacionada com a variável dependente ou com o termo do erro (Cameron e Trivedi, 2009).

Tendo satisfeito as condições acima, pode-se estimar a regressão com a inclusão das variáveis instrumentais com a finalidade de solucionar os vieses que surgem em presença de simultaneidade ou de endogeneidade no modelo (Cameron e Trivedi, 2009). Os métodos que utilizam variáveis explicativas, possibilitam o isolamento de parte da variável explicativa que não está correlacionada com o erro, a fim de se obter estimadores consistentes e não viesados. O modelo geral de regressão utilizando as variáveis instrumentais é dado por:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 X_{1i} + \dots + \beta_k X_{ki} + \beta_{k+1} W_{1i} + \dots + \beta_{k+r} W_{ri} + e_i$$

Nesse modelo, $X_{1i} \dots X_{ki}$ representam as k variáveis explicativas endógenas, aquelas relacionadas ao termo do erro; e $W_{1i} \dots W_{ri}$ representam as r variáveis explicativas exógenas, aquelas não correlacionadas ao termo do erro.

O modelo de estimação, usando variáveis instrumentais, consistem em modelos de estimação em dois estágios do MQO, e são conhecidos como método dos mínimos quadrados em dois estágios (MQ2E). Esse modelo, composto de dois estágios, faz uma regressão no primeiro estágio das variáveis endógenas sobre as variáveis instrumentais, e sobre as variáveis exógenas, determinando as variáveis x 's, variáveis resposta e as variáveis z 's e w 's, as explicativas. Supondo que o número de variáveis instrumentais é equivalente ao número de variáveis explicativas endógenas, a regressão no primeiro estágio pode ser definida como:

$$x_{1i} = \pi_0 + \pi_1 z_{1i} + \dots + \pi_k z_{ki} + \pi_{k+1} w_{1i} + \dots + \pi_{k+r} w_{ri} + u_i$$

Em que: $Z_{1i} \dots Z_{ki}$ representam as k variáveis instrumentais não relacionadas ao termo do erro; e $W_{1i} \dots W_{ri}$ representam as r variáveis explicativas exógenas.

Essas regressões em primeiro estágio devem ser estimadas para cada uma das variáveis endógenas, por meio das quais, ocorre a decomposição da variável endógena em duas partes, de forma que uma não esteja correlacionada ao termo do erro. O segundo estágio da regressão consiste na previsão de novos valores para as variáveis endógenas, por meio da seguinte equação:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \hat{x}_{1i} + \dots + \beta_k \hat{x}_{ki} + \beta_{k+1} w_{1i} + \dots + \beta_{k+r} w_{ri} + e_i$$

Em que: $\hat{x}_{1i} \dots \hat{x}_{ki}$ representam as variáveis endógenas estimadas, agora não relacionadas com o termo do erro; $W_{1i} \dots W_{ri}$ representam as r variáveis explicativas exógenas, e e_i o termo de erro.

Esses modelos, contudo assumem que os erros são heterocedásticos, ou seja, possuem distribuição de frequência de padrão irregular. Todavia, é possível a presença de erros homocedásticos e autocorrelacionados, e, para tanto, precisam ser estimados por estimadores generalizados, como os modelos dinâmicos descritos a seguir.

Neste trabalho, testou-se a endogeneidade da variável Propriedade Estatal direta e indireta com as diferentes medidas de desempenho das variáveis dependentes. Uma vez confirmada a endogeneidade, buscou-se instrumentalizar com a variável *dummy* existência de subsidiárias em paraísos fiscais da empresa i no ano t .

4.5.3 Modelos de painel dinâmicos

Os modelos de painel dinâmico, também conhecidos como o GMM em diferenças de Arellano e Bond (1991) e o GMM de sistema de Blundell e Bond (1998), visam a corrigir os problemas do estimador, em situações em que uma das variáveis preditas é endógena e/ou o termo do erro contém um efeito individual invariante no tempo, levando a problemas de viés de estimação, devido à correlação positiva entre o efeito fixo e o termo de erro (Ahn e Schmidt 1995).

Esses modelos são geralmente aplicados a dados em painel, cuja estrutura consiste em um número grande de indivíduos (N) em um período restrito de tempo (T), assumindo o relacionamento entre as variáveis, mas também com seus valores passados. Dessa forma, nos modelos em painel dinâmico há a inclusão da variável dependente com defasagem em um período como variável explicativa (Kiviet 1995). Conforme esquematizado a seguir

$$y_{it} = \gamma y_{it-1} + x'_{it}\beta + \alpha_i + \varepsilon_{it}, \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T. \quad (1)$$

Assumindo que: γ é um escalar, $x'_{it}\beta$ é o vetor de variáveis explicativas que podem ser estritamente exógenas, endógenas ou pré-determinadas; β é o vetor de coeficientes, e que o termo μ_{it} segue o seguinte modelo de componente de erro:

$$\mu_{it} = \mu_i + v_{it}$$

Em que: $\mu_i \sim \text{IID}(0, \sigma^2_\mu)$ e $v_{it} \sim \text{IID}(0, \sigma^2_v)$.

Ao se estimar o modelo de primeiras diferenças na equação acima tem-se que:

$$y_{it} - y_{i,t-1} = \gamma(y_{i,t-1} - y_{i,t-2}) + (x_{it} - x_{i,t-1})'\beta + (\varepsilon_{it} - \varepsilon_{i,t-1}), \quad t = 2, \dots, T. \quad (2)$$

Dessa forma, percebe-se que o estimador de MQO é inconsistente, uma vez que $y_{i,t-1}$ é correlacionado com $\varepsilon_{i,t-1}$ da equação (1), então o regressor $(y_{i,t-1} - y_{i,t-2})$ é correlacionado com o erro $(\varepsilon_{it} - \varepsilon_{i,t-1})$ em (2) (Cameron; Trivedi, 2009). Neste trabalho, assume-se que o componente μ_i são os efeitos fixos individuais (específicos de cada multinacional) e invariantes no tempo, enquanto v_{it} representa as variantes do termo do erro que estão correlacionados ao tempo, v_{it} são heterocedásticos e correlacionados no tempo dentre as empresas.

Para tanto, assume-se que

$$\begin{aligned} E(\mu_i) &= E(v_{it}) = E(\mu_i \cdot v_{it}) = 0 \\ E(v_{it} \cdot v_{js}) &= 0 \text{ para cada } i, j, t, s, \text{ com } i \neq j \end{aligned}$$

Dessa forma, a correção do problema de endogeneidade ocorre pela inserção da variável dependente defasada, definido como o Método dos Momentos Generalizados (GMM) de Arellano e Bond (1991), instrumentalizando as variáveis explicativas em diferença ($\Delta x'_{it}$) que não são extritamente exógenas com suas defasagens disponíveis em nível. Todavia, ainda nessa estimação GMM de primeira diferença, os instrumentos utilizados, ainda, podem ser considerados como fracos para aquelas variáveis que não são exógenas.

Então, Arellano e Bover (1995) e Blundell e Bond (1998) desenvolveram o system GMM, associada ao GMM em diferença, adicionando outros instrumentos para as variáveis em diferença ($\Delta x'_{it}$), aumentando assim a eficiência do modelo. Nesse modelo, as variáveis podem ser então instrumentalizadas pelas suas defasagens em nível. Além disso, as variáveis endógenas também podem ser instrumentalizadas pela inclusão de uma variável instrumental, acompanhada por testes de restrições com a finalidade de validar os instrumentos utilizados (Cameron; Trivedi, 2009).

Assim, o modelo estimado neste trabalho pode ser assim representado:

$$\Delta DESEMP_{it} = \beta_1 \Delta DESEMP_{it-1} + \beta_2 \Delta X_{it} + \beta_3 \Delta ESTADO_k + \beta_4 TaxHaven_{it} + \Delta \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que: os parâmetros $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ consistem nos estimadores calculados das variáveis preditoras; X_{it} corresponde ao conjunto de variáveis de controle apresentadas na Tabela 2; $ESTADO_k$ consiste na variável de Propriedade Estatal Direta ou Indireta; $TaxHaven$ corresponde à variável exógena *dummy* utilizada como instrumental; e $\Delta \varepsilon_{i,t}$ o termo do erro. Note que para qualquer variável Y_{it} , $\Delta Y_{it} = Y_{it} - Y_{it-1}$. Além disso, na equação 3, $\Delta DESEMP_{it-1}$ e $\Delta \varepsilon_{it}$ são correlacionados, e por isso, fez-se necessário o uso de uma variável instrumental – *TaxHaven*.

As hipóteses adotadas para a equação (3) implicam na validade das condições de momentos, a saber:

$$E[\Delta DESEMP_{it-s}, \Delta \varepsilon_{it}] = 0 \quad \text{para } t = 3, 4, \dots, T \text{ e } s \geq 2.$$

4.5.4 Modelos de dois estágios de Heckman (1979)

Com a finalidade de testar a validade da variável instrumental *TaxHaven*, utilizou-se o modelo de dois estágios de Heckman (1979) para estimação, mitigando o problema de autosseleção e endogeneidade. Entende-se que esse modelo é adequado, uma vez que na amostra, as empresas estatais investigadas não são definidas aleatoriamente, o governo com base em estratégias políticas e de desenvolvimento as escolhem (Bazuchi et al. 2013; Xavier, Bandeira-de-Mello, e Marcon 2014), o que é considerado como problema de autosseleção.

Assim, o modelo propõe dois estágios para tratar essa questão: 1-especificar o modelo de autosseleção, usando os argumentos da teoria econômica/de finanças como suporte para explicar porque alguns indivíduos se autosselecionam, enquanto outros não, por meio de um conjunto de características destes indivíduos; 2 – vincular as variáveis aleatórias que influenciam a autosseleção desses indivíduos à variável dependente *DESEMP*.

No primeiro estágio do modelo, são estimados os parâmetros da população a partir de uma subamostra autosselecionada, usando como valores preditos em uma regressão *probit*, denominada como equação de seleção, que classifica os indivíduos, a partir de um conjunto de variáveis consideradas exógenas (Heckman, 1979). Como neste trabalho o propósito é avaliar o efeito da Propriedade Estatal direta e indireta, duas equações são estimadas levando em consideração esses dois tipos de propriedade. A variável estatal *ESTADO* assume o valor 1 se possui qualquer dos tipos de participação estatal e 0 caso contrário, conforme a seguinte esquematização:

$$DESTADO_{it}^* = \alpha + \pi_1 TAXHAVEN_{it} + \pi_2 Z_{it} + \mu_{it} \quad (4)$$

Em que: *TAXHAVEN* é uma variável binária que assume valor (1), se a multinacional possui subsidiárias em paraísos fiscais, e (0), caso contrário. O vetor Z_{it} representa um conjunto de variáveis relacionadas às características observáveis da empresa que podem afetar a probabilidade da empresa possuir ou não a Propriedade Estatal *ESTADO*, e a variável μ_{it} representa o termo do erro aleatório.

A partir desse estágio, é calculado o IMR (do inglês, *Inverse Mills Ratio*), cuja significância indica problema de autosseleção no modelo, o qual é, então, utilizado como variável de controle para estimação do segundo estágio (Pan et al. 2014a). No segundo estágio, uma vez que a empresa seja participante da autosseleção, a equação estimada utiliza a

variável *DESEMP* como dependente, que é o foco deste estudo. A equação do segundo estágio do modelo de Heckman é representada da seguinte forma:

$$DESEMP_{it} = \beta_1 X_{it} + \beta_2 ESTADO_k + \beta_3 ano + \beta_4 inttec + \Delta \varepsilon_{it}$$

Em que: *DESEMP* corresponde às medidas de desempenho da multinacional (ROA ou ROE); *ESTADO* representa a variável binária de Propriedade Estatal; X_{it} representa o vetor de características observáveis da multinacional que afetam o desempenho, e a variável ε_{it} representa o termo do erro aleatório.

5 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Nesta seção serão apresentados os resultados obtidos pelas análises realizadas neste trabalho. A primeira parte apresenta as análises descritivas dos dados. Na segunda parte, são apresentados os resultados das regressões realizadas, as discussões e a confirmação das hipóteses delineadas.

5.1 Estatísticas descritivas das variáveis de desempenho

As estatísticas descritivas das variáveis dependentes (ROA e ROE) podem ser observadas na Tabela 3. Nota-se que o retorno sobre os ativos nas empresas analisadas ao longo do período apresentou média de 4,8 ao passo que o retorno sobre o patrimônio líquido apresentou em média 10,47. Os dados indicam que as empresas têm apresentado, de maneira geral, rentabilidade positiva, conseguindo obter um lucro superior aos ativos totais da firma, e maior ainda sobre o capital investido. Em se tratando da análise da média desses indicadores, percebe-se que ou a maioria das empresas analisadas tiveram no período retornos positivos no período, sugerindo uma homogeneidade dos dados, ou que algumas empresas em anos específicos podem ter apresentado rentabilidade supernormal de tal forma que tenha interferido na média, sugerindo uma heterogeneidade das observações analisadas.

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas do Desempenho Financeiro das Multinacionais Brasileiras no período de 2000 a 2015.

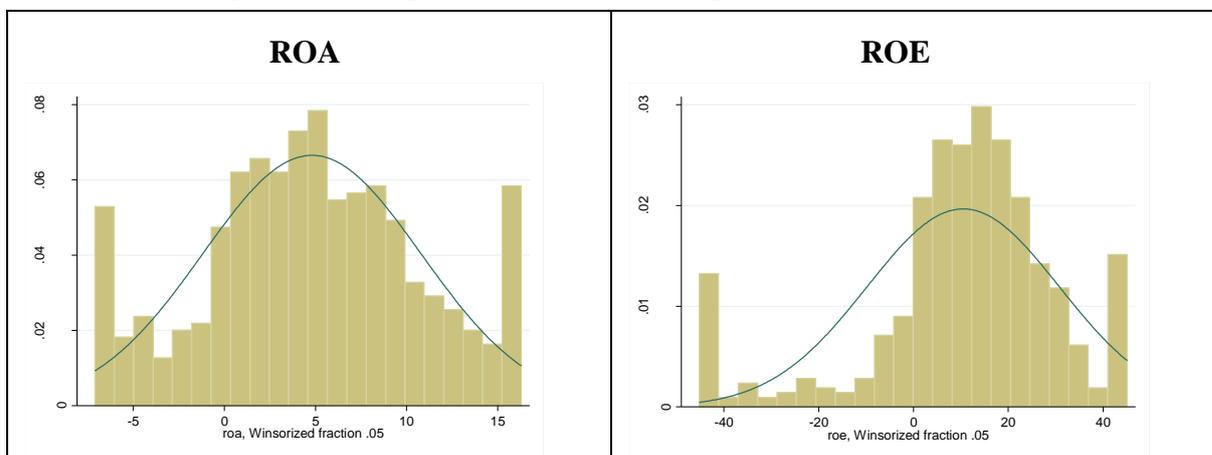
Estatística Descritiva	Retorno sobre o Ativo (ROA)	Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)
Média	4,805825	10,47903
Desvio-Padrão	5.994408	20.28982
Assimetria	-0.0300838	-1.001552
Curtose	2.553874	4.392375
Variância	35.93292	411.6766
Máximo	16.3	45.09
Mínimo	-7.1	-45.19

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

A confirmação dessas pressuposições pode ser obtida ao se analisar o desvio padrão, medida que mostra a dispersão dos dados. Nota-se que a dispersão do ROA é de 5,99 e do ROE de 20,99, que mostram a heterogeneidade das firmas. A dispersão é confirmada pela análise dos valores máximo e mínimo observados. Com relação ao ROA, nota-se que a amplitude dos dados vai de -7,1 até o valor máximo de 16,3, enquanto o ROE apresenta ainda maior amplitude, variando de -45,09 até 45,19. A heterogeneidade dos dados, não deve, contudo, representar problemas para a análise de causa e efeito por meio da regressão, uma vez que dados muito homogêneos não captariam as diferentes nuances específicas da variação da empresa e do setor, por exemplo.

As estatísticas de curtose e assimetria mostram a dispersão dos dados em relação à media, numa distribuição normal, a assimetria mostra o parelhamento dos dados e a curtose o achatamento. Os resultados da assimetria e curtose das variáveis dependentes mostram um pequeno desvio da normal que pode ser melhor percebido na análise dos histogramas, Figura 3.

Figura 3 - Histograma das Variáveis Dependentes ROA e ROE.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Além dos desvios assimetria e curtose, o histograma também evidencia uma alta frequência nos extremos da cauda de normalidade, abaixo de -5 e acima de 15 para o ROA e abaixo de -40 e acima de 40 para o ROE. A concentração desses valores nos extremos sugere a não normalidade das variáveis analisadas, contudo os resultados do teste de Shapiro Wilk (TABELA 4) e Shapiro Francis mostram os dados do p-valor das variáveis, o que torna possível a confirmação de normalidade para a variável ROA a 5% e a sua utilização no modelo de estimação OLS para confirmação da 1ª hipótese. As demais hipóteses serão avaliadas por estimação generalizada, que assume a existência de heterocedasticidade entre os resíduos (Everitt, 2005; Nelder & Baker, 2006).

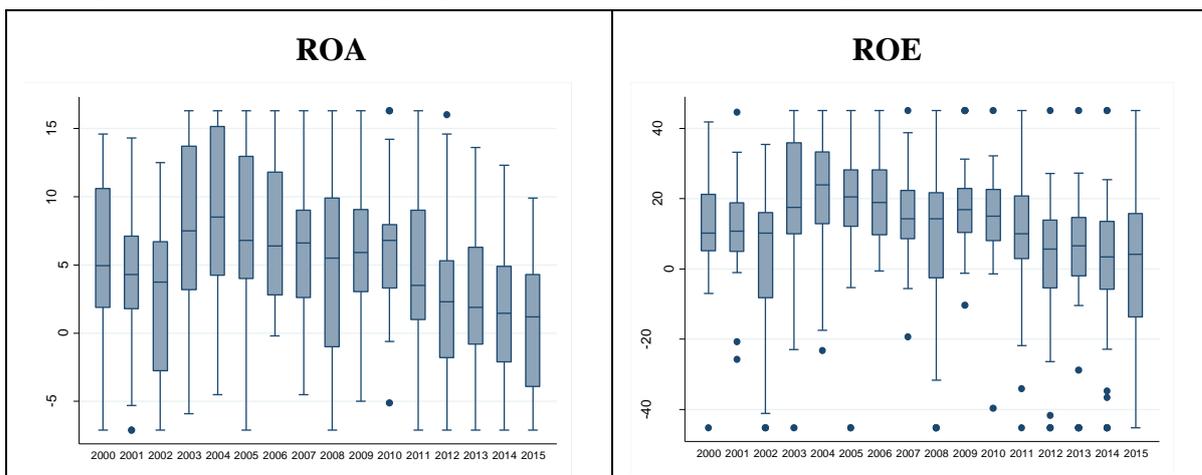
Tabela 4 - Resultados do Teste de Shapiro Wilk e Shapiro Francis para normalidade de ROA e ROE.

	ROA (<i>p-valor</i>)	ROE (<i>p-valor</i>)
Shapiro Wilk	0,09252	0,00000
Shapiro Francis	0,10658	0,00001

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

A análise de *outliers* também foi realizada com a finalidade de identificar valores discrepantes que pudessem vir a interferir nos resultados. Além da análise visual, por meio do gráfico de *box-plot* e por meio do gráfico de dispersão dos resíduos, realizou-se as estatísticas de resíduos padronizados e studentizados, assim como a distância de Cook's nas duas variáveis. A Figura 4 mostra o gráfico *box-plot* no período analisado após a exclusão das observações discrepantes. Vê-se que, de fato, a variável ROE apresenta muitas observações discrepantes, questão que pode vir a prejudicar a normalidade, contudo o teste de Cook's não sinalizou para nenhuma observação que pudesse vir a afetar os resultados da regressão, assim, optou-se por manter tais observações na análise.

Figura 4 - Gráficos box-plot para as variáveis ROA e ROE após análise dos outliers.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Tendo analisado todas as questões inerentes às variáveis dependentes, foram feitos os mesmos testes para as variáveis independentes.

5.2 Estatísticas descritivas das variáveis independentes

Inicialmente, as estatísticas descritivas para as variáveis independentes (TABELA 5) identifica as variáveis de controle, com exceção da variável *endividamento*, apresentam certa homogeneidade em relação à média, uma vez que todas apresentaram desvios baixos ou próximos de zero, apenas o *endividamento* com um desvio alto, aproximadamente 15,13, o valor mínimo observado foi de 31,6% e o valor máximo de 93,4%. Os resultados também evidenciam que as variáveis apresentam um desvio em relação à média numa distribuição normal.

Tabela 5 - Estatísticas Descritivas das Variáveis de Controle e Propriedade Estatal.

Variáveis Independentes	Estatísticas						
	Média	Desvio	Assimetria	Curtose	Var	Max	Min
<i>Variáveis de Controle</i>							
• Tamanho (AT)	3,48e+07	7,62e+07	3,078267	11,671	5,80e+15	3,51e+08	296084,2
• Endividamento	62,287	15,128	0,101	2,468	228,869	93,4	31,6
• Intangibilidade	3,042	3,939	2,825	10,910	15,514	19,274	0,190
• Cresc.Receita	289968,7	0,3860	363988,5	1,4637	1,32e+11	800396	-92749,7
• Liquidez	1,7652	0,649	0,775	3,376	0,421	3,570	0,671
<i>Propriedade Estatal (%)</i>							
• Direta	3,5343	13,4737	3,6807	14,9915	181,542	84,0398	0
• Indireta	14,6694	22,2687	1,9149	6,2317	495,8967	99,0865	0
• Dummy Direta	0,126	0,332	2,251	6,067	0,1104	1	0
• Dummy Indireta	0,522	0,499	-0,089	1,007	0,249	1	0
<i>Variável Instrumental</i>							
• Paraíso Fiscal	0,266	0,442	1,059	2,121	0,195	1	0

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

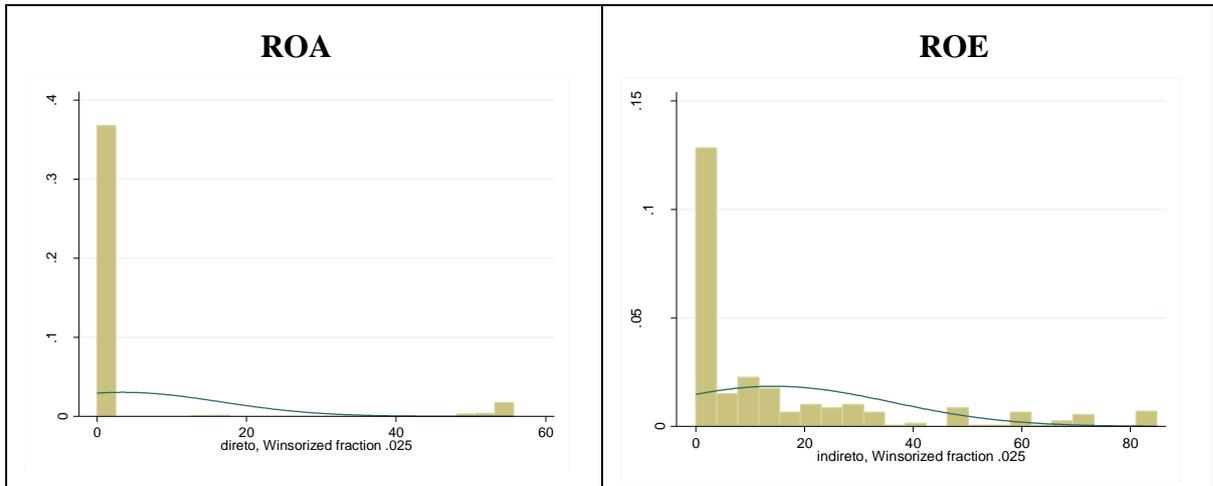
Com relação às variáveis de investigação, a Propriedade Estatal direta e indireta, pode-se perceber que a média da propriedade direta é de 3,53% e a da indireta é 14,66%. As duas variáveis apresentam um desvio alto em relação à média, fato que é explicado pela heterogeneidade dos investimentos das instituições públicas, uma vez que nem todas as empresas são alvo de investimento ou de interesse do setor público.

O valor mínimo de ambas as variáveis de Propriedade Estatal é de 0, observado naquelas empresas que não possuem nenhum tipo de Propriedade Estatal em sua composição acionária no período analisado. Todavia, o valor máximo da propriedade direta é de 84,03%, que corresponde à Petrobras, no ano de 2000, cujo controle era concentrado pelo governo federal.

Já o valor máximo da Propriedade Estatal indireta chegou a 99,08%, valor correspondente à empresa Oi, no período de 2004 a 2006, de controle da Brasil Telecom, sucedida pela Coari Participações com controle majoritário concentrado com aproximadamente 79,6% das ações ordinárias. A Coari, por sua vez, era 100% controlada pela Telemar (atualmente Oi), a qual deteve o controle acionário da empresa Oi até maio de 2014.

A assimetria e a curtose dessas variáveis também não evidenciam normalidade da distribuição, o que era de se esperar, dada a heterogeneidade observada. As Figuras 5 e 6 mostram o histograma das variáveis de Propriedade Estatal e a distribuição destas, segundo o desempenho ao longo do tempo, respectivamente.

Figura 5 - Histograma da Propriedade Estatal Direta e Indireta das Multinacionais Brasileiras no período de 2000 a 2015.



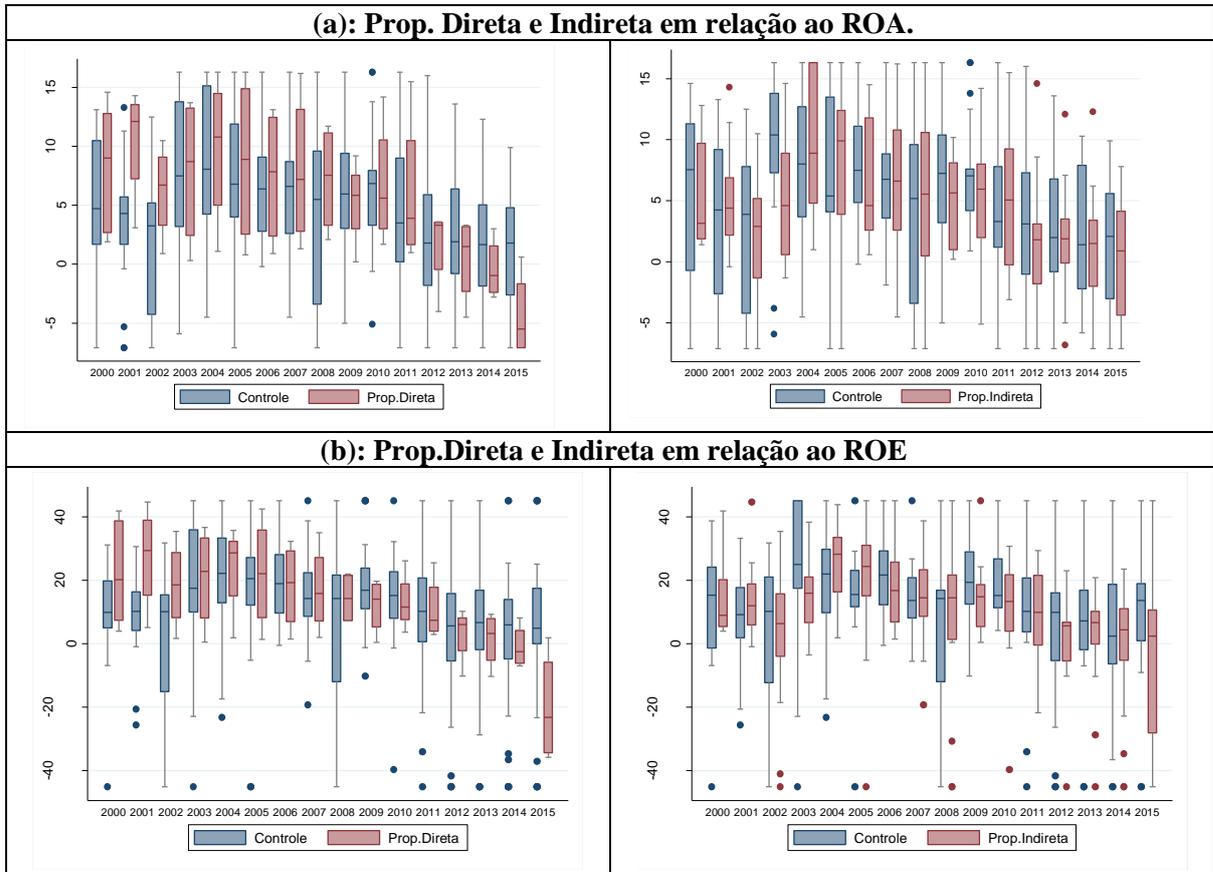
Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

O histograma mostra claramente que não há normalidade nas variáveis de Propriedade Estatal, havendo maior incidência dessas variáveis no primeiro extrato, logo acima do zero, indicando que o governo e as instituições públicas possuem um percentual pequeno de ações nas empresas analisadas. Poucos são os casos em que o governo possui mais de 50% do controle acionário das firmas.

Analisando a Propriedade Estatal por desempenho, Figura 6, definiu-se uma variável *dummy* para a existência de Propriedade Estatal e optou-se por tabular o gráfico *box-plot* em relação ao desempenho ROA na Figura 6a e ROE na Figura 6b. Nota-se que, em relação às empresas que possuem Propriedade Estatal direta, tendem a seguir a mesma tendência (queda) que as empresas do grupo de controle (empresas que não possuem a Propriedade Estatal em análise – valor 0 na *dummy*), exceção apenas para os anos de 2001, 2002 e 2015, em que se percebe uma diferença entre o desempenho do grupo de controle, e do grupo com Propriedade Estatal direta.

A mesma percepção se tem ao analisar as empresas de propriedade indireta, em relação do grupo de controle, ou seja, a presença de controle acionário de instituições públicas, visualmente não indicam diferenças significativas sobre as medidas de desempenho analisadas, ROA e ROE.

Figura 6 - Gráfico box-plot da Propriedade Estatal por Desempenho no período de 2000 a 2015.



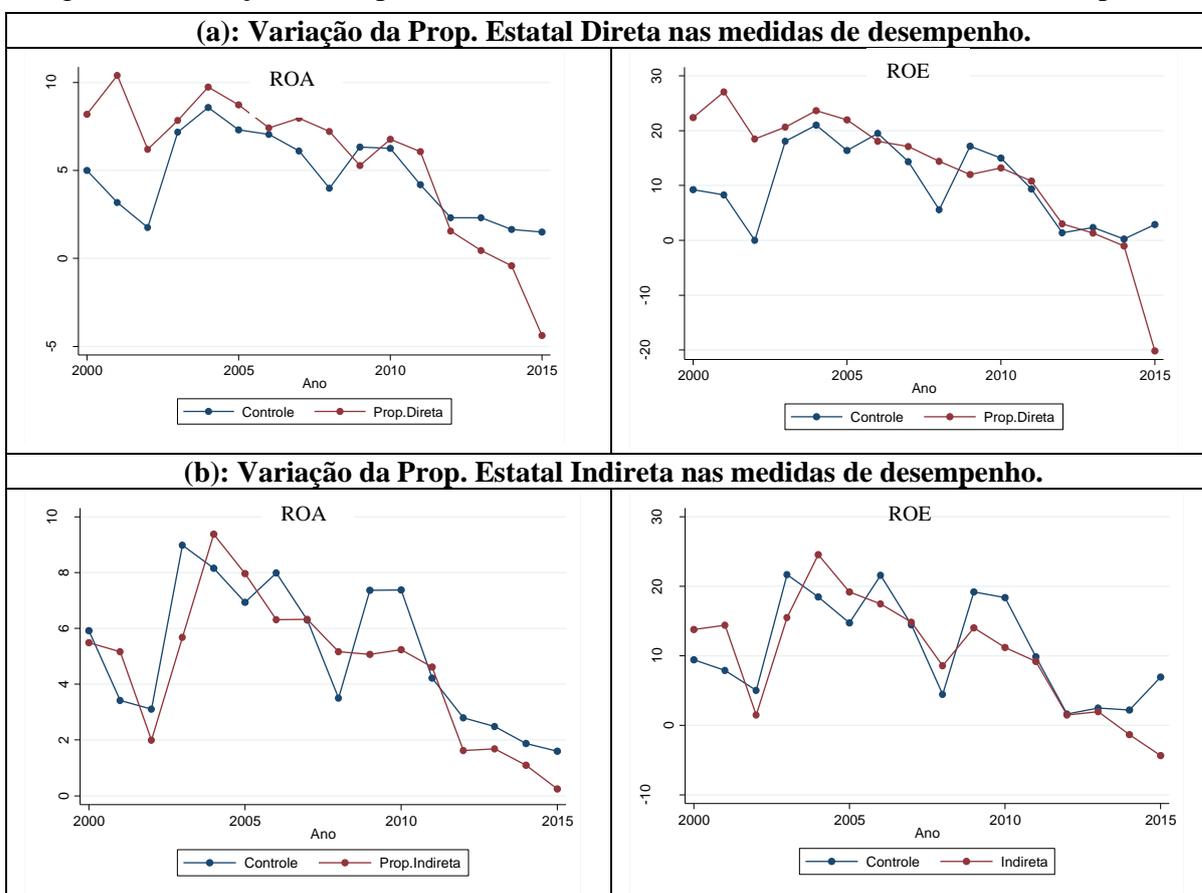
Fonte: Elaborado pela autora da tese.

A Figura 7, analisada nesta seção, mostra a variação do desempenho nos grupos de controle e de Propriedade Estatal comparativamente no período analisado, a Figura 7a apresenta a Propriedade Estatal direta em relação ao ROA e ROE, evidenciando que a tendência no desempenho das que possuem Propriedade Estatal direta é a mesma que o grupo de controle. Além disso, é possível observar que as empresas com propriedade direta, apresentaram desempenho superior ao desempenho das empresas de propriedade indireta, durante quase todo o período de análise, com exceção do ano de 2009, e a partir de 2013, em que se pode verificar uma queda mais acentuada nas empresas de Propriedade Estatal que no grupo de controle.

Com relação à Propriedade Estatal indireta, Figura 7b, também é possível perceber uma coerência dos desempenhos ROA e ROE tanto no grupo das empresas de propriedade indireta quanto no grupo de controle, percebe-se que, até 2002, as empresas tiveram queda no desempenho, seguida de forte elevação até 2004. Após esse período, nota-se uma queda no desempenho dos dois grupos, com uma reação apenas em 2009, o qual é precedido por novos períodos de queda no desempenho.

De maneira geral, é possível se observar uma tendência geral de queda nos gráficos ilustrados, porém nota-se alguns períodos de crescimento do desempenho, como de meados de 2002 até 2005, depois, posteriormente, a partir de 2008 até 2010. O primeiro período pode ser explicado pela política industrial adotada à época, PITCE, no primeiro mandato do ex-presidente Lula, período em que houve um investimento significativo em inserção externa. O segundo período de crescimento pode ser justificado pela crise vivenciada no mercado internacional, período propício para aumento dos investimentos no exterior das multinacionais brasileiras.

Figura 7 - Variação da Prop. Estatal Direta (a) e Indireta (b) nas medidas de desempenho.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

5.3 Resultados da regressão linear

Analisando a correlação entre as variáveis independentes e dependentes, na Tabela 6, nota-se a significância entre as variáveis predictoras e a dependente, e a existência de multicolinearidade entre um par de variáveis predictoras, indicando haver uma proximidade

forte entre elas, a qual tende a elevar os erros-padrão obtidos nas equações de regressão (Gujarati, 2006).

Os principais resultados dessa Tabela mostram que as duas variáveis dependentes apresentam correlação significativa com todas as variáveis de controle, com exceção do Tamanho mensurado pelo Ativo Total. Além disso, vê-se que as duas variáveis de Propriedade Estatal não apresentam relação direta com as variáveis dependentes de desempenho, mas, sim, com as demais preditoras, todavia é possível se perceber que o único coeficiente que poderia indicar multicolinearidade seria entre as variáveis Tamanho e a Propriedade Estatal Direta, todavia a multicolinearidade foi, posteriormente, calculada pelo fator de inflação de variância (VIF), o qual é apresentado no Anexo 5. Assim, tendo avaliado os coeficientes de correlação, passou -se a estimar os modelos de regressão lineares para teste da 1ª hipótese.

Tabela 6 - Matriz de Correlação entre as variáveis dependentes e as preditoras.

	ROA	ROE	TAM	ENDIV	INTAN	C.REC	LIQUID	DIRET	INDIR
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1)	1,0000								
(2)	0,878***	1,0000							
(3)	-0,014	-0,019	1,0000						
(4)	-0,460***	-0,301***	-0,187***	1,0000					
(5)	0,334***	0,311***	-0,168***	0,131***	1,0000				
(6)	0,163***	0,148***	0,238***	-0,0016	0,019	1,0000			
(7)	0,211***	0,153***	-0,109***	-0,324***	-0,023	-0,11***	1,0000		
(8)	-0,0199	-0,021	0,775***	-0,198***	-0,140***	0,160***	-0,134***	1,0000	
(9)	-0,0471	-0,025	0,176***	-0,003	-0,168***	0,074*	-0,132***	-0,0015	1,0000

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

Os modelos estimados nesta seção, têm como propósito responder à primeira hipótese delineada, em que a Propriedade Estatal indireta apresenta relação endógena com o desempenho ROA e ROE das empresas analisadas. Torna-se importante ressaltar que neste trabalho não foi testada a endogeneidade da Propriedade Estatal direta, uma vez que entende-se que as variações do desempenho, independentemente se positiva ou negativa, não influenciam a participação estatal, uma vez que as intenções governamentais para participação societária nessas empresas possuem interesses políticos e sociais. Assim, foram estimados dois modelos para cada variável de desempenho (ROA e ROE), considerando a estimação pelo efeito fixo e pelo aleatório.

Os resultados da regressão com inserção da Propriedade Estatal indireta testando para efeito aleatório ou fixo se encontram na Tabela 7. Os testes de Hausman indicam que as equações estimadas com efeito aleatório (1.1; 2.1) são mais adequados para análise. O teste de Hausman, apresenta hipótese nula em que a diferença entre os parâmetros dos modelos aleatórios e fixos não são sistemáticos, hipótese que é rejeitada em presença de significância do teste. Dessa forma, podemos afirmar que a diferença entre os parâmetros dos modelos fixos e aleatórios não são relevantes (Cameron; Trivedi, 2009).

Além disso, dentre as equações estimadas, é possível verificar que a Propriedade Estatal indireta em nenhum modelo estimado foi significativa sobre o desempenho das empresas. O teste de Hausman, também não foi significativo, indicando que o modelo aleatório seria mais apropriado.

Tabela 7 - Regressão Linear entre desempenho e Prop. Estatal Indireta.

(Continua)

	ROA Aleatório	ROA Fixo	ROE Aleatório	ROE Fixo
	(1.1)	(1.2)	(2.1)	(2.2)
Tamanho	-0,18796126	-0,1866805	0,29658073	-2,0318134
Endividamento	-0,18469515***	-0,2003487***	-0,39059191***	-0,50559334***
Intangibilidade	0,50270088***	0,45289868***	1,805034***	1,5813983***
Crec.Receita	2,741e-06***	2,433e-06***	7,590e-06***	6,934e-06***
Liquidez	0,57979549*	0,34957528	2,6970788**	1,6748905
Prop. Indireta	-0,00879447	-0,00734823	-0,02702033	-0,01512182
Ano				
2001	-0,12628817	0,10994866	2,5377096	3,5569815
2002	-1,8662291	-1,423632	-6,8407936	-4,4755541
2003	1,3698869	1,8900559*	4,3338177	7,087686
2004	2,2415507**	2,9083591***	5,7225051	8,7631763**
2005	0,96139403	1,6156616	0,964459298	4,3248971
2006	0,59358052	1,331311	2,8913445	6,9238414
2007	-0,52593404	0,21801507	-2,0914119	2,3200093
2008	-0,06629045	0,6593504	-3,5169252	1,5782772
2009	1,1777136	1,7919484	4,6457601	9,4457056**
2010	0,42027766	1,1324348	0,40712846	5,7377132
2011	-0,22682125	0,36777482	-1,381445	3,5560037
2012	-2,4572551**	-1,7860492	-10,349745**	-4,8179039
2013	-1,9409373*	-1,250088	-7,9216329*	-2,1610757
2014	-1,6726312	-0,99604533	-7,5036494*	-1,6099096
2015	-2,14473943*	-1,4546976	-7,2321036	-1,2057597
Int.Tecnológica				
2	0,9089982	-	3,329974	-
3	1,2917787*	-	6,5430941***	-
4	1,7451074*	-	5,4454664*	-

Tabela 7 - Regressão Linear entre desempenho e Prop. Estatal Indireta.

(Conclusão)

	ROA Aleatório	ROA Fixo	ROE Aleatório	ROE Fixo
Constante	15,635478***	17,412742**	16,746163	62,160367*
R2		0,48		0,35
Chi2	432,21***		228,99***	
F		19,52***		11,31***
Hausman		11,32 ^{n/s}		6,35 ^{n/s}

Nota: N = 496; n/s: não significativo; * p<.1; ** p<.05; *** p<.01. Apresentam-se, na Tabela 7, os resultados das regressões linear efeito aleatório e fixo para as variáveis de desempenho ROA e ROE com a inclusão da Propriedade Estatal indireta pelo percentual de ações de posse de instituições públicas, como os bandos de desenvolvimento e os fundos de pensão.

Embora o teste de Hausman indique a possível existência de endogeneidade nas equações estimadas por não apresentar diferença significativa entre os parâmetros dos modelos fixos e aleatórios, torna-se necessária a realização de testes mais robustos para a confirmação do problema de estimação. Para isso, conforme Wooldridge (2002), a endogeneidade das equações estimadas pode ser confirmada ao se calcular a matriz de correlação entre os resíduos estimados das equações e as variáveis preditoras endógenas. A Tabela 8 apresenta os resultados da correlação entre os resíduos dos modelos de efeito aleatório das equações 1.1, 2.1 (TABELA 7) e a Propriedade Estatal indireta. Nota-se que apenas na Equação 1.1 (TABELA 7) há a correlação entre o resíduo e a variável de Propriedade Estatal, sugerindo haver endogeneidade na relação apenas neste modelo.

Tabela 8 - Correlação entre os resíduos das equações 1.1, 2.1 e a Propriedade Estatal Direta e Indireta.

	RES (1.1)	RES (2.1)
Prop. Estatal Indireta	-0,0767*	-0,0479

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01.

Os resultados não confirmam a hipótese 1, pois não houve no modelo MQO relação entre a Propriedade Estatal indireta e qualquer uma das medidas de desempenho analisadas, contudo, os resultados confirmam a hipótese 2, demonstrando haver endogeneidade no modelo 1.1 da propriedade indireta e o ROA. Embora, parte dos resultados indicam não haver problema de endogeneidade nas equações estimadas pelo MQO, ainda há de se apontar a possível existência de autosseleção, uma vez que dentre as empresas da amostra, aquelas com Propriedade Estatal, seja direta ou indireta não foram selecionadas, aleatoriamente, pelo governo (Bandeira-de-Mello 2014; Bazuchi et al. 2013; Xavier, Bandeira-de-Mello, e Marcon

2014). Assim, passa-se a analisar estimações mais robustas que permitem o tratamento devido desta questão, como o modelo de Heckman (1979) discutido na seção 4.5.4 da metodologia.

5.4 Resultados do painel dinâmico - Modelos Arellano/Bover e Blundell/Bond

Dada a inconsistência dos resultados quanto à existência de endogeneidade entre as variáveis Propriedade Estatal e o desempenho das firmas analisadas, passa-se então para as estimações que investigam essa questão de forma mais robusta. O primeiro dentre eles, o modelo de Arellano/Bover Blundell/Bond, usa condições momentâneas e diferenças defasadas como instrumentos para a equação de nível em adição às condições de momento de níveis defasados como instrumentos para a equação diferenciada. Em outras palavras, o modelo admite que tanto a variável dependente como a variável endógena podem ser utilizadas como instrumentos pela inclusão de seus níveis defasados (You e Solomon 2015).

Por se tratar de um método de momentos generalizados, não admite a inclusão das variáveis de efeito ano e de setor, por serem variáveis de fator, as quais foram adicionadas nos últimos modelos de Heckman. Optou-se, contudo, por manter esses modelos de painel dinâmico para capturar o efeito da Propriedade Estatal de forma contínua sobre o desempenho das firmas analisadas.

Então foram estimadas quatro equações, representadas na Tabela 9, e estimadas, primeiro, as variáveis de desempenho ROA e ROE sob a influência da Propriedade Estatal Direta (modelos 3.1 e 3.2) e, posteriormente, as variáveis de desempenho ROA e ROE sob a influência da Propriedade Estatal Indireta (modelos 4.1 e 4.2). Todas as equações foram estimadas a um nível de 95% de confiança, dentro de um nível máximo de autocorrelação, com realização de testes para colinearidade entre as variáveis preditoras, utilizando-se o estimador robusto de Windmeijer (2005), mais adequado para esses modelos e possibilita comparações entre os parâmetros. Foram utilizados até 2 períodos de defasagens das variáveis dependentes, além disso, o modelo utiliza a variável Tax Heaven como instrumento para a equação em nível.

Uma das restrições do modelo de Arellano/Bover e Blundell/Bond é que ele não elimina, necessariamente, a correlação serial de primeira ordem dos resíduos (Villalonga 2004; You e Solomon 2015), por isso, utilizou-se o teste de Arellano-Bond o qual testa a correlação serial para os resíduos na primeira diferença (Cameron e Trivedi, 2005). Duas equações são estimadas nesse modelo, a equação diferenciada, que utiliza além da defasagem

da variável dependente e a defasagem das variáveis preditoras, neste trabalho, utilizou também a variável *TaxHaven* para controle da endogeneidade do resíduo.

A segunda equação, definida como equação em nível, estima, então, as variáveis preditoras exógenas, a variável de tratamento e a instrumental *TaxHaven*. Sob a hipótese nula de ausência de correlação serial de segunda ordem nos distúrbios em primeira diferença, verificou-se que nenhum dos modelos apresentou correlação nos distúrbios em nível (Cameron e Trivedi, 2005).

Por fim, também foi verificado, por meio do teste de Hansen, a validade do sobreajustamento (*overfit*) dos instrumentos, cujo poder estatístico tende progressivamente para zero com o aumento do número de variáveis instrumentais incorporadas pelo estimador (Roodman, 2009). A hipótese nula, atesta para o fato de que a sobreidentificação dos instrumentos é válida, condição legitimada em todas as estimações realizadas, considerando um teste de significância de 5%.

Tendo satisfeito todas as condições de estimação, passa-se a analisar os parâmetros obtidos. Vê-se que as equações estimadas apresentam coerência com o modelo proposto, uma vez todas as variáveis de controle foram significativas sobre o desempenho e apresentaram mesmo sentido em todos os modelos estimados, com exceção da variável Tamanho. Além disso, nota-se que a defasagem das variáveis dependentes também foi significativa em todos os modelos.

O Tamanho da empresa, apresentou sinal negativo e significativo, contrariando as expectativas, porém evidenciando que a rentabilidade da firma não está atrelada ao seu total de ativos. Essa relação não esperada, sugere que as firmas podem ter deseconomias de escala, em acordo com a racionalidade por trás do efeito tamanho discutido desde (Banz 1981; Chan, Chen, e Hsieh 1985; Roll 1982), e, mais recentemente, especificamente em estudos de performance e estruturas de capital, evidenciados por (Goldeng, Grünfeld, e Benito 2008; C.-C. Hsu e Boggs 2003).

Embora alguns autores defendem que um certo nível de endividamento nas firmas pode resultar em possível rentabilidade, devido aos benefícios do uso da dívida para cobrir eventuais custos (Myers 1995), os resultados deste trabalho mostram que o endividamento excessivo pode gerar ineficiências à firma, assim como argumentado em The World Bank, (2014). Sabe-se que as empresas brasileiras, de maneira geral, tendem a suprir suas necessidades financeiras, preferencialmente, por meio de capital de terceiros (Mamede et al. 2017), e em se tratando de empresas estatais, tendo em vista que o custo do financiamento é relativamente baixo, pois são subsidiadas pelos bancos públicos e pelo governo (Bass e

Chakrabarty 2014; Choi, Sami, e Zhou 2010), é de se esperar que a firma tenha maior endividamento que as demais, todavia os resultados mostram que essa relação capital de terceiros por capital próprio não tem sido revertida em rentabilidade, ao contrário, tem prejudicado o desempenho das firmas analisadas.

Com relação à intangibilidade, os resultados confirmam as evidências já encontradas pelos pressupostos da Visão Baseada em Recursos, quanto à relevância desse ativo estratégico para a manutenção da vantagem competitiva das firmas (Carvalho, Kayo, e Martin 2010; Kayo, Patrocínio, e Martin 2009; Villalonga 2004). Os resultados também confirmam as evidências sobre a relevância dos ativos intangíveis para as empresas multinacionais, uma vez que essas competências ajudam as empresas a entrarem em mercados internacionais por meio de estratégias de diferenciação difíceis de serem copiadas pelos concorrentes (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012), mas que têm significativo impacto sobre o desempenho das firmas.

Tabela 9 - Resultados do Painel Dinâmico.

	ROA (3.1)	ROE (3.2)	ROA (4.1)	ROE (4.2)
L1.ROA	0,3199***	-	0,3551***	-
L1.ROE	-	0,2159**	-	0,1950*
Controle				
Tamanho	-3,99e-08***	-1,08e-07***	-3,43e-08**	-9,52e-08**
Endividamento	-0,0760***	-0,1992*	-0,0810***	-0,2232*
Intangibilidade	0,4620***	1,3405***	0,5022***	1,4554***
Cresc. Receita	3,52e-06***	7,93e-06**	3,51e-06***	7,18e-06**
Liquidez	2,8499***	7,4008**	2,5712***	7,5187*
Propriedade Estatal				
Direta	0,1441**	0,3342**	-	-
Indireta	-	-	0,0552***	0,1509*
Tax Haven	3,3933 ^{n/s}	11,2664*	2,8383 ^{n/s}	9,9824 ^{n/s}
N Observações	459	459	459	459
N Grupos	35	35	35	35
N instrumentos	121	121	121	121
Wald X2	318,31***	145,81***	314,67***	141,54***
AR(2)	-1,0316 ^{n/s}	-0,9602 ^{n/s}	-1,0867 ^{n/s}	-1,0826 ^{n/s}
Teste Sargan/Hansen	29,9897 ^{n/s}	28,2063 ^{n/s}	27,0101 ^{n/s}	29,5067 ^{n/s}

Fonte: Elaborada pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * n/s: não significativo; p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Apresentam-se, na Tabela 9, os resultados das regressões de painel dinâmico para verificar se é efetiva a presença de Propriedade Estatal Direta, pelo governo federal, e Indireta, por meios de bancos públicos ou fundos de pensão, sobre o desempenho, mensurado pelo ROA e ROE das multinacionais brasileiras. Para tanto, foram utilizadas as defasagens

das variáveis preditoras e das variáveis de desempenho nas equações diferenciadas de cada modelo. Na equação em nível, utilizou-se dos mesmos instrumentos acrescido da existência de subsidiárias em paraísos fiscais da firma i no ano t .

Além destes, verificou-se que o crescimento da receita líquida também se mostrou significativo e positivo sobre o desempenho, confirmando os pressupostos teóricos que o aumento na receita tende a aumentar a rentabilidade das firmas (Gitman, 2004; Matarazzo, 2010; Assaf Neto, 2012). A liquidez corrente, também apresentou um efeito considerável, corroborando muitas evidências empíricas que explica que a liquidez fornece um indicador de capacidade da empresa de pagar suas dívidas, a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades (Gitman, 2004; Matarazzo, 2010; Assaf Neto, 2012), assim os resultados evidenciam que as firmas que possuíram maior disponibilidade de ativos circulantes em detrimento aos seus passivos de curto prazo, foram capazes de obter maior solvência.

Todavia, os principais resultados que são foco de investigação neste trabalho estão relacionados à relação entre a Propriedade Estatal e o desempenho, e a relação entre a variável *Tax Haven* e a Propriedade Estatal direta e indireta. Os resultados mostram que, em todos os modelos estimados, a Propriedade Estatal *Direta* (modelos 3.1 e 3.2) e *Indireta* (modelos 4.1 e 4.2) apresentou uma relação positiva com o desempenho das firmas, seja mensurado por meio do ROA ou pelo ROE. Isso significa que a Propriedade Estatal alavancou a rentabilidade das multinacionais, independentemente das divergências quanto aos objetivos das modalidades de Propriedade Estatal (Du e Boateng 2014; Al Farooque et al. 2007; Okhmatovskiy 2010) ou do conflito de interesses entre o governo e os demais acionistas da firma (Boardman e Vining 1989; Lindsay 1976; Qi, Wu, e Zhang 2000; Z. Wei e Varela 2003; Z. Wei, Varela, e Hassan 2002; A. Zhang, Zhang, e Zhao 2002).

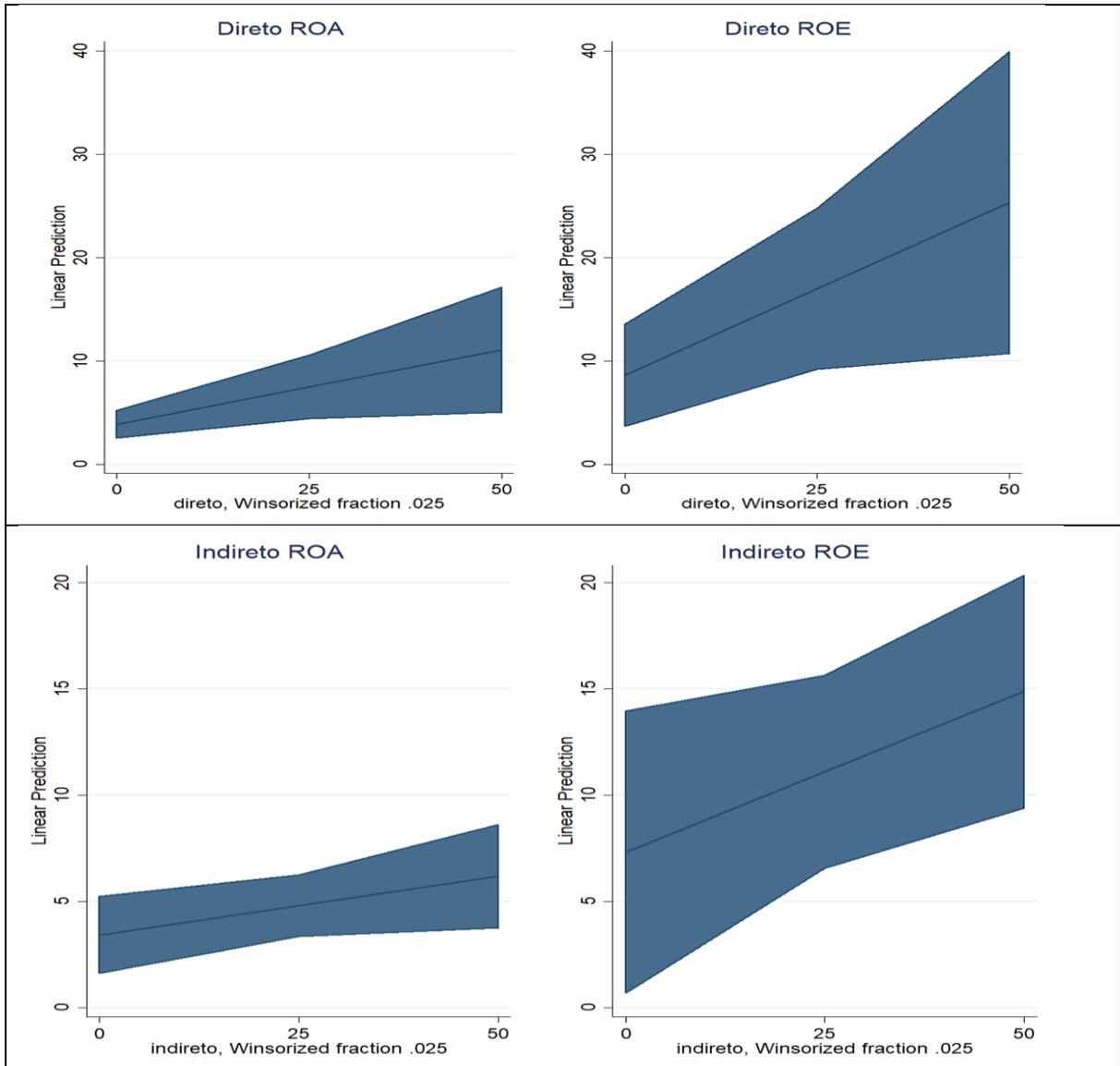
Inicialmente, nota-se que os parâmetros da Propriedade Estatal *Direta* são superiores aos parâmetros da estatal *Indireta* sobre o desempenho, mostrando a presença mais ativa do governo federal ao impulsionar o desempenho da firma. Os resultados mostram que, em presença de Propriedade Estatal *Direta*, o ROE da firma aumenta 33% (3.2), ao passo que a Propriedade Estatal *Indireta* aumenta essa proporção apenas em 15% (8.2). O efeito sobre o ROA também é perceptível, embora em menor proporção. Os modelos evidenciam que a estatal *Direta* aumenta a rentabilidade sobre os ativos em 14%, enquanto a *Indireta* em 5%, respectivamente. Essa constatação sugere que as instituições públicas, tais como BNDES e fundos de pensão de instituições públicas são capazes de gerar rentabilidade para as firmas, porém em menor proporção que o governo federal, o que não era esperado, uma vez que os

objetivos políticos e sociais inerentes ao governo federal são mais evidentes, já que é responsável pelo desenvolvimento de políticas sociais e econômicas (Brey, Marcon, e Bandeira-de-Mello 2009; Lazzarini 2015; Lazzarini e Musacchio 2011).

Esse resultado é importante, pois mostra uma faceta do governo federal não esperada, especialmente diante da influência de interesses políticos divergentes. Parece que, ao contrário do que se pressupunha, a análise dessas empresas brasileiras mostra que governo federal como acionista da firma não tem prejudicado a firma em termos financeiros, ao contrário, tem favorecido. Os resultados sugerem que possivelmente as firmas com maior controle do governo possuem suporte político direto (Q. Sun, Tong, e Tong 2002) e, com isso, obtêm acesso preferencial a subsídios financeiros e desfrutam de incentivos e isenções fiscais sobre sua produção (Bank 2014), se beneficiando de políticas industriais favoráveis (Lazzarini 2015). Essa contribuição é interessante tanto para a sociedade brasileira, ao evidenciar que o investimento público sobre as firmas tem gerado efeitos positivos, quanto para a academia, corroborando as discussões quanto ao favorecimento à concorrência desleal de firmas que possuem o governo como acionista.

Ainda é possível observar que os efeitos da Propriedade Estatal, seja *Direta* ou *Indireta*, sobre o ROE (3.2 e 4.2) são superiores aos efeitos da Propriedade Estatal sobre o ROA (3.1 e 4.1), indicando que a Propriedade Estatal favorece o aumento da relação lucro líquido/patrimônio líquido. A Figura 8 representa as margens da Propriedade Estatal direta e indireta ajustados sobre as medidas de desempenho ROA e ROE. Nota-se que a Propriedade Estatal, seja direta ou indireta, apresenta um efeito superior sobre o ROE, quando comparado ao ROA, porém fica evidente que os efeitos são positivos, ou seja, vê-se que, ainda que a Propriedade Estatal represente para as firmas objetivos distintos, dados os interesses políticos, o efeito é relevante sobre os desempenhos das firmas. Assim, dentre as hipóteses delineadas, somente é possível de se confirmar a H4 referente à Propriedade Estatal indireta, uma vez que ao contrário do que se esperava, a Propriedade Estatal direta tem um efeito positivo sobre o desempenho das MNE brasileiras, ao testar a hipótese H3.

Figura 8 - Efeito marginal do efeito da Propriedade Estatal direta e indireta sobre o desempenho das multinacionais brasileiras.



Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

5.5 Efeitos dos Paraísos Fiscais sobre a Propriedade Estatal

Os últimos modelos estimados neste trabalho buscam evidenciar o efeito da existência de subsidiárias localizadas em paraísos fiscais sobre a Propriedade Estatal direta e indireta. A validade desse instrumento foi analisada, inicialmente, pela matriz de correlação entre as variáveis, Tabela 10. Nota-se que a *Dummy* existência de subsidiárias em paraísos fiscais somente estão correlacionadas com as variáveis de Propriedade Estatal, e não com as medidas de desempenho, o que sugere que o instrumento paraíso fiscal seja um instrumento válido no modelo.

Tabela 10 - Matriz de Correlação entre as variáveis de desempenho, a Propriedade Estatal direta e indireta e a Dummy Paraíso Fiscal.

	ROA	ROE	Direta	Indireta
Paraíso Fiscal	-0,0311	-0,0296	0,1048**	0,1622***

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

A confirmação da validade, no entanto, ocorreu pela estimação das equações por meio do modelo de Heckman (1979) em dois estágios (modelos 5.1, 5.2, 6.1 e 6.2). Todos os modelos são significativos a 1% de confiança e evidenciam a forte relação positiva entre a variável paraíso fiscal e a Propriedade Estatal. Nesses modelos, foram inseridas variáveis *dummy* capturando o efeito ano e o efeito setor por meio da sua intensidade tecnológica.

As Tabelas 11 e 12 evidenciam os resultados encontrados no primeiro e segundo estágios respectivamente, do modelo. O objetivo dessas estimações é, tão somente, verificar a validade do instrumento paraíso fiscal sobre a Propriedade Estatal, tornando os modelos dinâmicos anteriores mais robustos. Porém, pode-se verificar que os resultados possibilitam, ainda, a constatação de novas evidências com relação à Propriedade Estatal e ao desempenho, frente ao efeito ano e setor, as quais seguem discutidas nesta seção.

Tabela 11 - Probit do Modelo de Heckman para o efeito da TaxHaven sobre a probabilidade da MNE possuir Propriedade Estatal direta ou indireta.

(Continua)

Variáveis Independentes	D.Direta (5.1 e 5.2)	D.Indireta (6.1 e 6.2)
Tax Haven	1,4858***	0,3417**
Tamanho	4,28e-08***	9,45e-10
Cresc.Receita	2,04e-07	2,24e-10
Endividamento	0,220	-0,0006
Intangibilidade	-0,0348	-0,0020
Liquidez	0,7202*	-0,1302
Ano		
2001	-1,0100	-0,0719
2002	-0,9299	-0,0015
2003	-1,2183	0,0169
2004	-1,6821**	-0,0879
2005	-1,7061**	0,1598
2006	-2,5095**	0,2618
2007	-2,5457***	0,1596
2008	-2,8504***	0,0691
2009	-2,6356**	0,0843
2010	-2,9433***	0,0530
2011	-3,0869***	-0,1045
2012	-3,5921***	-0,0433

Tabela 11 - Probit do Modelo de Heckman para o efeito da TaxHaven sobre a probabilidade da MNE possuir Propriedade Estatal direta ou indireta.

(Conclusão)

Variáveis Independentes	D.Direta (5.1 e 5.2)	D.Indireta (6.1 e 6.2)
2013	-3,5862***	-0,02923
2014	-3,9285***	0,2887
2015	-3,8946***	0,2762
<i>Intensidade Tecnológica do Setor</i>		
2	3,7357	0,4731**
3	4,9190	1,6464***
4	6,4958	1,0114***
Constante	-9,2972	-0,5473

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Nota: * n/s: não significativo; p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Apresentam-se, na Tabela 11, os resultados do primeiro estágio da regressão pelo método de Heckman (1979), para verificar se é efetivo o uso do instrumento *TaxHaven* para a Propriedade Estatal direta (9.1 e 9.2) e indireta (10.1 e 10.2). A equação foi estimada por meio de um *probit* em painel, usando a Propriedade Estatal e a instrumental como uma variável *dummy*.

O primeiro estágio consiste na estimação de um modelo probit utilizando a Propriedade Estatal *Direta* e *Indireta* como variável dependente (TABELA 12). Os resultados mostram, inicialmente, que para as duas variáveis de Propriedade Estatal *Direta* e *Indireta*, a *TaxHaven* é significativa. Isso quer dizer que, conforme os dados mostram, se a MNE brasileira possuir subsidiárias em paraísos fiscais, maior é a probabilidade de a empresa possuir Propriedade Estatal.

Além disso, nota-se que conforme os resultados dessas equações, para a Propriedade Estatal indireta também é relevante a intensidade tecnológica do setor, os setores mais preponderantes são também aqueles de maior intensidade tecnológica, ao contrário da Propriedade Estatal direta, na qual é possível se perceber a influência de outros fatores da firma, tais como o tamanho e a liquidez. Embora as variáveis referentes ao tempo (de 2004 a 2015) tenham sido significantes, nota-se que elas apresentaram sinal negativo, indicando que são relevantes para as firmas majoritariamente privadas.

Com relação ao segundo estágio (TABELA 12), é possível observar que a Propriedade Estatal direta, medida pela *dummy* não apresentou significância para nenhuma das medidas de desempenho, embora tenha confirmado o sentido positivo. A propriedade indireta foi significativa apenas para a medida ROA, e apresentou um efeito alto, de 13%.

Esses resultados permitem confirmar o uso da *dummy* paraíso fiscal como instrumento para a Propriedade Estatal. Não somente é possível de se observar a relação positiva entre as duas variáveis, mas é possível de se dimensionar o tamanho desse efeito, ou seja, se as empresas multinacionais possuem subsidiárias localizadas em paraísos fiscais, maior é a probabilidade do governo investir nessa empresa. Cabe ressaltar que a natureza dessa relação carece de maior investigação, uma vez que não é propósito central deste trabalho. Os resultados obtidos, além de validar o uso deste instrumento, também apontam para uma questão peculiar do investimento público nas multinacionais brasileiras, a existência de subsidiárias em paraísos fiscais.

Tabela 12 - Segundo estágio do Modelo de Heckman para o Efeito da Propriedade Estatal Direta e Indireta no desempenho das MNEs brasileiras.

Variáveis Independentes	ROA	ROE	ROA	ROE
	(5.1)	(5.2)	(6.1)	(6.2)
(Continua)				
<i>Controle</i>				
Tamanho	-1,41e-08*	-3,37e-08	-9,84e-09*	-2,27e-08
Cresc.Receita	3,49e-06***	0,0000***	2,14e-06*	8,73e-06***
Endividamento	-0,0995***	-0,2418***	-0,1270***	-0,2775***
Intangibilidade	0,5830***	1,8028***	0,5896***	1,8126***
Liquidez	2,4059***	5,3523***	2,4302***	5,3938***
<i>Prop.Estatal</i>				
Direta	3,2582	5,9090	-	-
Indireta	-	-	13,0322***	17,5084
<i>Ano</i>				
2001	4,2327***	9,6334**	3,2952	8,3368
2002	1,9492	-0,4814	1,0469	-1,7508
2003	5,1653***	10,6935**	3,9836*	9,0392*
2004	5,8882***	11,7056***	4,9678**	10,3903**
2005	4,5769***	7,3327*	2,25935	4,5793
2006	3,7779***	8,838**	1,4129	5,5463
2007	2,8770**	3,8326	0,9229	1,0879
2008	3,1482***	1,8446	1,7873	-0,1276
2009	4,6984***	11,3236***	2,9470	8,8257*
2010	3,5941***	6,2121	2,1745	4,1406
2011	3,2376***	5,1654	2,3647	3,8201
2012	0,9107	-3,8705	-0,2539	-5,6199
2013	1,0548	-2,0626	-0,0907	-3,7840
2014	1,3443	-1,4781	-1,1155	-4,9696
2015	1,0152	-0,7428	-1,5233	-4,3498

Tabela 12 - Segundo estágio do Modelo de Heckman para o Efeito da Propriedade Estatal Direta e Indireta no desempenho das MNEs brasileiras.

(Conclusão)

Variáveis Independentes	ROA (5.1)	ROE (5.2)	ROA (6.1)	ROE (6.2)
<i>Int.Tecn.Setor</i>				
2	1,4806**	5,0988*	-0,9737	1,8913
3	2,0918***	7,8957***	-5,2957*	-1,9595
4	1,5346*	5,3469	-3,3145	-0,8194
Wald X2	935,82***	440,02***	476,64***	455,75***
Lambda	-1,7938	-1,9041	8,51161***	-13,0066*
Rho	-0,3876	-0,1113	1,000	-0,6729
Sigma	4,6270	17,0994	7,5763	19,3275

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Nota: $N= 496$; * $p<.1$; ** $p<.05$; *** $p<.01$. Apresentam-se, na Tabela 12, os resultados do segundo estágio da regressão pelo método de Heckman (1979), com a inclusão da Propriedade Estatal direta e indireta instrumentalizadas pelas equações da Tabela 9, na equação usando as variáveis dependentes de desempenho ROA (5.1 e 6.1) e ROE (5.2 e 6.2).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O artigo evidencia pelo uso de diferentes metodologias os efeitos positivos da Propriedade Estatal sobre o desempenho financeiro das multinacionais brasileiras. Esse efeito, por um lado, contraria os pressupostos teóricos da teoria da agência (Jensen e Meckling 1976) e estrutura de propriedade (Alchian e Harold 1973; La Porta et al. 2005), Economia Política (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Okhmatovskiy 2010; Rattsø et al. 2012), que atestam que o governo possui objetivos distintos que podem prejudicar o desempenho das firmas, mas por outro lado, os resultados confirmam os pressupostos da RBV e da gestão estratégica (Gammeltoft, Barnard, e Madhok 2010; Vernon 1979), em que a Propriedade Estatal é um recurso que favorece as firmas. Nesse contexto, pode-se compreender as preocupações elucidadas em Sauvant et al. (2014), em que o governo, uma vez acionista das firmas, prejudicam a neutralidade competitiva, podendo desequilibrar a livre concorrência, ainda que esta seja uma prática comum a diversos governos.

Contudo, a principal contribuição deste trabalho consiste na investigação da relação endógena entre a Propriedade Estatal e o desempenho das multinacionais brasileiras, instrumentalizando o investimento governamental pelos investimentos das MNE em países definidos como paraísos fiscais. Os resultados apontam para uma interessante particularidade do investimento público brasileiro, a relevância dos paraísos fiscais para participações do estado na estrutura acionária das multinacionais.

Nesse sentido, os resultados encontrados nesse artigo abrem uma série de questionamentos que merecem especial atenção dos pesquisadores, tais como, até que ponto os investimentos em paraísos fiscais são determinantes para o investimento estatal nas firmas, quais as motivações do governo ao investir em empresas com subsidiárias em paraísos fiscais, e quais os efeitos desse investimento estatal sobre o desenvolvimento econômico nacional. Ademais, a observação dessa especialidade brasileira em diferentes contextos e países, poderiam oferecer uma contribuição teórica para a dimensão internacional das empresas estatais, até então pouco evidenciado.

Este capítulo, porém, contém algumas limitações tais como a restrição do desempenho das firmas somente à dimensão financeira, assumindo o estado como um investidor institucional com práticas corporativas, visando ao valor da empresa. De maneira que os resultados podem obter maior consistência ao se analisar outras dimensões, tais como o desempenho social das multinacionais estatais. Além disso, a inserção da variável setorial, somente por meio de intensidade tecnológica, talvez, não capta a influência adequada do setor sobre o desempenho, o que sugere a inserção de outras variáveis setoriais, como a concentração industrial, *Market-share* da firma no setor, ou ainda, a escolha de setores estratégicos pelo governo. Variáveis de interação de Propriedade Estatal e *TaxHaven* também poderiam ser inseridas, para dimensionar os efeitos conjuntos entre as variáveis que poderiam atuar como condicionantes ou catalizadores do efeito da Propriedade Estatal. Além destas, torna-se pertinente ressaltar como limitação deste, o estudo do contexto brasileiro como realidade dos países emergentes.

REFERÊNCIAS

- Aggarwal, R.; Erel, I.; Ferreira, M.; Matos, P. Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, v. 100, p. 154-81, 2011.
- Ahn, Seung C, and Peter Schmidt. 1995. "Econometrics Efficient Estimation of Models for Dynmic Panel Data." *Journal of econometrics* 68: 5-27.
- Aivazian, Varouj A., Ying Ge, and Jiaping Qiu. 2005. "Can Corporatization Improve the Performance of State-Owned Enterprises Even without Privatization?" *Journal of Corporate Finance* 11(5): 791-808.
- Al Farooque, Omar, Tony Van Zijl, Keitha Dunstan, and Akm Waresul Karim. 2007. "Corporate Governance in Bangladesh: Link between Ownership and Financial Performance." *Corporate Governance* 15(6): 1453-68.

- Alchian, Armen A., and Demsetz Harold. 1973. "The Property Right Paradigm." *The Journal of Economic History* 33(1): 1689–99.
- Aldrichi, Dante Mendes, Aquiles E.G. Kalatzis, and Alessandro Vinícius Marques Oliveira. 2009. "The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance : Evidence from Brazil." *SSRN eletronic journal*. <https://ssrn.com/abstract=1731365>.
- Amighini, Alessia A., Roberta Rabellotti, and Marco Sanfilippo. 2013a. "Do Chinese State-Owned and Private Enterprises Differ in Their Internationalization Strategies?" *China Economic Review* 27: 312–25.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1043951X13000199> (May 27, 2014).
- . 2013b. "Do Chinese State-Owned and Private Enterprises Differ in Their Internationalization Strategies?" *China Economic Review* 27: 312–25.
<http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84888299734&partnerID=tZOtx3y1> (May 27, 2014).
- Anand, Jaideep, and Andrew Delios. 2002. "Absolute and Relative Resources as Determinants of International Acquisitions." *Strategic Management Journal* 23(2): 119–34. <http://doi.wiley.com/10.1002/smj.215>.
- Andrews, William. a., and Michael. J. Dowling. 1998. "Explaining Performance Changes in Newly Privatised Firms." *Journal of Management Studies* 35(5): 601–17.
- Ang, James S., and David K. Ding. 2006. "Government Ownership and the Performance of Government-Linked Companies: The Case of Singapore." *Journal of Multinational Financial Management* 16(1): 64–88.
- Arocena, Pablo, and Diana Oliveros. 2012. "The Efficiency of State-Owned and Privatized Firms: Does Ownership Make a Difference?" *International Journal of Production Economics* 140(1): 457–65.
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0925527312002745> (March 31, 2015).
- Baik, Bok, Joon Chae, Sunhwa Choi, and David B. Farber. 2013. "Changes in Operational Efficiency and Firm Performance: A Frontier Analysis Approach." *Contemporary Accounting Research* 30(3): 996–1026.
- Bandeira-de-mello, Rodrigo. 2014. "Conexões Políticas Em Estruturas de Propriedade : O Governo Como Acionista Em Uma Análise Descritiva." 15(1): 98–124.
- Bank, The World. 2014. *Corporate Governance of State-Owned Enterprises*.
<http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/igo>.
- Banz, Rolf W. 1981. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics* 9(1): 3–18.
- Barney, J. 1991. "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage" ed. Anonymous. *Journal of Management* 17(1): 99–120.
<http://jom.sagepub.com/cgi/doi/10.1177/014920639101700108>.
- Bass, a Erin, and Subrata Chakrabarty. 2014. "Resource Security: Competition for Global Resources, Strategic Intent, and Governments as Owners." *Journal of International Business Studies* 45(8): 961–79. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.28> (November 3, 2014).

- Bazuchi, Karina Regina Vieira et al. 2013. "The Role of Home Country Political Resources for Brazilian Multinational Companies." 2013(October 2012): 415–38.
- Boardman, Anthony E., and Aidan R. Vining. 1989. "Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprises." *The Journal of Law and Economics* 32(1): 1–33.
- Bozec, Richard, Gaétan Breton, and Louise Côte. 2002. "The Performance of State-Owned Enterprises Revisited." *Financial Accountability & Management* 18(4): 383–407.
- Bradbury, Michael E. 1999. "Government Ownership and Financial Performance in a Competitive Environment : Evidence from the Co" *Asia Pacific Journal of Management* 16: 157–72.
- Braun, Gary P., and Patrick a. Traichal. 1999. "Competitiveness and the Convergence of International Business Practice." *Global Finance Journal* 10(1): 107–22.
- Brey, Nathanael Kusch, Rosilene Marcon, and Rodrigo Bandeira-de-mello. 2009. "CONEXÕES POLÍTICAS DAS EMPRESAS POR ESTRUTURAS DE PROPRIEDADE : UMA ABORDAGEM DO GOVERNO COMO." : 319–50.
- Buckley, Peter J et al. 2007. "The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment." *Journal of International Business Studies* 38(4): 499–518.
<http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/palgrave.jibs.8400277> (March 3, 2015).
- Cai, Hongbin, and Qiao Liu. 2009. 119 *The Economic Journal Competition and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Chinese Industrial Firms**.
<http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-0297.2009.02217.x>.
- Carvalho, Francisval De Melo, Eduardo Kazuo Kayo, and Diógenes Manoel Leiva Martin. 2010. "Tangibilidade E Intangibilidade Na Determinação Do Desempenho Persistente de Firms Brasileiras." *Revista de Administração Contemporânea* 14(5): 871–89.
- Cauley, Jon, Richard Cornes, and Todd Sandler. 1999. "Stakeholder Incentives and Reforms in China's State-Owned Enterprises." *China Economic Review* 10: 191–206.
- Chan, K. C., Nai-fu Chen, and David A Hsieh. 1985. "An Exploratory Investigation of the Firm Size Effect." *Journal of Financial Economics* 14(3): 451–71.
http://resolver.scholarsportal.info/resolve/0304405x/v14i0003/451_aeiotfse.
- Chari, Murali, and Senay Acikgoz. 2014. "What Drives Emerging Economy Firm Acquisitions in Tax Havens?" *Journal of Business Research*.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.08.034>.
- Chen, Gongmeng, Michael Firth, and Liping Xu. 2009. "Does the Type of Ownership Control Matter? Evidence from China's Listed Companies." *Journal of Banking & Finance* 33(1): 171–81. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0378426607004244> (November 3, 2014).
- Chizema, Amon; Le, Trien. 2011. "STATE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE : EVIDENCE FROM THE « STATE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE : EVIDENCE FROM THE CHINESE State Ownership and Firm Performance : Evidence from the Chinese Listed Firms." *Organizations and Markets in Emerging Economies* 2(2): 71–90.

- Choi, Jongmoo Jay, Heibatollah Sami, and Haiyan Zhou. 2010. "The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market." *China Journal of Accounting Research* 3(1): 13–50.
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1755309113600180> (May 15, 2015).
- Choudhury, Prithwiraj, and Tarun Khanna. 2014. "Toward Resource Independence – Why State-Owned Entities Become Multinationals: An Empirical Study of India's Public R&D Laboratories." *Journal of International Business Studies* 45(8): 943–60.
<http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.20> (October 15, 2014).
- Choy, Siu Kai, Tat kei Lai, and Travis Ng. 2017. "Do Tax Havens Create Firm Value?" *Journal of Corporate Finance* 42: 198–220.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.10.016>.
- Cuervo-Cazurra, Alvaro, Andrew Inkpen, Aldo Musacchio, and Kannan Ramaswamy. 2014. "Governments as Owners: State-Owned Multinational Companies." *Journal of International Business Studies* 45(8): 919–42. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.43> (October 15, 2014).
- Desai, Mihir A., C. Fritz Foley, and James R. Hines. 2006. "The Demand for Tax Haven Operations." *Journal of Public Economics* 90(3): 513–31.
- Ding, Yuan, Hua Zhang, and Junxi Zhang. 2007. "Private Vs State Ownership And Earnings Management: Evidence From Chinese Listed Companies." *Corporate Governance: An International Review* 15(2): 223–38.
<http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=24361391&site=ehost-live&scope=site>.
- Du, Min, and Agyenim Boateng. 2014. "State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-Border Mergers & Acquisitions by Chinese Firms." *International Business Review*. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593114001528> (November 6, 2014).
- Duanmu, Jing-Lin. 2014a. "State-Owned MNCs and Host Country Expropriation Risk: The Role of Home State Soft Power and Economic Gunboat Diplomacy." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1044–60. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.16> (October 15, 2014).
- Elyasiani, Elyas, and Jingyi Jia. 2010. "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance." *Journal of Banking and Finance* 34(3): 606–20.
- Enderwick, Peter. 1994. "Multinational Enterprises and Partial Privatisation of State-Owned Enterprises." *International Business Review* 3(2): 135–47.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593194900205> (November 13, 2014).
- Feng, Fang, Qian Sun, and Wilson H S Tong. 2004. 28 *Journal of Banking and Finance Do Government-Linked Companies Underperform?*
- Gammeltoft, Peter, Helena Barnard, and Anoop Madhok. 2010. "Emerging Multinationals, Emerging Theory: Macro- and Micro-Level Perspectives." *Journal of International Management* 16(2): 95–101.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425310000177> (October 21, 2014).

- Goldeng, Eskil, Leo A. Grünfeld, and Gabriel R G Benito. 2008. "The Performance Differential between Private and State Owned Enterprises: The Roles of Ownership, Management and Market Structure." *Journal of Management Studies* 45(7): 1244–73.
- Gunasekarage, Abeyratna, Kurt Hess, and a. (J) Hu. 2007. "The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies." *Research in International Business and Finance* 21(3): 379–95.
- Guo, Wenxin, Joseph A Clougherty, and Tomaso Duso. 2016. "Why Are Chinese MNES Not Financially Competitive in Cross-Border Acquisitions? The Role of State Ownership."
- Heckman, By James, Carolyn Heinrich, and Jeffrey Smith. 1997. "Assessing the Performance of Performance Standards in Public Bureaucracies." *American Economic Association* 87(2): 389–95.
- Heracleous, Loizos. 2001. "State Ownership, Privatization and Performance in Singapore: An Exploratory Study from a." *Asia Pacific Journal of Management* 18(1): 69.
<https://proxy.library.upenn.edu/login?url=http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=keh&AN=4721983&site=ehost-live>.
- Holz, Carsten A. 2002. "Long Live China's State-Owned Enterprises: Deflating the Myth of Poor Financial Performance." *Journal of Asian Economics* 13(4): 493–529.
- Hong, Junjie, Chengqi Wang, and Mario Kafouros. 2015. "The Role of the State in Explaining the Internationalization of Emerging Market Enterprises." *British Journal of Management* 26(1): 45–62. <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-8551.12059> (January 16, 2015).
- Hong, Qing, and Michael Smart. 2010. "In Praise of Tax Havens: International Tax Planning and Foreign Direct Investment." *European Economic Review* 54(1): 82–95.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.eurocorev.2009.06.006>.
- Hsu, Chin-Chun, and David J. Boggs. 2003. "Internationalization and Performance: Traditional Measures and Their Decomposition." *Multinational Business Review* 11(3): 23–50.
- Huang, Guihai, and Frank M. Song. 2006. "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China." *China Economic Review* 17(1): 14–36.
- Huang, Xueli, and Chi Renyong. 2014. "Chinese Private Firms' Outward Foreign Direct Investment: Does Firm Ownership and Size Matter?" *Thunderbird International Business Review*: n/a-n/a. <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84897355042&partnerID=tZOtx3y1> (June 3, 2014).
- Hudson, Fernandes Amaral, Caroline Sales Issa Vilaça, Camila Figueiredo Marques Barbosa, and Vaéria Gama Fully Bressan. 2004. "Fundos de Pensão Como Financiadores Da Atividade Econômica." *Finanças* Abr-Jun: 79–91.
- Jelic, Ranko, Richard Briston, and Wolfgang Aussenegg. 2003. "The Choice of Privatization Method and the Financial Performance of Newly Privatized Firms in Transition Economies." *Journal of Business Finance and Accounting* 30(7–8): 905–40.

- Jensen, C, and H Meckling. 1976. "THEORY OF THE FIRM : MANAGERIAL BEHAVIOR , AGENCY COSTS AND OWNERSHIP STRUCTURE I . Introduction and Summary In This Paper WC Draw on Recent Progress in the Theory of (1) Property Rights , Firm . In Addition to Tying Together Elements of the Theory of E." *Journal of Financial Economics* 3: 305–60.
- Jones, Chris, and Yama Temouri. 2016. "The Determinants of Tax Haven FDI." *Journal of World Business* 51(2): 237–50. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2015.09.001>.
- Jory, Surendranath Rakesh, and Thanh Ngoc Ngo. 2014. "Cross-Border Acquisitions of State-Owned Enterprises." *Journal of International Business Studies* 45(9): 1096–1114. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.41> (November 6, 2014).
- Karolyi, G. Andrew, and Rose C. Liao. 2013. "State Capitalism's Global Reach: Evidence from Foreign Acquisitions by State-Owned Companies." *Journal of Corporate Finance*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.02.007>.
- Kayo, E. K., M. R. Patrocínio, and D. M. L. Martin. 2009. "Intangibilidade E Criação de Valor Em Aquisições: O Papel Moderador Do Endividamento." *Revista de Administração*: 59–69.
- Kim, Wi Saeng, and Esmeralda O. Lyn. 1990. "FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the U.S." *Journal of International Business Studies* 21(1): 41–54.
- Kiviet, Jan F. 1995. "On Bias, Inconsistency, and Efficiency of Various Estimators in Dynamic Panel Data Models." *Journal of Econometrics* 68(1): 53–78.
- Knutsen, Carl Henrik, Asmund Rygh, and Helge Hveem. 2011. "Does State Ownership Matter? Institutions' Effect on Foreign Direct Investment Revisited." *Business and Politics* 13(1). <http://www.degruyter.com/view/j/bap.2011.13.1/bap.2011.13.1.1314/bap.2011.13.1.1314.xml> (November 13, 2014).
- Kusnadi, Yuanto, Zhifeng Yang, and Yuxiao Zhou. 2014. "Institutional Development, State Ownership, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China." *Journal of Business Research*. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296314002203> (November 5, 2014).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. 2005. "Investor Protection and Corporate Governance." *The Journal of Finance* LVII(3): 229–253.
- Lazzarini, Sergio G. 1993. "Do CEOs of State-Owned Enterprises Matter? Evidence from Brazil, 1973-1993 *." : 1973–93.
- . 2007. "Mudar Tudo Para Não Mudar Nada: Análise Da Dinâmica de Redes de Proprietários No Brasil Como 'mundos Pequenos.'" *RAE* 6(1).
- . 2015. "STRATEGIZING BY THE GOVERNMENT : CAN INDUSTRIAL POLICY CREATE FIRM-LEVEL COMPETITIVE ADVANTAGE ?" 112(February 2012): 97–112.
- Lazzarini, Sergio G, and Aldo Musacchio. 2011. "Leviathan as a Minority Shareholder : A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES),." *Working Paper - Harvard Business School*: 1–28.

- Lazzarini, Sergio G, Aldo Musacchio, and Rodrigo Bandeira-de-mello. 2015. "What Do State-Owned Development Banks Do ? Evidence from BNDES , 2002 – 09." 66: 237–53.
- Lazzarini, Sergio G, Aldo Musacchio, Rodrigo Bandeira-de-mello, and Rosilene Marcon. 2011. "What Do Development Banks Do ? Evidence from Brazil ,." *Harvard Business School* 12(47): 1–47.
- Li, Donghui, Fariborz Moshirian, Pascal Nguyen, and Li Wen Tan. 2007. "Managerial Ownership and Firm Performance: Evidence from China's Privatizations." *Research in International Business and Finance* 21(3): 396–413.
- Li, Ming Hua, Lin Cui, and Jiangyong Lu. 2014. "Varieties in State Capitalism: Outward FDI Strategies of Central and Local State-Owned Enterprises from Emerging Economy Countries." *Journal of International Business Studies* 45(8): 980–1004. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.14> (October 15, 2014).
- Liang, Hao, Bing Ren, and Sunny Li Sun. 2014. "An Anatomy of State Control in the Globalization of State-Owned Enterprises." *Journal of International Business Studies*: 1–18. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.35> (October 8, 2014).
- Lim, Thian Cheng. 2012. "Determinants of Capital Structure Empirical Evidence from Financial Services Listed Firms in China." *International Journal of Economics and Finance* 4(3): 191.
- Lindsay, Cotton M. 1976. "A Theory of Government Enterprise." *Journal of Political Economy* 84(5): 1061–77. <http://www.journals.uchicago.edu/doi/abs/10.1086/260496>.
- Liu, Xiaming, Pamela Siler, Chengqi Wang, and Yingqi Wei. 2000. "Productivity Direct Spillovers From Foreign From Data Xiaming Liu * Investment : UIK Ind Ustry Evidence Level Panel Pamela Siler ** Chengqi Wang *** Yingqi Wei ****." *Journal of International Business Studies* 31(3): 407–25.
- Majumdar, Sumit K, and Pradeep Chhibber. 1999. "Capital Structure and Performance : Evidence from a Transition Economy on an Aspect of Corporate Governance." : 287–305.
- Mamede, Samuel de Paiva Naves et al. 2017. "Empresas Brasileiras Estatais E Não Estatais: Uma Análise Das Relações de Endividamento." *Revista Evidenciação Contábil & Finanças* 5(1): 5–21. <http://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin/article/view/32293/16914>.
- Meyer, Klaus E, Yuan Ding, Jing Li, and Hua Zhang. 2014a. "Overcoming Distrust: How State-Owned Enterprises Adapt Their Foreign Entries to Institutional Pressures Abroad." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1005–28. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.15> (October 6, 2014).
- Miller, Merton H. 1988. "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years." *Journal of Economic Perspectives* 2(4): 99–120.
- Morck, Randall, Bernard Yeung, and Minyuan Zhoa. 2008. "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment." *Journal of International Business Studies* 39(3): 337–50. <https://login.proxy.libraries.rutgers.edu/login?url=http://search.ebscohost.com.proxy.libraries.rutgers.edu/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=31692949&site=ehost-live>.

- Musacchio, Aldo, and Sergio G Lazzarini. 2013. "Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond."
- Myers, Stewart C. 1995. "The Capital Structure Puzzle Revisited." *The Review of Financial Studies* 8(4): 1185–1208. <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28198407%2939%3A3%3C575%3ATCSP%3E2.0.CO%3B2-%23>.
- Nabin, Munirul H., Xuan Nguyen, Pasquale M. Sgro, and Chi Chur Chao. 2014. "Strategic Quality Competition, Mixed Oligopoly and Privatization." *International Review of Economics and Finance* 34: 142–50. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2014.08.002>.
- North, Douglass C. 1991. "Institutions." *Journal of Economic Perspective* 5(1): 97–112.
- Okhmatovskiy, Ilya. 2010. "Performance Implications of Ties to the Government and SOEs: A Political Embeddedness Perspective." *Journal of Management Studies* 47(6): 1020–47.
- Omran, Mohammed. 2004. "The Performance of State-Owned Enterprises and Newly Privatized Firms: Does Privatization Really Matter?" *World Development* 32(6): 1019–41. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0305750X04000439> (March 31, 2015).
- Opler, Tim C, and Sheridan Titman. 2015. "Financial Distress and Corporate Performance." *The Journal of Finance* 49(3): 1015–40.
- Pan, Yigang et al. 2014a. "Firms' FDI Ownership: The Influence of Government Ownership and Legislative Connections." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1029–43. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.27> (October 6, 2014).
- Peng, Mike W. 2003. "INSTITUTIONAL TRANSITIONS AND STRATEGIC CHOICES." (1997): 275–96.
- Peng, Mike W. 2012. "The Global Strategy of Emerging Multinationals From China." *Global strategy journal* 2(June): 97–107.
- Peng, Mike W, Denis Y L Wang, and Yi Jiang. 2008. "An Institution-Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies." *Journal of International Business Studies* 39(5): 920–36. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/palgrave.jibs.8400377> (July 18, 2014).
- Qi, Daqing, Woody Wu, and Hua Zhang. 2000. "Shareholding Structure and Corporate Performance of Partially Privatized Firms: Evidence from Listed Chinese Companies." *Pacific-Basin Finance Journal* 8(5): 587–610.
- Ramamurti, Ravi. 1987. "Performance Evaluation of State-Owned Enterprises in Theory and Practice." *Management Science* 33(7): 876–93.
- Ramona Mara, Eugenia. 2015. "Determinants of Tax Havens." *Procedia Economics and Finance* 32(15): 1638–46. [http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01490-2](http://dx.doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01490-2).
- Rattsø, Jørn et al. 2012. "Political Control of Government Enterprises: Who Controls Whom?" *Norwegian University of Science and Technology and Norwegian Business School*.
- Robins, Fred. 2013. "The Uniqueness of Chinese Outward Foreign Direct Investment." *Asian Business & Management* 12(5): 525–37. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/abm.2013.15> (November 9, 2014).

- Roll, Richard. 1982. "A Possible Explanation of the Firm Size Effect." *Journal of Finance* 38(4): 879–88.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1994. "Politicians and Firms." *The Quarterly Journal of Economics* 109(4): 995–1025. <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/2118354>.
- Short, Jeremy C., David J. Ketchen, Nathan Bennett, and Mathilda du Toit. 2006. "An Examination of Firm, Industry, and Time Effects on Performance Using Random Coefficients Modeling." *Organizational Research Methods* 9(3): 259–84. <http://orm.sagepub.com.proxy.consortiumlibrary.org/content/9/3/259%5Cnhttp://orm.sagepub.com.proxy.consortiumlibrary.org/content/9/3/259.full.pdf>.
- Slemrod, Joel, and John D. Wilson. 2009. "Tax Competition with Parasitic Tax Havens." *Journal of Public Economics* 93(11–12): 1261–70. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpubeco.2009.08.004>.
- Steele, Fiona. 2008. "Multilevel Models for Longitudinal Data." *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (Statistics in Society)* 1: 5–19.
- Su, Kun, Rui Wan, and Bin Li. 2013. "Ultimate Ownership, Institutionalality, and Capital Structure." *Chinese Management Studies* 7(4): 557–71. <http://www.emeraldinsight.com/doi/10.1108/CMS-09-2013-0175>.
- Sun, Qian, Wilson H S Tong, and Jing Tong. 2002. "How Does Government Ownership Affect Firm Performance? Evidence from China's Privatization Experience." 29(January 2001).
- Tan, Justin, and Liang Wang. 2010. "Flexibility–efficiency Tradeoff and Performance Implications among Chinese SOEs." *Journal of Business Research* 63(4): 356–62. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296309001246> (November 6, 2014).
- Tan, Youchao, Zhenmei Zhu, Cheng Zeng, and Minghua Gao. 2014. "Does External Finance Pressure Affect Corporate Disclosure of Chinese Non-State-Owned Enterprises?" *International Review of Financial Analysis*. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105752191400012X> (June 3, 2014).
- Tang, Jintong, Zhi Tang, Yuli Zhang, and Qianwen Li. 2007. "The Impact of Entrepreneurial Orientation and Ownership Type on Firm Performance in the Emerging Region of China." *Journal of Developmental Entrepreneurship* 12(4): 383–97. <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=28225945&site=ehost-live>.
- Tian, Xiaowen, and John W Slocum. 2014. "What Determines MNC Subsidiary Performance? Evidence from China." *Journal of World Business* 49: 421–30.
- Valadares, Silvia Mourthé. 2000. "Ownership and Control Structure of Brazilian Companies." *Revista Abante* 3(1): 29–56.
- Vernon. 1979. "The International Aspects of State-Owned Enterprises." *Journal of International Business Studies* 10(3): 7–15.
- Villalonga, Belén. 2004. "Intangible Resources, Tobin's Q, and Sustainability of Performance Differences." *Journal of Economic Behavior and Organization* 54(2): 205–30.

- Wang, Chengqi, Junjie Hong, Mario Kafouros, and Agyenim Boateng. 2012. "What Drives Outward FDI of Chinese Firms? Testing the Explanatory Power of Three Theoretical Frameworks." *International Business Review* 21(3): 425–38.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593111000825> (July 17, 2014).
- Wang, Chengqi, Junjie Hong, Mario Kafouros, and Mike Wright. 2012. "Exploring the Role of Government Involvement in Outward FDI from Emerging Economies." *Journal of International Business Studies* 43(7): 655–76. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2012.18> (November 11, 2014).
- Wang, D X, a S Tsui, Y C Zhang, and L Ma. 2003. "Employment Relationships and Firm Performance: Evidence from an Emerging Economy." *Journal of Organizational Behavior* 24(April): 511–35.
- Wang, Xiaozu, Lixin Colin Xu, and Tian Zhu. 2004. "State-Owned Enterprises Going Public: The Case of China." *Economics of Transition* 12(3): 467–87.
- Wei, Tian, Jeremy Clegg, and Lei Ma. 2014. "The Conscious and Unconscious Facilitating Role of the Chinese Government in Shaping the Internationalization of Chinese MNCs." *International Business Review*.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593114001279> (October 20, 2014).
- Wei, Zuobao, and Oscar Varela. 2003. "State Equity Ownership and Firm Market Performance: Evidence from China's Newly Privatized Firms." *Global Finance Journal* 14(1): 65–82.
- Wei, Zuobao, Oscar Varela, and M. Kabir Hassan. 2002. "Ownership and Performance in Chinese Manufacturing Industry." *Journal of Multinational Financial Management* 12(1): 61–78.
- Wolfenzon, Daniel. 1999. "A Theory of Pyramidal Ownership." *Unpublished working paper*. Harvard University Press: Cambridge, MA LXI(6).
- Wright, Mike. 1999. "Discussion of Hungarian Privatisation Strategy and Financial Performance of Privatised Companies." *Journal of Business Finance and Accounting* 26(9–10): 1359–68.
- Wu, Hsueh-Liang. 2011. "Can Minority State Ownership Influence Firm Value? Universal and Contingency Views of Its Governance Effects." *Journal of Business Research* 64(8): 839–45. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296310001955> (November 6, 2014).
- Xavier, Wlamir Gonçalves, Rodrigo Bandeira-de-Mello, and Rosilene Marcon. 2014. "Institutional Environment and Business Groups' Resilience in Brazil." *Journal of Business Research* 67(5): 900–907.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296313002749> (June 3, 2014).
- Xia, Jun; Ma, Xufei; Lu Jane W.; Yiu Daphne, W. 2014. "Outward Foreign Direct Investment by Emerging Market Firms: A Resource Dependence Logic." *Strategic Management Journal* 1363(July 2013): 1343–63.
- Yang, Xiaohua, and Clyde D. Stoltenberg. 2014. "A Review of Institutional Influences on the Rise of Made-in-China Multinationals" ed. Ilan Alon, Julian Chang, Christoph Latte. *International Journal of Emerging Markets* 9(2): 162–80.

- <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IJoEM-09-2012-0095> (October 28, 2014).
- Yang, Xiaohua, and Clyde D. Stoltenberg. 2014. "A Review of Institutional Influences on the Rise of Made-in-China Multinationals." *International Journal of Emerging Markets* 9(2): 162–80. <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84899764601&partnerID=tZOtx3y1> (June 3, 2014).
- You, Kefei, and Offiong Hellen Solomon. 2015. "China Economic Review China's Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment : An Industrial Level Analysis." *China Economic Review* 34: 249–60.
- Yu, Mei. 2013. "State Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies." *China Journal of Accounting Research* 6(2): 75–87. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1755309113000130> (March 29, 2015).
- Zhang, Anming, Yimin Zhang, and Ronald Zhao. 2002. "Profitability and Productivity of Chinese Industrial Firms Measurement and Ownership Implications." *China Economic Review* 13(1): 65–88.
- Zhang, Jianhong, and Xinming He. 2014. "Economic Nationalism and Foreign Acquisition Completion: The Case of China." *International Business Review* 23(1): 212–27. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0969593113000565> (November 13, 2014).
- Zhengwei, Wang. 2013. "Optimal Capital Structure: Case of SOE versus Private Listed Corporation." *Chinese Management Studies* 7(4): 604–16. <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/CMS-09-2013-0169>.
- Zhou, Mi, and Xiaoming Wang. 2000. "Agency Cost and the Crisis of China's SOE." *China Economic Review* 11(3): 297–317.

**ARTIGO 2 - O EFEITO MULTINÍVEL DA PROPRIEDADE ESTATAL SOBRE O
DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS INTERNACIONAIS BRASILEIRAS NO
PERÍODO DE 2000 A 2015**

**THE MULTILEVEL EFFECT OF STATE OWNERSHIP ON THE PERFORMANCE
OF BRAZILIAN INTERNATIONAL SUBSIDIARIES IN THE PERIOD FROM 2000
TO 2015**

(VERSÃO PRELIMINAR)

**Artigo preparado para submissão no *International Journal of Productivity and
Performance Management.***

RESUMO

Neste capítulo, objetivou-se discutir o efeito da Propriedade Estatal em dimensões multiníveis sobre o desempenho das subsidiárias no exterior utilizando um embasamento multiteórico com os pressupostos teóricos das perspectivas visão baseada em recursos, teoria institucional e Economia Política. Para isso, assume-se que as subsidiárias estão inseridas em uma estrutura hierárquica de agrupamento, definido pela combinação de diferentes multinacionais e diferentes países hospedeiros, e a Propriedade Estatal apresenta efeitos diferentes, uma vez que exerce efeitos sobre a multinacional, sobre a relação governo de origem e país hospedeiro, e como um agente controlador das estratégias das multinacionais, segundo a posição hierárquica das estruturas. As subsidiárias brasileiras no exterior foram utilizadas como objeto de estudo, a amostra foi composta por 422 subsidiárias de 37 multinacionais brasileiras distribuídas, em 53 países hospedeiros, no período de 2000 a 2015. Utilizou-se a regressão hierárquica para analisar as relações multiníveis da Propriedade Estatal. Os resultados encontrados mostram que a Propriedade Estatal influencia diferentes dimensões da estrutura hierárquica da subsidiária. Evidenciou-se o efeito da Propriedade Estatal sobre as características da multinacional, sobre a influência da relação do governo de origem com o país hospedeiro, e também como um agente controlador das multinacionais. O trabalho contribui para cada perspectiva teórica analisada, mostrando que a Propriedade Estatal pode mitigar as características da multinacional, que tipos indiretos e minoritários de Propriedade Estatal influenciam a relação entre o país hospedeiro e de origem, e que maior grau de envolvimento com o governo gera maior efeito sobre o desempenho das subsidiárias.

Palavras-chave: Regressão Hierárquica, Visão Baseada em Recursos, Teoria Institucional, Economia Política.

ABSTRACT

In this chapter, the objective was to discuss the effect of state ownership in multilevel dimensions on the performance of subsidiaries abroad using a multi-theoretical basis with the theoretical assumptions of perspectives resource-based view, institutional theory and political economy. For it is assumed that the subsidiaries are inserted in a hierarchical structure of grouping, defined by the combination of different multinationals and different host countries, and the state property presents different effects, since it exerts effects on the multinational, on the relation government of origin and host country, and as an agent controlling the strategies of the multinationals, according to the hierarchical position of the structures. The abroad Brazilian subsidiaries were used as object of study, being the sample composed of 422 subsidiaries of 37 Brazilian multinationals distributed in 53 host countries in the period from 2000 to 2015. Hierarchical regression was used to analyze the multilevel relations of state ownership. The results show that state ownership influences different dimensions of the subsidiary hierarchical structure. The effect of state ownership on the characteristics of the multinational, on influencing the relationship between the home government and the host country, and also as a controlling agent of the multinationals, was evidenced. The work contributes to each theoretical perspective analyzed, showing that state ownership can mitigate the characteristics of the multinational, that indirect and minority types of state ownership influence the relationship between the host country and origin, and that greater involvement with the government generates greater effect on the performance of the subsidiaries.

Key-Words: Hierarchical Regression, Resource-Based View, Institutional Theory, Political Economy.

1 INTRODUÇÃO

Embora as teorias econômicas e financeiras, como a teoria da agência, visão baseada em recursos, e economia institucional, afirmem que a Propriedade Estatal pode apresentar efeitos diferentes sobre as firmas, estudos analisados sob a mesma fundamentação teórica também têm mostrado resultados mistos e inconclusivos (Chizema, Amon; Le 2011; Du e Boateng 2014; Sauvart et al. 2014; Yu 2013), é relevante a contribuição de estudos multiteóricos que ampliam o conhecimento desse fenômeno, ou seja, os efeitos da influência estatal sobre as empresas, na literatura.

Os estudos consultados já enfatizavam que os efeitos da Propriedade Estatal variam segundo uma série de fatores, tais como diferentes especificações de modelos (Yu 2013), medidas de desempenho diferentes (Arocena e Oliveros 2012), diferentes contextos institucionais (Chizema, Amon; Le 2011), entre outros. Além desses fatores ambientais e contextuais, os efeitos da Propriedade Estatal também estão condicionados à própria estrutura estatal como, por exemplo o grau de envolvimento do governo nas empresas (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012; H.-L. Wu 2011), o tipo de agência estatal investidora (Branstetter e Feenstra 2002; G. Chen, Firth, e Xu 2009; J. Hong, Wang, e Kafouros 2015; Hu e Cui 2014; Ramasamy, Yeung, e Laforet 2012) e a estrutura do investimento, por exemplo, a estrutura piramidal (Lazzarini e Musacchio 2011; Valadares 2000; Wolfenzon 1999).

Neste estudo, discute-se uma peculiaridade específica do efeito da Propriedade Estatal, o efeito multinível, em que a Propriedade Estatal das firmas influencia o seu desempenho, não somente em um nível linear, mas também em distintos níveis de análise. A literatura mostra, em Peng, Wang, & Jiang (2008), a existência de efeitos de naturezas e interesses estatais diferentes, como os efeitos coercitivos, normativos ou miméticos sobre as firmas, influenciando, por exemplo, a decisão sobre o uso de recursos, ou sobre a intenção de investimento no exterior. Todavia, neste trabalho, ao analisar os efeitos sobre o desempenho das subsidiárias, considera a estrutura hierárquica na qual estão inseridas, argumentando que a Propriedade Estatal pode apresentar efeitos diferenciados nos níveis de agrupamento da subsidiária.

Sabe-se que a análise do desempenho das subsidiárias internacionais é complexo, principalmente porque estas sofrem pressões simultâneas provindas primeiro de sua matriz multinacional, o que torna necessário o alinhamento de suas estratégias conforme os objetivos e interesses da matriz, mas também provindas do contexto em que estão inseridas, é necessário, então, a formulação de estratégias em resposta às contingências específicas do país

hospedeiro (Qu e Zhang 2014; Tian e Slocum 2014). Dessa forma, entende-se que o desempenho das subsidiárias internacionais é, conseqüentemente, reflexo da interação entre as especificidades de sua matriz, tais como objetivos, estratégias, experiência internacional, como também dos condicionantes do país hospedeiro, como o tamanho do mercado, estrutura industrial, tributos incidentes sobre as operações comerciais, entre outros. Assim, ao analisar o desempenho de diferentes subsidiárias, deve-se considerar que estas estão aninhadas em estruturas de diferentes agrupamentos de matrizes e países hospedeiros, e, portanto, é possível assumir que esses agrupamentos representam uma parcela significativa da variância do desempenho das subsidiárias.

Com isso, este estudo busca contribuir, a partir da pressuposição de que dentro desta estrutura de agrupamento, a Propriedade Estatal pode apresentar efeitos diferentes. Para evidenciar isso, o efeito multinível da Propriedade Estatal é testado com suporte em três perspectivas teóricas diferentes, a visão baseada em recursos (RBV), a teoria institucional, as quais são seminais nos negócios internacionais (Nguyen, Le, e Bryant 2013), e sob um entendimento da soberania estatal, a perspectiva da Economia Política. Essas três teorias discutem diferentes efeitos da Propriedade Estatal sobre as firmas.

Primeiramente, teóricos da RBV, argumentam que a Propriedade Estatal é um recurso inerente às firmas, e como tal, pode ser fonte de vantagem competitiva, uma vez que as firmas teriam maior capacidade para conseguir financiamentos, assumir maior risco, entre outros (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Lawton, Rajwani, e Doh 2013; C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). Nessa perspectiva, a Propriedade Estatal, representaria um recurso estratégico da multinacional, e afetaria o desempenho da subsidiária ao conferir vantagens para a sua matriz multinacional.

De forma complementar, os estudos fundamentados pela teoria institucional explicam que os governos de origem atuam junto aos países hospedeiros em busca de maior legitimidade nas operações de suas multinacionais naquele mercado, e nesse entendimento, aquelas empresas que possuem Propriedade Estatal podem obter vantagens sobre as demais multinacionais (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Cui e Jiang 2012; Meyer et al. 2014b; Q. Wang, Wong, e Xia 2008). Assim, vê-se que a teoria institucional, mostra um efeito distinto da Propriedade Estatal, ligado à relação previamente estabelecida entre os países de origem e os países hospedeiros, a qual representa um nível superior de agrupamento das subsidiárias internacionais.

Por fim, a Economia Política, assume que a Propriedade Estatal pode prejudicar o desempenho das firmas, isso, devido ao fato de que o governo como acionista das firmas,

tende a dar especial atenção aos seus objetivos políticos e sociais, e utiliza, então, a sua influência na firma para o alcance desses objetivos (Andrei Shleifer 1998; Andrei Shleifer e Vishny 1994). Dessa forma, nessa perspectiva, o governo, por meio da Propriedade Estatal, utiliza a multinacional estatal como instrumento para alcance de seus objetivos, e, então, todas as ações das firmas estarão sujeitas aos interesses e objetivos do governo. Assim, o governo assume uma posição hierárquica superior às firmas, mostrando que as firmas estão aninhadas sob os tipos e, conseqüentemente, a influência da Propriedade Estatal, gerando outro efeito sobre as subsidiárias no exterior.

O contexto brasileiro serve como um cenário apropriado para investigação do efeito multinível da Propriedade Estatal, uma vez que estudos têm mostrado que a estrutura do mercado latino americano apresenta-se de forma hierárquica, revelando relacionamentos industriais regulados de forma *top-down* por setores coordenados por oligopólios ou pelo governo (Schneider 2009). Dessa forma, no mercado brasileiro, pode-se perceber a existência de poucas grandes empresas, responsáveis por grande parcela da atividade econômica nacional, que mantém o controle, por meio de grupos formais ou informais, sobre dezenas de outras empresas. Embora, haja forte associação entre os negócios, a maior parte da coordenação destes oligopólios sobre os demais ocorre com foco em políticos ou em políticas específicas (Schneider 2009), tornando possível se perceber a atuação estatal nos setores.

Além da estrutura hierárquica do mercado, Bazuchi et al. (2013), e Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello (2015) mostram que, a partir de 2000, o governo brasileiro adotou uma política para impulsionar setores específicos pela promoção de campeãs nacionais, encorajando essas empresas, e grandes grupos de negócios, a ampliarem o seu escopo de diversificação. Por exemplo, pode-se observar o montante de aporte de capital e a crescente participação acionária da BNDESPar em duas grandes empresas líderes em seus setores, a JBS (a partir de 2007)¹, e a TOTVS (a partir de 2005)², as quais adotaram políticas de diversificação e internacionalização em consonância com as políticas industriais

¹ Dados do relatório do BNDES (2014) mostram que em 2007, houve um aporte de R\$1,1 bilhão na empresa JBS que possibilitaram aquisições da empresa nos EUA (Smithfield Beef, Five Rivers e Pilgrim's), transformando a JBS na maior empresa de carnes no mundo, com destaque nas áreas de suínos, aves, coprodutos e processados.

² O relatório do BNDES (2014) mostra a entrada da BNDESPar no capital da TOTVS em janeiro de 2005 com o aporte de R\$40 milhões, por 17,6% do capital, que propiciou inicialmente a manutenção do controle nacional da empresa quando houve a saída do fundo estrangeiro Advent, e posteriormente, mediante o investimento de novos valores, possibilitou a diversificação concêntrica da plataforma tecnológica da empresa, aumentando sua capacidade de atendimento de segmentos verticais, tais como indústria, comércio, serviços e agronegócios, nos períodos subsequentes.

estabelecidas no período³ que visavam a consolidar a liderança brasileira em cenário mundial (BNDES, 2014).

Assim, este artigo visa a identificar os efeitos da Propriedade Estatal no desempenho da subsidiária, a partir do entendimento da estrutura hierárquica das subsidiárias e do pressuposto de que o governo pode influenciar esses níveis hierárquicos de forma diferente, gerando efeitos distintos sobre o desempenho analisado. Dessa forma, além dessa introdução, o estudo encontra-se subdividido em 6 partes. A próxima seção comenta sobre três das principais perspectivas teóricas que explicam o desempenho das subsidiárias, as quais são relevantes para a extração dos fatores determinantes do desempenho deste trabalho. A terceira seção consiste na descrição do modelo conceitual e a construção das hipóteses de investigação deste capítulo, cuja divisão norteia também a apresentação dos resultados. Os procedimentos metodológicos, a descrição das variáveis, composição da amostra, e a explanação do método utilizado, se encontram na quarta seção, a qual é precedida pela seção de resultados na quinta seção, e as considerações finais, na sexta e última seção.

2 REFERENCIAL TEÓRICO E REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção pretende-se apresentar as teorias que oferecem suporte para entendimento do desempenho das subsidiárias, apontando simultaneamente alguns estudos desenvolvidos fundamentados pelas teorias comentadas.

Visando a delimitar o sentido conceitual da expressão “desempenho da subsidiária” deste trabalho, torna-se importante ressaltar que esse conceito tem sido encontrado na literatura de negócios internacionais com dois sentidos diferentes (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001). O primeiro sentido é o adotado para fins deste trabalho, e corresponde ao desempenho que uma subsidiária possui em seu mercado local, e pode ser encontrado como o desempenho financeiro ou operacional, conforme evidenciado nos estudos de (Ramsey 2013; Tian e Slocum 2014). O segundo, contudo, discute o desempenho da subsidiária como o valor, influência e importância relativa em sua matriz multinacional, segundo (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Birkinshaw 1996; Roth e Morrison 1992).

Além disso, também cabe enfatizar que as teorias que explicam os efeitos da Propriedade Estatal sobre o desempenho das firmas já foram apresentadas no artigo 1, e

³ As políticas industriais vigentes no período são a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) de 2004 a 2007, e a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) de 2008 a 2010.

excluídas, portanto deste referencial. Contudo, a discussão acerca do efeito multinível, segundo as teorias visão baseada em recursos, teoria institucional e Economia Política, a qual é objetivo central deste capítulo, é realizada na seção do modelo conceitual no desenvolvimento das hipóteses de investigação.

2.1 Perspectivas teóricas sobre o desempenho das subsidiárias no exterior

Uma ampla literatura tem sido utilizada para explicar os complexos condicionantes que proporcionam um maior desempenho da subsidiária internacional (Mitchell, Shaver, e Yeung 1993). A subsidiária é definida como uma entidade semiautônoma da multinacional que obtém maior ou menor nível de competitividade, dependendo do ambiente em que está localizada (Birkinshaw, Hood, e Young 2005). É importante definir que as subsidiárias, não são meramente subordinadas à sua matriz multinacional, mas, por vezes, possuem um comportamento potencial independente (Birkinshaw, Hood, e Young 2005) em resposta às diferentes nuances do seu contexto de atuação.

A literatura sobre os fatores associados ao desempenho da subsidiária é crescente, e tem utilizado ou adaptado diversas teorias para explicar as diferentes facetas inerentes ao complexo fenômeno do desempenho das subsidiárias. De fato, a literatura retrata o contexto de atuação da subsidiária, como uma arena competitiva de alta complexidade, pois as subsidiárias enfrentam simultaneamente uma competição interna (dentro da multinacional frente às demais subsidiárias) e externa no mercado de atuação frente aos concorrentes locais (Birkinshaw, Hood, e Young 2005; Lo e Lin 2015). Segundo os autores, cada ambiente dessa arena representa um conjunto de ameaças e oportunidades para a subsidiária que moldam suas decisões, estratégias e conseqüentemente seu desempenho. Dessa forma, uma teoria apenas não é suficiente para explicar a realidade de atuação das subsidiárias, é necessário o suporte em diferentes perspectivas.

Dentre as teorias verificadas na literatura consultada, os principais estudos se encontram fundamentados na visão baseada em recursos (RBV), na teoria institucional, e na teoria contingencial, ou em uma integração das três perspectivas, as quais são brevemente comentadas a seguir, conforme a leitura que fazem sobre o desempenho das subsidiárias internacionais.

A teoria da Visão Baseada em Recursos (RBV) argumenta como as firmas podem usar seus recursos e desenvolver capacidades de maneira a obter vantagens frente aos seus concorrentes (Barney 1991), e tem sido utilizada em negócios internacionais para entender

como as variações entre os recursos das firmas afetam os investimentos no exterior (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). A RBV tem como foco a heterogeneidade das empresas para um desempenho superior (Barney 1991), se fundamentando no domínio e uso de recursos valiosos, raros, de difícil imitação, transferência e substituição ao longo do tempo (Barney 1991).

No nível da subsidiária, os pressupostos da RBV se mantêm, ou seja, os estudos defendem que a engrenagem do crescimento da subsidiária também são suas capacidades distintivas (Hughes et al. 2016), todavia ressaltam algumas particularidades quanto à forma de obtenção desses recursos. Grande parte dos estudos mostram que esses recursos, podem ser transferidos pela matriz (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Andersson e Holm 2002; Fang et al. 2007; Hughes et al. 2016; Lo 2016; Lo e Lin 2015), como por exemplo, habilidades de marketing (Lin 2014), conhecimento tecnológico (Edwards, Ahmad, e Moss 2002; Hughes et al. 2016; W. Y. Wu e Lin 2010), experiência internacional (Makino, Lau, e Yeh 2002; Nath, Nachiappan, e Ramanathan 2010; Ramsey 2013) e experiência no país hospedeiro (Dikova 2009; Woodcock, Beamish, e Makino 1994).

Embora as evidências mostrem que a transferência de recursos e capacidades específicas da matriz, podem de fato surtir efeito no desempenho das filiais, pois proporciona à subsidiária um conhecimento que pode ser aplicado em situações específicas no seu mercado local (Lo 2016), esta prática, no entanto, pode ser complexa e difícil, ou não surtir o efeito esperado no curto prazo (Fang et al. 2007). Ademais, torna-se importante enfatizar, que mesmo transferidas pela matriz, as capacidades e recursos geralmente precisam sofrer alterações e adaptações para o novo mercado hospedeiro (Fang et al. 2007; Lo 2016; Lo e Lin 2015).

A adaptação e alterações das capacidades e dos recursos para o mercado local, compromete a autossuficiência da RBV na explicação do desempenho das subsidiárias, em que se verifica uma interface dessa teoria com a perspectiva institucional. A teoria institucional confere maior ênfase no contexto normativo em que as subsidiárias atuam (Hughes et al. 2016), uma vez que as instituições constroem ou facilitam as relações econômicas (Henisz e Swaminathan 2008; Meyer 2001), especialmente nos processos e negócios internacionais. As instituições são restrições humanamente construídas que estruturam as interações políticas, sociais e econômicas (North, 1991), definindo as “regras do jogo” (Peng, 2003). São mudanças fundamentais introduzidas para criação da ordem e redução das incertezas nos negócios e podem se manifestar de maneira formal (regras, leis, constituições) ou informal (normas de conduta ou convenções) (North, 1991).

De acordo com a teoria, diferentes ambientes são arraigados de diferentes níveis de recursos e por instituições de eficiência variada, que afetam as empresas de formas diferentes, variando conforme o conjunto de capacidades e recursos das firmas (Peng, Wang, e Jiang 2008), com o relacionamento entre o país de origem e o hospedeiro (Li et al., 2014) e segundo as estratégias da firma definidas para aumentar a sua legitimidade no ambiente hospedeiro (Meyer, Ding, Li, & Zhang, 2014). Essas diferenças geram pressões que podem dificultar ou facilitar a atuação das multinacionais no mercado externo, e conseqüentemente o resultado das subsidiárias.

Assim, a teoria institucional postula que as ações e o desempenho das subsidiárias são uma resposta às pressões institucionais, tanto provindas da matriz multinacional, para adotar práticas transferidas, quanto as realizadas pelo mercado de atuação, forçando um alinhamento das práticas transferidas no mercado local (Heckman, Heinrich, e Smith 1997; Hughes et al. 2016; Venaik, Midgley, e Zeitlin 2005). No entanto, torna-se importante enfatizar que a capacidade responsiva das subsidiárias são derivadas das circunstâncias vivenciadas no seu mercado de atuação (Lin 2014). Dessa forma, os estudos recorrem à teoria contingencial, para explicar o desempenho da subsidiária como resultado do alinhamento ou congruência entre a estratégia local (em resposta às pressões do mercado) e a estrutura organizacional (pressões da matriz) (Lin 2014).

A teoria contingencial relaciona a teoria organizacional com a teoria comportamental (Tian e Slocum 2014) ao postular que as empresas são sistemas abertos que precisam satisfazer não somente as suas necessidades internas, mas adaptá-las às circunstâncias do ambiente externo (Schmid e Kretschmer 2010) para serem efetivas. Em outras palavras, para a teoria contingencial, o ajuste é o conceito central no desempenho das subsidiárias (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Lin 2014; H.-L. Wu 2011), ou seja, as subsidiárias precisam ajustar ou adaptar suas estratégias a cada ambiente, respectivamente, para obterem sucesso (Lin 2014; Subramaniam e Watson 2006; Tian e Slocum 2014).

É interessante observar que essas três perspectivas, a RBV, a teoria institucional e a contingencial, ofereceram suporte para o desenvolvimento de dois conjuntos de teorias clássicas de internacionalização, a teoria da internalização e das vantagens competitivas (Buckley, Wang, e Clegg 2007; Dunning 2000, 2003; Dunning, Pak, e Beldona 2007; Mitchell, Shaver, e Yeung 1993). Dentre a perspectiva das vantagens competitivas, o paradigma eclético OLI (Dunning 2000, 2003; Dunning e Lundan 2008) busca suporte na RBV para explicar as vantagens específicas de propriedade (O), em que as subsidiárias que obtêm desempenho superior são aquelas que possuem recursos específicos advindos da

multinacional (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Forsgren, Pedersen, e Foss 1999). As vantagens locais (L), conforme o paradigma, são os recursos, ativos e fatores do mercado de atuação que proporcionam vantagens diferenciais para as subsidiárias, cujo acesso são moldados pelas instituições econômicas, políticas e sociais do mercado exterior, conforme apontado pela teoria institucional (Christmann, Day, e Yip 1999; C. Hsu, Chen, e Caskey 2017).

Por fim, os teóricos da internalização, explicam o sucesso das multinacionais pela internalização dos custos de transação (Buckley e Casson, 1976; Hymer, 1972; Coase, 1937), o qual coincide com as vantagens de internalização (I) do paradigma eclético (Dunning 2000). Nessa vertente, as falhas de mercado geram custos de coordenação das atividades internacionais, e trazem as operações para um mesmo controle (internalizar) dentro da firma pode minimizar esses custos consideravelmente e melhorar o desempenho (Buckley; Casson, 1976; 2010). Os pressupostos dessa perspectiva oferecem suporte para vantagens de eficiência das multinacionais que podem gerar efeitos sobre o desempenho (Grant 1987). Dessa forma, a responsividade e contingência da subsidiária em adotar as estratégias e capacidades transferidas da matriz e adaptá-las conforme as pressões do mercado são consistentes com alguns dos pressupostos da teoria da internalização (I) ao discutir o relacionamento de interdependência entre as subsidiárias e a matriz, e a autonomia da subsidiária para adotar as estratégias mais eficientes para redução dos custos de transação (Hughes et al. 2010; Subramaniam e Watson 2006).

Assim, as teorias de internacionalização, demonstram como as teorias RBV, institucional e contingencial coexistem de forma interdependente, oferecendo subsídios para integrar todos os fatores que, potencialmente, influenciam o desempenho das subsidiárias no exterior em três grupos de fatores: (i) características específicas da subsidiária; (ii) características, estratégias de gestão, capacidades e estrutura da matriz; (iii) fatores ambientais como a estrutura do mercado hospedeiro, conjuntura econômica do país hospedeiro (Schmid e Kretschmer 2010); os quais serão incorporados nos modelos analisados neste trabalho.

O Quadro 1 sistematiza os argumentos do desempenho da subsidiária discutidos conforme cada perspectiva comentada nesta seção, e agrupa alguns dos estudos empíricos realizados fundamentados pela teoria em questão.

Quadro 1 - Argumentos das perspectivas teóricas sobre o desempenho das subsidiárias no exterior.

Perspectiva Teórica	Argumentos do Desempenho da Subsidiária	Trabalhos Empíricos
Visão Baseada em Recursos (RBV)	As capacidades distintivas da subsidiária são fatores essenciais para o desempenho no cenário internacional. Podem ser desenvolvidos pela subsidiária ou transferidos pela matriz.	(Birkinshaw 1996; Birkinshaw, Hood, e Young 2005; Fang et al. 2007; X. Huang e Renyong 2014; Hughes et al. 2016; Lo 2016; Lo e Lin 2015; Nath, Nachiappan, e Ramanathan 2010)
Teoria Institucional	Diferentes ambientes são arraigados de diferentes níveis de recursos e por instituições de eficiência variada, que afetam as empresas de formas diferentes, podendo dificultar ou facilitar o resultado das subsidiárias.	(Dikova 2009; C. Hsu, Chen, e Caskey 2017; X. Huang e Renyong 2014; Hughes et al. 2016; Sethi e Elango 1999; Venaik, Midgley, e Devinney 2005)
Teoria Contingencial	As subsidiárias precisam ajustar ou adaptar suas estratégias segundo as pressões da matriz e do ambiente para obterem sucesso e melhor desempenho.	(C. Hsu, Chen, e Caskey 2017; Lin 2014; Qu e Zhang 2014; Schmid e Kretschmer 2010; Subramaniam e Watson 2006; Tian e Slocum 2014; W. Y. Wu e Lin 2010)

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

3 MODELO CONCEITUAL E HIPÓTESES: A ESTRUTURA HIERÁRQUICA DA SUBSIDIÁRIA E O EFEITO MULTINÍVEL DA PROPRIEDADE ESTATAL

O modelo conceitual desenvolvido neste trabalho é subdividido em quatro partes principais, cujas argumentações seguem explicitadas nas seções seguintes. A primeira seção, corresponde à primeira parte do modelo conceitual e compreende a discussão acerca da estrutura hierárquica da subsidiária, argumentando a relevância de cada um dos níveis, e os efeitos destes sobre o desempenho das subsidiárias no exterior.

A segunda, terceira e quarta seções contemplam, respectivamente, as partes seguintes do modelo conceitual, inserindo o efeito da Propriedade Estatal na estrutura hierárquica discutida previamente. Para isso, fundamenta-se nos pressupostos das perspectivas teóricas que subsidiaram o desenvolvimento do conjunto de hipóteses apresentadas em cada seção, respectivamente:

- a) A Visão Baseada em Recursos (RBV), conforme discutida na segunda seção;
- b) A Teoria Institucional (TI) apresentada na terceira;
- c) A Economia Política (EP) apresentada na quarta seção.

Dessa forma, o modelo geral, apresentado ao final, agrupa todos os efeitos esperados, discutindo o efeito multinível da Propriedade Estatal. O modelo argumenta que a Propriedade

Estatual deve ser analisada considerando-se a estrutura hierárquica das firmas, uma vez que diferentes teorias explicam os efeitos governamentais de maneiras distintas (Cuervo-Cazurra et al. 2014). Grande parte dos estudos encontrados nessa temática, utilizam modelos lineares tratando esse fenômeno de maneira similar em um nível, desconsiderando o efeito estatal na estrutura hierárquica na qual as subsidiárias estão inseridas, o que pode gerar vieses, limitações e restrições para a análise da influência estatal.

3.1 A estrutura hierárquica da subsidiária: a influência cruzada entre a matriz e o país hospedeiro

A avaliação de performance das empresas de uma forma geral, nem sempre é uma tarefa simples, e é considerada mais complexa e dinâmica quando se trata da avaliação do desempenho das subsidiárias internacionais (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001). Poucos estudos têm se dedicado a entender os fatores inerentes associados, ou os condicionantes do desempenho das subsidiárias (Ramsey 2013).

Os estudos que discutem o desempenho das subsidiárias, partiram das principais teorias financeiras e econômicas, que explicam o crescimento da firma, como a visão baseada em recursos, e a estrutura, conduta e desempenho, que foram ao longo do tempo desenvolvidas com a inclusão de fatores que apresentam efeitos específicos, até que se chegasse a um modelo geral que contemplasse os grupos de fatores que explicam o desempenho das subsidiárias. Esse modelo geral compreende fatores relacionados aos aspectos do país hospedeiro (tanto o contexto macroeconômico como a estrutura industrial do mercado), às condições da matriz (MNE) e à estratégia da própria subsidiária (Christmann, Day, e Yip 1999; Forsgren, Pedersen, e Foss 1999). A literatura mostra que cada um desses fatores explica um nível de análise do desempenho da subsidiária (Christmann, Day, e Yip 1999; Ramsey 2013; Schmid e Kretschmer 2010), uma vez que representam as dimensões e fontes do desempenho (Ramsey 2013).

Os aspectos referentes ao país hospedeiro ou a estrutura industrial do mercado hospedeiro afetam o ambiente geral de todas as subsidiárias que operam num determinado país, como também sua competitividade frente aos seus concorrentes (Christmann, Day, e Yip 1999). As características do país hospedeiro correspondem aos fatores inerentes à localização das subsidiárias, e seu ambiente envoltório (Forsgren, Pedersen, e Foss 1999), que são muito importantes para explicar o complexo desempenho das subsidiárias no exterior (Tian e Slocum 2014).

Estes fatores têm muita relação com o modelo estrutura, conduta e desempenho (Chandler, 1962), em que as firmas adotam diferentes estratégias em resposta às mudanças ambientais; e também com a discussão de Dunning (1992) sobre os fatores específicos da localização das multinacionais, os quais, segundo o autor são atrativos para as multinacionais e podem representar fontes de vantagens competitivas para as subsidiárias (Dunning, 1992). Isso porque esses fatores se relacionam à forma reativa das subsidiárias, já que em face de instabilidade e pressões simultâneas de um mesmo país (Christmann, Day, e Yip 1999; W. Y. Wu e Lin 2010), precisam constantemente elaborar novas estratégias em resposta às oportunidades e desafios do mercado hospedeiro (Tian e Slocum 2014). Assim, fatores como o tamanho, desenvolvimento econômico, nível de renda, as taxas de juros, e de inflação do mercado hospedeiro, são exemplos de fatores específicos do país hospedeiro, que são de pouco controle da subsidiária (Christmann, Day, e Yip 1999) e que podem intervir no seu desempenho. Dessa forma, esses argumentos predizem que:

Hipótese 1a: O desempenho anual das subsidiárias internacionais é explicado em parte pela variabilidade entre os países hospedeiros.

As contingências e especificidades da matriz multinacional têm chamado muito a atenção dos pesquisadores de gestão internacional na análise do desempenho da subsidiária (Christmann, Day, e Yip 1999; Schmid e Kretschmer 2010). Sabe-se que as características da matriz, a identidade da MNE, afeta o desempenho de todas as subsidiárias desta multinacional, uma vez que define incentivos de monitoramento e controle (Christmann, Day, e Yip 1999), facilita a transferência ou compartilhamento de recursos e de conhecimentos adquiridos (Christmann, Day, e Yip 1999; Schmid e Kretschmer 2010), entre outros.

Porém, a grande questão que permeia a discussão dos efeitos da matriz sobre o desempenho de sua subsidiária está relacionada à interdependência, autonomia e controle da subsidiária (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Lin 2014; Mudambi 1999; Schmid e Kretschmer 2010; Taggart 1999), pelo qual os estudos apresentam resultados mistos e inconclusivos, uma vez que varia conforme a estratégia adotada pela matriz. Entretanto, há concordância entre os estudos, no que diz respeito ao sentido hierárquico dessa relação, em que a matriz multinacional ocupa a posição superior detendo maior poder sobre a subsidiária, que ocupa a posição inferior, e é moldada conforme os interesses da matriz (Lin 2014; Schmid e Kretschmer 2010). Dessa forma, vê-se que a multinacional tem um efeito significativo sobre a subsidiária e conseqüentemente o sobre o seu desempenho, comumente inserida nos modelos pela inserção de seus fatores específicos, tais como tamanho, a

experiência, o grau de internacionalização, o nível de diversificação, entre outros (Schmid e Kretschmer 2010). Essas argumentações permitem supor que:

Hipótese 1b: O desempenho anual das subsidiárias internacionais é explicado em parte pela variabilidade entre as multinacionais.

Dentro do entendimento que as subsidiárias fazem parte de uma MNE, as quais impõem seus objetivos para a unidade no exterior, a literatura também evidencia que, de maneira contraditória, as subsidiárias tem seus próprios objetivos que podem ou não coincidir, necessariamente, com os objetivos da MNE (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001; Ramsey 2013).

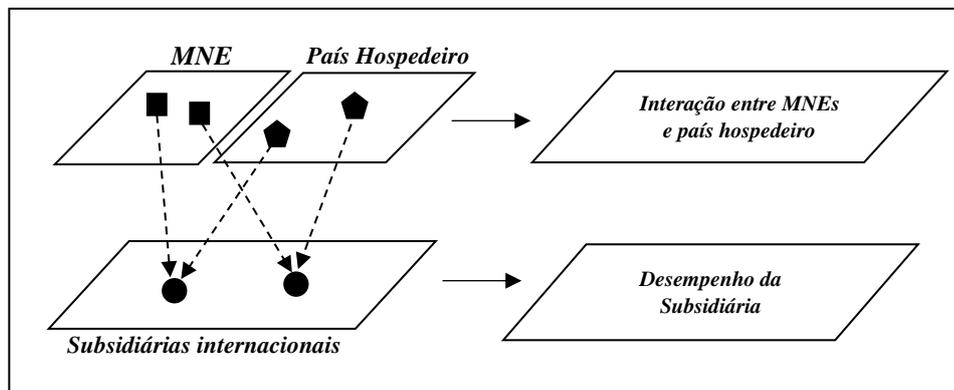
De forma geral, as multinacionais buscam, primeiramente, coordenar as estratégias de todas as suas subsidiárias localizadas em diferentes países hospedeiros, ao passo que cada subsidiária específica busca lidar com os problemas e as nuances no país em que está atuando (Lin 2014; T. Wei, Clegg, e Ma 2014). Assim, a literatura mostra que as subsidiárias, embora tenham objetivos ambíguos, não são consideradas apenas como um apêndice da multinacional (Tian e Slocum 2014), precisam formular, independentemente, suas estratégias em resposta às contingências específicas de seu local de atuação (T. Wei, Clegg, e Ma 2014).

Com isso, os estudos permitem constatar que o desempenho das subsidiárias é influenciado, em parte, pela matriz multinacional, ao determinar e moldar as ações da subsidiária, e em parte pelos efeitos das variações econômicas e estruturais do país hospedeiro, conforme sua capacidade responsiva àquele mercado. Assim, já que não é possível estabelecer relações hierárquicas entre a matriz e o país hospedeiro, uma vez que não é possível afirmar que a multinacional está submetida às condições de um país específico ou, ao contrário, um país está sujeito às especificidades de uma multinacional, assume-se que o desempenho da subsidiária está condicionado à interação entre os efeitos do país hospedeiro e de sua multinacional. Para tanto, investiga-se:

Hipótese 1c: O desempenho anual das subsidiárias internacionais é explicado pela interação entre a variabilidade entre as multinacionais e entre os países hospedeiros.

A Figura 1⁴ esquematiza a estrutura hierárquica da subsidiária, a qual encontra-se sujeita à variabilidade das multinacionais e também dos países hospedeiros, de maneira que a combinação entre a multinacional e o país hospedeiro, ou seja, a interação entre estes níveis, representaria as estruturas de agrupamento das subsidiárias, e, portanto, os seus níveis hierárquicos. Assim, visando a alcançar os objetivos almejados, neste capítulo, define-se, primeiramente, a estrutura hierárquica da subsidiária, identificando no primeiro momento, o efeito da variabilidade das multinacionais sobre o desempenho, posteriormente, o efeito da variabilidade dos países hospedeiros, e, finalmente, o efeito da interação (efeito cruzado) entre a variabilidade das multinacionais e dos países hospedeiros.

Figura 1 - Estrutura Hierárquica da Subsidiária no Exterior.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

3.2 A Propriedade Estatal como recurso da multinacional: o nível segundo a Visão baseada em Recursos

A Propriedade Estatal das firmas tem sido considerada em muitos estudos como um atributo adicional para as firmas, que as conferem uma série de vantagens e benefícios, e que possibilita à firma gerar maior valor econômico frente aos seus concorrentes (Cuervo-Cazurra et al. 2014; J. Tan e Wang 2010). Esses estudos, são em geral fundamentados na visão baseada em recursos (RBV) e assumem que as empresas estatais diferem das empresas majoritariamente privadas, por receberem um tratamento diferenciado e serem favorecidas na maioria das políticas econômicas de seus governos (Amighini, Rabellotti, e Sanfilippo 2013b; X. Huang e Renyong 2014).

⁴ Para fins didáticos e de simplificação, optou-se por não esquematizar na figura o efeito da variabilidade dos anos, o qual foi modelado na metodologia como nível 2, para capturar a variação dos anos no desempenho de cada subsidiária.

De fato, os estudos mostram inúmeras vantagens que as firmas de Propriedade Estatal possuem em seu país de origem. As multinacionais de Propriedade Estatal têm maior vantagem que aquelas de propriedade privada para a obtenção de financiamento (Chizema, Amon; Le 2011; Huang, Xueli; Renyong 2014; Robins 2013; Y. Tan et al. 2014; Yu 2013), e, para suporte e acesso a recursos específicos, obtendo reforço para suas estratégias e iniciativas de investimento no exterior (Gammeltoft, Barnard, e Madhok 2010; Ioannou e Serafeim 2012; Yang e D. Stoltenberg 2014), possuem maior reserva de caixa (Choi, Sami, e Zhou 2010; Kusnadi, Yang, e Zhou 2014), menor volatilidade do preço de mercado (Ben-Nasr e Cosset 2014), na seleção de parceiros (Chizema, Amon; Le 2011), entre outras vantagens.

Nesse sentido, os estudos argumentam que a participação do governo nas empresas representa um recurso estratégico da firma, pois o governo como um acionista dominante, oferece uma “mãozinha” às firmas (A. Shleifer e Vishny 1994) fornecendo recursos políticos, financeiros, e instrumentos administrativos, de forma a proporcionar maior competitividade e desempenho no cenário internacional (Chizema, Amon; Le 2011; Y. Tan et al. 2014). Guo, Clougherty, e Duso (2016), por exemplo argumenta que dentro da política “Go Global” do governo chinês, os bancos de desenvolvimento servem como condutores de empréstimos a custos subsidiados para empresas politicamente conectadas.

Assim, vê-se que a Propriedade Estatal, independentemente do tipo e do grau de propriedade, tem sido investigada e modelada na grande maioria dos trabalhos consultados, como um fator específico da firma, como pode ser observado nos trabalhos de Ben-Nasr e Cosset (2014), Chizema, Amon; Le (2011), Huang, Xueli; Renyong (2014), Kusnadi, Yang, e Zhou (2014), C. Wang, Hong, Kafouros, e Boateng (2012), Q. Wang, Wong, e Xia (2008), X. Wei et al. (2016), Yang e D. Stoltenberg (2014) entre tantos outros.

Em resumo, os pressupostos da visão baseada em recursos oferecem subsídios para entender que a Propriedade Estatal possui efeito sobre o desempenho das subsidiárias, a partir do momento que confere vantagens competitivas para a multinacional, que conseqüentemente transfere para a subsidiária internacional. Assim, como neste trabalho se investiga o desempenho da subsidiária, assume-se que a Propriedade Estatal apresenta efeitos significativos sobre o nível da multinacional, como um recurso específico adicional à matriz e, conseqüentemente, esses efeitos favorecem o desempenho da subsidiária no exterior. Dessa forma, investiga-se que:

Hipótese 2a: A Propriedade Estatal apresenta efeitos significativos sobre o nível da multinacional e conseqüentemente sobre o desempenho anual das subsidiárias internacionais.

Todavia, em Hong, Wang, e Kafouros (2015), observa-se que nem todas as multinacionais estatais conseguem se beneficiar do envolvimento com o governo. A Propriedade Estatal pode trancar as firmas em um contexto institucional particular que não possibilita a criação de novas capacidades. De maneira que a Propriedade Estatal pode, sim, facilitar a internacionalização, mas também pode gerar dependência institucional. Esse entendimento é explicado em Cuervo-Cazurra et al. (2014), no qual a Propriedade Estatal apresenta um efeito duplo sobre a vantagem competitiva das firmas no exterior. Os autores enfatizam que o relacionamento com os governos pode ser benéfico quando os governos proporcionam às estatais multinacionais crédito subsidiado que, muitas vezes, não estão acessíveis às empresas privadas, ou suporte diplomático para lidar com governos hospedeiros, tornando possível investimentos mais robustos que as empresas privadas. Por outro lado, os autores ressaltam que a Propriedade Estatal também pode ser fonte de desvantagem competitiva, especialmente, frente à hostilidade e discriminação dos governos e dos consumidores dos países hospedeiros.

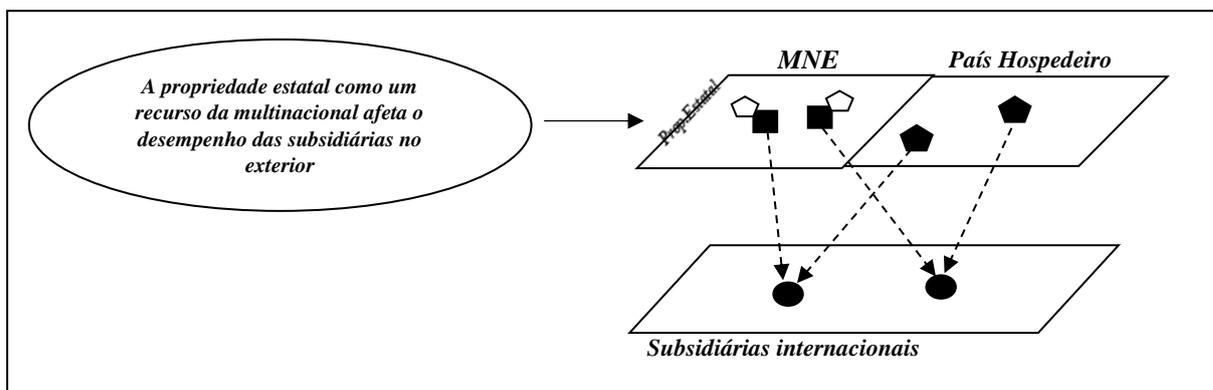
Assim, os estudos enfatizam que a Propriedade Estatal somente é fonte de vantagem competitiva se a empresa estatal já possuir recursos distintivos, os quais são intensificados mediante o suporte governamental (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). Estudiosos nessa vertente defendem que as firmas respondem diferentemente às pressões isomórficas, que variam consideravelmente conforme os diferentes recursos e capacidades inerentes às firmas. Para os defensores dessa premissa, as multinacionais que possuem recursos fortes respondem diferentemente às pressões coercitivas, normativas ou miméticas diante de diferentes tipos de Propriedade Estatal (Bass e Chakrabarty 2014; C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). Isso porque firmas com recursos mais fortes, em presença da Propriedade Estatal, podem obter maior poder em suas negociações, e menor dependência de outros agentes nesses processos, ao passo que firmas com conjunto de recursos mais fracos, tendem a depender mais de terceiros (Bass e Chakrabarty 2014). Outro suporte a esta premissa é encontrado em (J. Hong, Wang, e Kafouros 2015) que argumentam que firmas com recursos fortes tendem a explorar melhor as relações com os governos e obter maiores vantagens dos serviços prestados pelo estado, e, ainda, influenciar as políticas de regulação visando a condições mais favoráveis.

Com isso, a RBV oferece suporte para entender que a Propriedade Estatal possui também um papel moderador ao intensificar os recursos distintivos já existente das multinacionais, e proporcionar melhor resultado no cenário internacional. Dessa forma, pressupõe-se que

Hipótese 2b: A Propriedade Estatal intensifica os efeitos das características da multinacional sobre o desempenho anual das subsidiárias internacionais.

A Figura 2 representa o efeito da Propriedade Estatal ao nível da matriz, conforme as argumentações da visão baseada em recursos, de acordo com as evidências explicitadas nesta seção.

Figura 2 - Efeito da Propriedade Estatal no nível da multinacional.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

3.3 A Propriedade Estatal na relação país hospedeiro – governo de origem: o nível segundo a Teoria Institucional

Na literatura podem-se encontrar estudos investigando as aplicações da teoria institucional sobre o comportamento das empresas multinacionais, reconhecendo que as instituições influenciam cada aspecto do comportamento das multinacionais, abrangendo desde a decisão de internacionalização (Gammeltoft, Barnard, e Madhok 2010), como a escolha do país hospedeiro (Duanmu 2014a; Ramasamy, Yeung, e Laforet 2012), o modo de entrada (Delios e Henisz 2003; Demirbag, Glaister, e Tatoglu 2007; Meyer 2001), e como as subsidiárias lidam com as pressões institucionais (Regnér e Edman 2013). Os estudos variam conforme a origem das multinacionais, das características do país hospedeiro, distância institucional entre o país de origem e hospedeiro, entre outros.

Neste estudo, utiliza-se a teoria institucional para explicar a relação entre as instituições de origem das multinacionais e dos países hospedeiros. A influência das instituições do país de origem é percebida na literatura como fator decisivo para o sucesso internacional das multinacionais (Dunning e Lundan 2008; Gammeltoft, Barnard, e Madhok 2010; Hong, Wang, e Kafouros 2015; Yang e Stoltenberg 2014) e tem sido, amplamente, retratado pela literatura como estratégia de governos de economias emergentes (Bruche 2010; Sauvant e Chen 2014b), dada a imaturidade e inexperiência de suas multinacionais recém-internacionalizadas (Buckley et al. 2008; Hong, Wang, e Kafouros 2015; Peng, Wang, e Jiang 2008).

Como instrumentos de influência, o governo de origem pode utilizar de políticas internas e externas. Entre as políticas internas se encontram as políticas públicas de nível macro, como políticas macroeconômicas protecionistas (Yang e Stoltenberg 2014), subvenções e subsídios (Stephan, Uhlaner, e Stride 2014); em nível de indústria, como a seleção de setores estratégicos para o crescimento econômico (Hong, Wang, e Kafouros 2015) e, ainda, em nível de empresa, como políticas de inovação (Yang e Stoltenberg 2014), financiamento à internacionalização e arranjos de propriedade (Hong, Wang, e Kafouros 2015). Entre as políticas externas, se encontram os tratados de proteção ao investimento (Hong, Wang, e Kafouros 2015), acordos para eliminação de bitributação, acordos de complementação econômica e os acordos internacionais de cooperação entre os países de origem e hospedeiro (Jandhyala e Weiner 2014).

Embora especial ênfase tem sido dada ao aparato institucional do governo chinês para a promoção e criação de multinacionais chinesas (Buckley et al. 2008; Hong, Wang, e Kafouros 2015; Sauvant e Chen 2014b; Yang e Stoltenberg 2014, entre outros) visando à estabilidade de crescimento econômico e competitividade internacional de suas firmas (Sauvant e Chen 2014b; Yang e Stoltenberg 2014), não se pode negligenciar as evidências do suporte institucional para a internacionalização observado em outras regiões de economias emergentes, como a América Latina (Sánchez-Martín, de Arce, e Escribano 2014). No Brasil, especificamente, o suporte institucional promovido pelo governo, além das políticas internas de subsídios, legislação e regulação favoráveis, conforme evidenciado em (Bazuchi et al. 2013; Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015), no mercado externo, junto às instituições dos países hospedeiros, o suporte consiste na adoção de mecanismos complementares, como a assistência diplomática, organização de missões bilaterais, visando a abertura dos mercados hospedeiros, e também articulações e assistência para resolução de conflitos nesses mercados (Bazuchi et al. 2013).

Dentre os mecanismos adotados, os acordos bilaterais de investimentos, visando a facilitar e encorajar o investimento no exterior pela eliminação de dupla taxação, estão dentre as medidas mais utilizadas pelos governos, tendo expandido rapidamente ao longo das duas décadas anteriores (Sauvant et al. 2014) são considerados como uma integração regional institucional (Yang e Stoltenberg 2014), tornando o país hospedeiro uma região preferencial para investimento das multinacionais. Dessa forma, os estudos evidenciam que, normalmente, os acordos bilaterais de investimento com os países hospedeiros são o primeiro passo dos governos de origem para criação de um ambiente legal que afeta os investimentos no exterior (Sauvant et al. 2014), e esses países hospedeiros são utilizados pelas multinacionais como base de treinamento para seus investimentos (Yang e Stoltenberg 2014), uma vez que minimizam os custos e os riscos inerentes à atividade internacional (Du e Boateng 2014), favorecendo seu desempenho naquele país.

Dessa forma, assume-se neste trabalho que a configuração do ambiente externo é moldada por mecanismos de proximidade adotados pelos governos de origem com as instituições do país hospedeiro, como os acordos bilaterais de investimento, os quais são preponderantes para o investimento e favorecem a atuação de suas multinacionais naquele ambiente (Gammeltoft, Pradhan, e Goldstein 2010; Yang e Stoltenberg 2014), pois consistem em uma das formas de obtenção de legitimidade no país hospedeiro (Cuervo-Cazurra et al. 2014; Peng et al. 2000; Peng, Wang, e Jiang 2008; S. L. Sun et al. 2014), conforme os pressupostos da teoria institucional. Dessa forma, a existência desses acordos, constituem um nível de agrupamento dos investimentos internacionais, e conseqüentemente, representam parte do desempenho das subsidiárias. Assim, presume-se que:

Hipótese 3a: O desempenho anual das subsidiárias internacionais é explicado em parte pela relação entre o país de origem e o país hospedeiro, evidenciados pela existência de acordos bilaterais de investimento.

A literatura tem evidenciado que firmas multinacionais sofrem pressões institucionais no país hospedeiro que afetam sua legitimidade (Meyer, Ding, Li, & Zhang, 2014; C. Wang et al., 2012), mas que essas pressões variam em função dos diferentes tipos de propriedade das multinacionais (Meyer et al., 2014). Nesse sentido, para C. Wang et al., (2012) o tipo e a magnitude das pressões institucionais variam entre as multinacionais, dependendo do seu grau de envolvimento com o governo de origem. De maneira geral, há um entendimento na literatura que firmas que possuem qualquer grau de envolvimento com o governo de origem, como as multinacionais estatais, sofrem pressões institucionais adicionais na construção de

sua legitimidade nos países hospedeiros (Cuervo-Cazurra et al., 2014; Cui & Jiang, 2012; Liu, Siler, Wang, & Wei, 2000; Meyer et al., 2014).

Os estudos explicam que o governo hospedeiro e sua população tendem a perceber a multinacional estatal como um instrumento de controle de um outro governo sobre sua economia (Cuervo-Cazurra et al. 2014), transformando a Propriedade Estatal em um recurso ilegítimo que prejudica a atuação das multinacionais estatais naqueles mercados. Por isso, em busca de proporcionar maior legitimidade às empresas estatais em mercados estrangeiros, os governos de origem optam por estabelecer relações de proximidade com os países hospedeiros, e assim, os estudos assumem que, conseqüentemente, as pressões institucionais variam conforme o tipo de relação estabelecida entre o governo de origem e o governo hospedeiro (Cuervo-Cazurra et al., 2014; Duanmu, 2014). Ambientes com maior proximidade, tendem a apresentar menor hostilidade às multinacionais estatais com maior envolvimento com os governos de origem, como por exemplo, as empresas com Propriedade Estatal direta; ao passo que firmas com menor envolvimento com os governos de origem tendem a ter maior credibilidade em mercados discriminatórios (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012).

Frente às pressões institucionais nos mercados hospedeiros, a literatura evidencia que as multinacionais, em geral, podem utilizar diferentes escolhas estratégicas de adaptação como mecanismos para superar essas hostilidades e construir maior legitimidade no exterior, estratégias que também são utilizadas pelas firmas estatais (Meyer et al., 2014; C. Wang et al., 2012). Assim, a literatura mostra dois mecanismos que são utilizados pelas multinacionais estatais. O primeiro consiste em escolher atuar em países hospedeiros que possuem maior grau de similaridade e proximidade com o governo de origem (Cuervo-Cazurra et al. 2014). O segundo, evidencia um papel proativo exercido pelas multinacionais estatais, ao utilizar da interação e envolvimento que possuem com as instituições de origem (Peng 2003; Xu e Shenkar 2002) para alterar as configurações e arranjos institucionais do país hospedeiro (Duanmu, 2014; Kwok & Tadesse, 2006).

Este segundo mecanismo é verificado em diversos estudos, como demonstra Hong, Wang, e Kafouros (2015) em que o ambiente institucional do país hospedeiro pode ser moldado pelas firmas investidoras, e pelos governos de origem, ao adotar estratégias que antecipam as oportunidades de internacionalização de suas estatais, elaborando políticas conjuntas com o país hospedeiro que amenizam os efeitos institucionais daquele mercado. Semelhantemente, Du e Boateng (2014) evidenciam o impacto dessas manobras sobre a obtenção de maior legitimidade no mercado hospedeiro e, conseqüentemente, maior sucesso

no momento da aquisição internacional podendo, assim, alcançar maior nível de geração de valor. Duanmu (2014) também mostra essa relação, ao argumentar que as empresas estatais possuem acesso privilegiado ou ligações diretas com atores políticos pivotaes e conseguem, assim, influenciar estes atores para mitigar os riscos de expropriação dos investimentos no exterior.

Dessa forma, assume-se neste artigo que as empresas estatais podem alterar ou reconfigurar o ambiente institucional hospedeiro utilizando a sua relação com os governos de origem na elaboração de políticas externas favoráveis com os países hospedeiros (Wang, Hong, Kafouros, e Boateng 2012), investigando que:

Hipótese 3b: A Propriedade Estatal possui um efeito significativo sobre a relação entre o país de origem e o país hospedeiro, ou seja, sobre a existência de acordos bilaterais entre os países.

Diante do exposto, torna-se importante salientar que o suporte das relações políticas do governo de origem com o país hospedeiro, visando à redução dos riscos de investimento das multinacionais não são incondicionais, e dependem do relacionamento entre a firma e o estado (Duanmu 2014b). Assim, verifica-se que a influência institucional das estatais sobre a elaboração das políticas externas do governo de origem varia conforme o nível hierárquico de controle governamental das firmas (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012). Segundo os autores, firmas associadas a um maior nível de envolvimento estatal podem apresentar maior influência sobre as instituições de origem de maneira a auxiliar suas estratégias internacionais. Isso porque as multinacionais estatais com alto nível de envolvimento com o governo, geralmente possuem oficiais ministeriais como diretores no conselho, os quais coordenam as relações de interdependência entre o governo e as firmas.

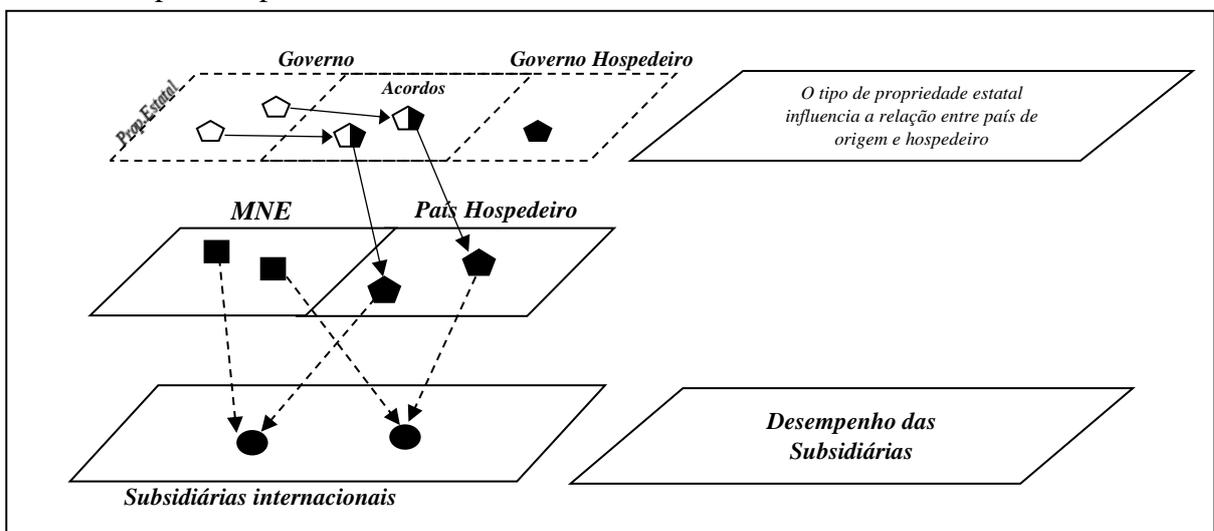
Dessa forma, entende-se que as firmas estatais, e, especialmente, aquelas com maior grau de envolvimento, possuem vantagens frente às demais, a partir de seu relacionamento com os governos de origem, e alcançam, portanto, maior vantagem no relacionamento entre o governo de origem e o hospedeiro (C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012), influenciando a elaboração de políticas externas de forma a reduzir as incertezas de sua atuação em ambientes hostis (Duanmu, 2014). Pan et al. (2014) oferecem suporte à esta premissa, ao argumentar que os efeitos da heterogeneidade do ambiente institucional dos países hospedeiros é maior em firmas com menor nível de Propriedade Estatal, pois estas não possuem um forte apoio institucional do seu governo de origem, ao contrário das empresas que possuem maiores níveis de Propriedade Estatal.

Entende-se, portanto, que a Propriedade Estatal apresenta, segundo a perspectiva institucional, um efeito em um nível diferente, alterando a intensidade do efeito do relacionamento entre o país de origem e os países hospedeiros. Ou seja, sabe-se que as firmas não respondem de maneira homogênea às pressões institucionais externas (Cui e Jiang 2012; C. Wang, Hong, Kafouros, e Wright 2012), ainda que estejam sob um mesmo nível institucional (J. Hong, Wang, e Kafouros 2015), como a Propriedade Estatal. Como suporte à atuação das multinacionais, os governos de origem estabelecem relações de proximidade para mitigar as pressões institucionais sobre suas multinacionais. Contudo, sabe-se que, essas relações estabelecidas entre o país de origem e o hospedeiro podem ser moldadas pelas influências resultante do relacionamento entre o governo de origem e a multinacional, a Propriedade Estatal é um instrumento desse relacionamento. Assim, espera-se que o efeito das relações entre os países de origem e hospedeiro sobre o desempenho da subsidiária seja maior em multinacionais que possuem maior envolvimento com o governo, como a Propriedade Estatal direta, e menor em multinacionais com menor Propriedade Estatal, ou seja:

Hipótese 3c: Quanto maior for o nível de Propriedade Estatal da multinacional, maior será o efeito dos acordos bilaterais sobre o desempenho das subsidiárias internacionais.

As relações descritas e o tipo de influência da Propriedade Estatal, conforme os pressupostos da teoria institucional estão representados na Figura 3.

Figura 3 - Efeito da Propriedade Estatal no nível da relação entre o governo de origem e o país hospedeiro.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

3.4 A Propriedade Estatal controladora da MNE: o nível segundo a Economia Política

Os conceitos de Economia e Política são complexos de se definir, especialmente devido à interação dessas duas ciências nas sociedades modernas (Boddewyn 1988), tornando difícil a distinção de ambas nas esferas social, política e econômica. A perspectiva assume que os governos não são exógenos à economia (Luo, Xue, e Han 2010), ao contrário, agem junto às firmas em busca de bem-estar e poder, de maneira que as firmas e as instituições governamentais cooperam umas com as outras na organização da atividade econômica (Boddewyn 1988).

Dessa forma, os economistas políticos reconhecem e enfatizam que os governos desempenham um papel considerável nos negócios internacionais (Boddewyn e Brewer 2012; Enrico C Perotti 1995), uma vez que os governos são capazes de criar campeões ou perdedores no mercado, alterando as regras nas quais as multinacionais estão inseridas, proporcionando uma relação e interação de natureza complexa, dinâmica e interdependente (Luo, Xue, e Han 2010).

Nessa perspectiva, o governo, que tem como responsabilidade a promoção do desenvolvimento socioeconômico de seu país, intervém em sua economia de forma variada, por meio da elaboração de legislações, estabelecimento de um ambiente regulatório, de forma a moldar o ambiente competitivo, chegando até mesmo a manipular as estratégias e decisões das empresas públicas (Kofele-Kale, 1992).

Assim, as empresas estatais, que surgiram, segundo a economia neoclássica, como mecanismos para correção de falhas de mercado (Vernon 1979; Yeung 1998) com a finalidade do alcance dos objetivos de bem-estar social, são simultaneamente utilizadas pelos governos para a realização de seus próprios interesses políticos (E.C. Perotti 2004; Shleifer e Vishny 1994), tais como a obtenção de suporte político por meio da contratação de funcionários em número maior que o desejável (Haggarty e Shirkey 1996; E.C. Perotti 2004; Shleifer e Vishny 1994), produção de bens que favorecem mais os políticos que os consumidores, e localização de sua produção em regiões politicamente desejáveis ao invés de economicamente atrativas (Boubakri et al. 2011; E.C. Perotti 2004).

Isso ocorre porque as empresas estatais são guiadas por um comportamento político dos governos mais do que por seu comportamento econômico, visando à aquisição, o desenvolvimento, a manutenção e o uso do poder em relação a outras entidades (Boddewyn e Brewer 2012). Nesse sentido, a teoria tem como pressuposição o poder soberano dos governos, defendendo que estes possuem um papel central na análise do comportamento

político das empresas estatais, uma vez que diferentemente dos demais atores, o Estado sustenta uma posição especial de regulação exclusiva e legítima para executar suas regras dentro de um dado território (Boddewyn e Brewer 2012; Yeung 1998).

Esse entendimento de soberania governamental sobre as estatais já era apresentado em Vernon (1979), ao discutir a ambiguidade do surgimento das empresas estatais. Segundo o autor, os governos, ao criar as empresas estatais, anseiam por resultados que vão além do desempenho empresarial, algo que não pode ser obtido pela promulgação de tributos ou pela regulação de preços. Para o autor, as empresas de Propriedade Estatal surgem em meio à ambiguidade pela qual seus gestores devem ser constantemente responsivos atendendo aos sinais governamentais não relacionados à receita ou à lucratividade das firmas, mas, sim, a objetivos associados com o bem-estar da nação.

Com isso, os governos são os controladores, reguladores de direito das empresas estatais (Guo, Clougherty, e Duso 2016; Luo, Xue, e Han 2010) e exercem seu controle de forma ativa ou passiva (Choudhury e Khanna 2014), direcionando as estatais para o alcance de objetivos políticos (A. Shleifer e Vishny 1994), segundo uma lógica de relação dinâmica de *trade-off* entre benefícios e custos políticos (Boubakri et al. 2011). Vernon (1979) já defendia que as multinacionais estatais desempenhavam o papel de agente dos governos, tanto em políticas macroeconômicas, mas também como mobilizadoras de monopólio nacional ou de poder de monopsonio, e também como agentes de acordos de investimentos bilaterais, e de política industrial.

Essa premissa é evidenciada em diversos estudos. Por exemplo, J. Hong, Wang, e Kafourous (2015) investiga os efeitos da Propriedade Estatal sobre a internacionalização das multinacionais, e argumenta que, por meio da Propriedade Estatal, os governos, como acionistas majoritários, afetam as decisões relativas ao investimento no exterior de forma mais direta ao forçar as empresas por meio de pressões normativas e coercitivas a tomarem as decisões conforme os seus objetivos políticos, econômicos e sociais, as quais não são necessariamente ótimas em termos de resultados para as firmas. Bass e Chakrabarty (2014) argumentam que as empresas estatais estão constantemente sob pressão de seus governos de origem para explorar e assegurar fontes de recursos naturais como salvaguarda para o futuro de seus países de origem, o que confere maior poder ao posicionar seus países no contexto geopolítico, reduzindo sua dependência de terceiros. Semelhantemente Guo, Clougherty, e Duso (2016), discutem que as empresas estatais, como agentes do governo chinês, estão sujeitas ao controle do governo, e tendem a sacrificar a sua rentabilidade para satisfazer certos imperativos nacionais, e com isso os autores reconhecem que os objetivos sociopolíticos dos

governos são parte dos mandatos das empresas estatais chinesas. Choudhury e Khanna (2014) ressalta que, se as multinacionais estatais adotam uma estratégia que não está alinhada com os objetivos do governo, a implementação da estratégia pode ser ou atrasada ou mesmo cancelada, diferentemente de quando a estratégia está alinhada com os objetivos governamentais, na qual, a multinacional recebe total apoio e suporte institucional do governo.

Tais evidências e argumentações, permitem entender que a Propriedade Estatal, segundo a Economia Política, representa um instrumento de controle do governo sobre as firmas, e assumiria. Assim, um nível hierárquico superior, ao controlar e manipular as decisões das firmas conforme seus interesses. Assim, investiga-se

Hipótese 4a: A variabilidade da Propriedade Estatal representa um nível de agrupamento superior que explica parte do desempenho anual das subsidiárias internacionais.

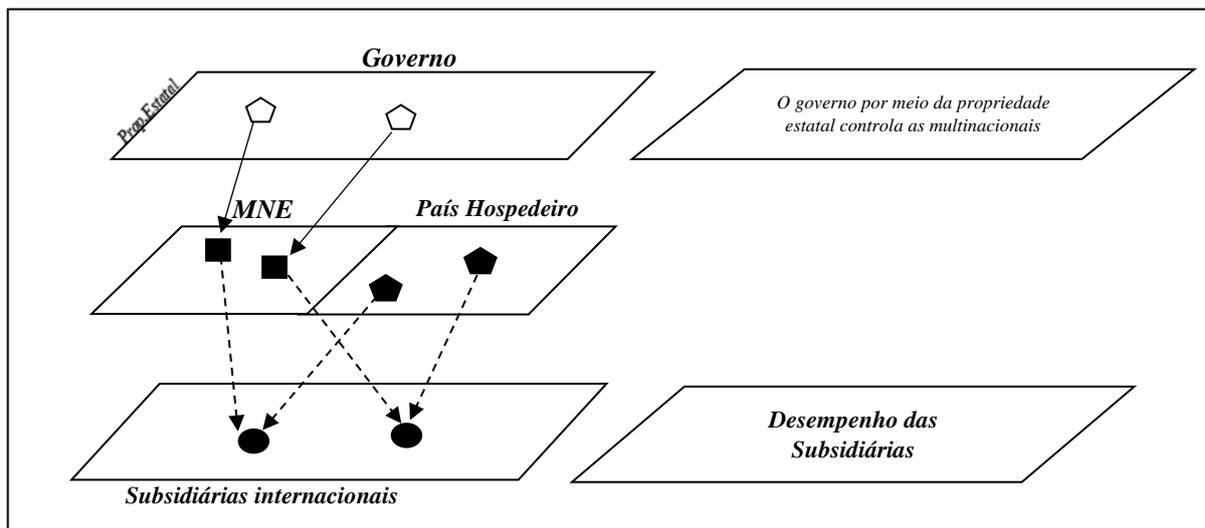
Apesar da premissa encontrada, os estudos também oferecem suporte para entender que o nível de controle dos governos sobre suas estatais, variam de acordo com o tipo de Propriedade Estatal (G. Chen, Firth, e Xu 2009; Choudhury e Khanna 2014; M. H. Li, Cui, e Lu 2014). M. H. Li, Cui, e Lu (2014), por exemplo, argumenta que empresas que possuem governos locais como acionistas não possuem as mesmas obrigações que empresas cujos acionistas são governos centrais. Os autores fazem uma distinção entre as empresas de propriedade de governos locais, as quais são conduzidas como veículos comerciais, ao passo que aquelas empresas de propriedade dos governos centrais, são politicamente orientadas. G. Chen, Firth, e Xu (2009) enfatiza que as estatais afiliadas ao governo central são propriedade e são monitoradas criteriosamente pelo governo central, diferentemente das empresas de propriedade dos governos locais ou de agências governamentais.

Dessa forma, as evidências encontradas sugerem que em empresas com maior envolvimento governamental ou com maior grau de Propriedade Estatal, maior é o nível de controle, e mais, as empresas devem cumprir com os objetivos sociopolíticos dos governos, e assim, espera-se:

Hipótese 4b: Quanto maior for o nível de Propriedade Estatal da multinacional, maior será a variância explicada do desempenho das subsidiárias internacionais.

A esquematização da Propriedade Estatal como nível de agrupamento hierárquico, a partir do entendimento desta como instrumento de controle estatal sobre as multinacionais, segundo os pressupostos da Economia Política, segue representado na Figura 4.

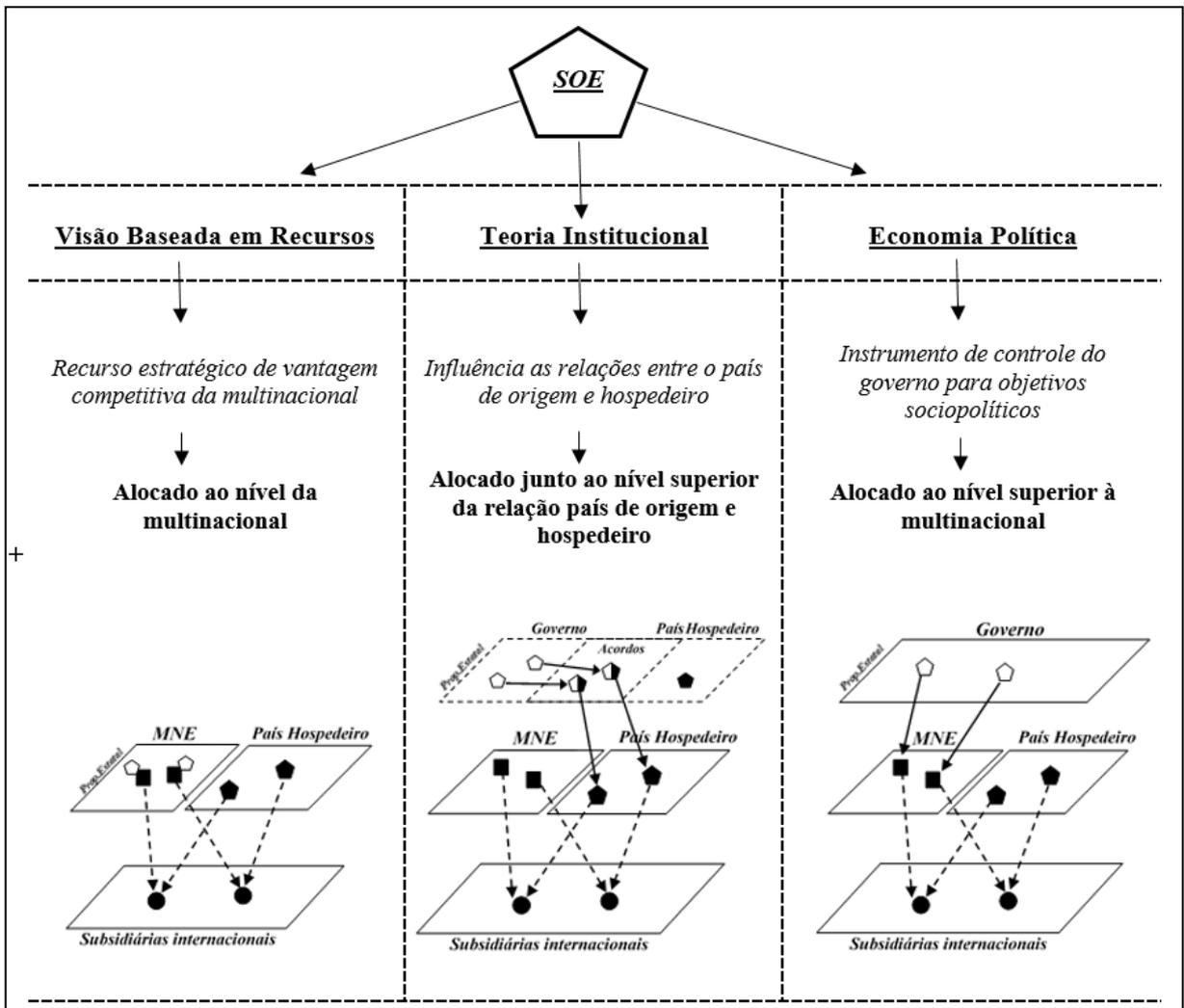
Figura 4 - Efeito da Propriedade Estatal como nível superior da subsidiária.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Encerrando esta seção apresenta-se a Figura 5 que consiste no modelo geral do trabalho, agregando todos os níveis da Propriedade Estatal, conforme cada perspectiva teórica discutida previamente. Por meio da figura, pode-se perceber comparativamente como a Propriedade Estatal pode apresentar diferentes efeitos em cada nível de agrupamento das multinacionais estatais, e como ocorre o efeito sobre as subsidiárias no exterior.

Figura 5 - Modelo Conceitual - o efeito multinível da Propriedade Estatal sobre as subsidiárias no exterior.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

4 METODOLOGIA

Esta seção se dedica à descrição dos processos metodológicos deste capítulo, e encontra-se subdividido em 3 partes. A primeira consta da descrição da população, e os critérios definidos para a obtenção da amostra final das subsidiárias analisadas neste capítulo. A segunda parte, descreve as variáveis utilizadas para as análises, e suas possíveis relações com o desempenho da subsidiária. Por fim, a última descreve, sistematicamente, o método estatístico utilizado e a estratégia de análise para alcance dos objetivos propostos.

4.1 População e Amostra

A população da presente pesquisa consiste nas subsidiárias internacionais das 37 multinacionais brasileiras de capital aberto que compõem a base de dados deste estudo. A listagem das subsidiárias foi obtida, a partir da relação divulgada pelas próprias multinacionais nas notas explicativas dos demonstrativos financeiros publicados pela bolsa de valores BMF&BOVESPA.

O período de consulta aos relatórios foi de julho de 2016 a janeiro de 2017, em que se obteve o total de 422 subsidiárias distribuídas em 53 países, no período de 2000 a 2015, o que resultou numa base de dados de 2264 observações.

Desse total de observações, foram eliminadas da amostra todas as subsidiárias que se encontravam em paraísos fiscais, por apresentarem desempenhos discrepantes quando comparados às demais subsidiárias da amostra (Knutsen, Rygh, e Hveem 2011). Também foram eliminadas as subsidiárias que possuíam menos de três observações, com a finalidade de evitar a indeterminação na alocação dos diferentes níveis (Goldszmidt, Brito, e Vasconcelos 2007). Além destas, também foram excluídas subsidiárias com dados de desempenho ausentes ou atuantes em países cujos dados econômicos não foram encontrados na base de dados do Banco Mundial ou na UNCTAD.

Assim, ao final da depuração, a amostra final constava com 207 subsidiárias (aproximadamente 50% do total da população), de 33 multinacionais, distribuídas em 32 países, obtendo-se um painel não balanceado com 1358 observações. A Tabela 1 relaciona o número de dados da população original e da amostra por empresa, e o período consultado de cada empresa.

Tabela 1 - Relação do número de observações por Multinacional Brasileira e o período que compreende os relatórios analisados.

Número	Empresas	Relatórios Anuais	Dados da População (N)	Dados da Amostra (N)
1	Braskem	2004-2015	130	56
2	BRF	2010 -2015	33	9
3	BRQ	2014-2015	3	-
4	Cambuci	2012-2015	20	14
5	CSN	2000-2015	186	53
6	Duralex	2009-2015	28	17
7	Eletrobras	2012-2015	4	3
8	Embraer	2000-2015	93	57
9	Eucatex	2006-2015	10	9
10	Fibria	2004-2015	38	6
11	Forjas	2004-2015	12	10
12	Fras	2004-2015	70	59
13	Gol	2013-2015	3	-
14	Iochpe	2000-2015	32	28
15	JBS	2006-2015	58	21
16	Klabin	2010-2015	17	9
17	Lupatech	2005-2015	60	38
18	Magnesita	2006-2015	61	49
19	Marcopolo	2000-2015	119	83
20	Marfrig	2006-2015	109	77
21	Metalfrio	2006-2015	45	34
22	Minerva	2009-2015	53	20
23	Natura	2003-2015	95	80
24	Oi	2012-2015	8	3
25	Petrobras	2000-2015	67	18
26	Porto Seguro	2000-2015	1	-
27	Randon	2000-2015	41	31
28	Renner	2000-2015	1	-
29	Romi Industrial	2001-2015	40	34
30	São Paulo Alpargatas	2000-2015	76	59
31	Suzano Papel e Cel	2000-2015	69	42
32	Tegma	2006-2015	9	9
33	Totvs	2004-2015	66	48
34	Tupy	2000-2015	66	55
35	Vale	2000-2015	118	57
36	Vulcabras	2001-2015	57	43
37	Weg	2001-2015	370	227

Fonte: Elaborado pela autora da tese.

4.2 Variáveis Dependentes e Independentes

O sucesso na atividade internacional tem sido amplamente discutido no campo de negócios internacionais, tornando difícil de se alcançar um conhecimento consensual acerca desse fenômeno (Hult et al. 2008). Entender os fatores que levam a um desempenho internacional superior é um fator relevante, porém a sua definição e entendimento podem se

tornar um desafio, especialmente em termos de identidade, confiabilidade e medidas válidas de desempenho (Hult et al. 2008; Woodcock, Beamish, e Makino 1994).

Assim, como o desempenho da multinacional, existe uma discussão na literatura quanto à medida mais adequada que reflete o desempenho da subsidiária internacional (Ramsey 2013). Conforme já foi discutido, o desempenho da subsidiária pode ser entendido de várias formas. Alguns autores, assumem que o desempenho da subsidiária está relacionado à importância relativa para o desenvolvimento da matriz como, por exemplo, em Andersson, Forsgren, e Pedersen (2001) e em Taggart (1999), que investigam o grau de interdependência entre a subsidiária e a matriz. Outros estudos que investigam o grau de diversificação internacional utilizam como medidas de desempenho o *market share* da subsidiária no mercado hospedeiro, conforme verificado em Lin (2014) e Lo (2016). Outros estudos utilizam medidas compostas utilizando diversas dimensões de desempenho, como recurso para lidar com a restrição de dados em nível individual da subsidiária (Birkinshaw, Hood, e Young 2005; Fang et al. 2007; Subramaniam e Watson 2006; Tian e Slocum 2014).

Entretanto, a grande maioria dos estudos opta por mensurar o desempenho da subsidiária em seu aspecto financeiro (Ramsey 2013; Schmid e Kretschmer 2010), tais como lucro e retorno sobre o investimento, que refletem como uma empresa é capaz de converter suas receitas em rentabilidade superior (C. Hsu, Chen, e Caskey 2017; Nath, Nachiappan, e Ramanathan 2010). Medidas quantitativas que mostram a criação de valor como, por exemplo, o valor econômico adicionado ou o retorno do investimento em caixa também têm sido utilizados (Schmid e Kretschmer 2010).

Este estudo utiliza como medida de desempenho da subsidiária o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) por vários motivos. Primeiro, o retorno sobre o patrimônio líquido centra-se na eficiência relativa com a qual os recursos disponíveis foram utilizados por uma empresa para obter lucros em favor de seus acionistas (López-Morales e Vargas-Hernández 2014), e reflete, satisfatoriamente, o sucesso financeiro das firmas. Embora tenha algumas limitações, como maior volatilidade (Zahra, Ireland, e Hitt 2000) e afetado por fatores como itens especiais (por exemplo, itens incomuns e não recorrentes reportados antes dos impostos), contabilização de juros de minoria e taxas de renda, vê-se que tem sido amplamente utilizado na literatura de negócios internacionais como medida para mensuração de desempenho financeiro (Baik et al. 2013; Braun e Traichal 1999; Elyasiani e Jia 2010; C.-C. Hsu e Boggs 2003; A. Zhang, Zhang, e Zhao 2002). Ademais, o fator decisivo para o uso do ROE como medida de desempenho das subsidiárias, foi a disponibilidade e acessibilidade,

uma vez que seus componentes (lucro líquido e patrimônio líquido) foram as medidas de desempenho das subsidiárias relatados em praticamente todos os relatórios.

Assim, estimou-se o desempenho das subsidiárias da seguinte forma:

$$SUBROE = \frac{LLsub}{PLsub}$$

Em que: SUBROE representa o retorno do patrimônio líquido da subsidiária i no final do período t ; LLsub representa o Lucro líquido da subsidiária i no tempo t ; e o PLsub representa o Patrimônio Líquido⁵ da subsidiária i no tempo t .

Como variáveis explicativas, este trabalho, optou por adotar o modelo proposto em (Schmid e Kretschmer 2010), por meio de variáveis que representam cada um dos grupos de fatores determinantes do desempenho, ou seja, (i) características específicas da subsidiária; (ii) características específicas da matriz; (iii) fatores específicos do país hospedeiro; como medidas de controle para ampliar o poder de explicação dos modelos estimados.

Os aspectos específicos da subsidiáriasão os fatores intrínsecos individuais, como as capacidades, as estratégias, e a experiência adquirida, são decisivos para a vantagem competitiva gerando diferentes efeitos sobre o desempenho individual das subsidiárias (Christmann et al., 1999; Delios, 2011; W. Y. Wu & Lin, 2010). Diversas medidas são utilizadas na literatura, por exemplo, (Roth e Morrison 1992) apresenta medidas indicando a configuração da subsidiária, a dependência do produto, as competências relativas, e a expertise gerencial da subsidiária. Neste trabalho utiliza-se:

- a) Desempenho inicial das subsidiárias: consiste no desempenho da subsidiária i no tempo $t=0$;
- b) Taxa de crescimento do desempenho das subsidiárias: consiste na variação do desempenho da subsidiária de um ano para o outro. A avaliação da taxa de crescimento do desempenho ao longo do tempo, reflete a habilidade de crescimento do desempenho das subsidiárias no mercado hospedeiro (Forsgren, Pedersen, e Foss 1999). A taxa de crescimento é determinada por:

⁵ Cabe destacar que o tratamento dado às empresas que apresentaram Patrimônio Líquido negativo foi a soma de uma constante em todas as observações. A constante assumiu o valor do menor PL dentre as observações coletadas.

$$GROWTH = \frac{SUBROE_t - SUBROE_{t-1}}{SUBROE_{t-1}} * 100$$

Sabe-se que diferenças individuais explicam as alterações no desempenho das firmas ao longo do tempo (Deadrick, Bennett, e Russell 1997). A inserção dessas variáveis no modelo, visa a captar os padrões de mudança de desempenho das subsidiárias devido a diferenças individuais nos estágios iniciais de desempenho, e as diferenças individuais devido às habilidades e/ou disposição das subsidiárias para desempenhos futuros (Deadrick, Bennett, e Russell 1997). Espera-se uma relação positiva entre essas variáveis e o desempenho, pois entende-se que quanto maior o desempenho inicial, ou quanto maior a habilidade de crescimento do desempenho, melhor será o desempenho da subsidiária.

O conjunto de fatores a seguir, consistem nos fatores específicos da matriz multinacional. Em geral, a vantagem obtida pela subsidiária devido às competências da matriz está relacionado à capacidade da matriz em compartilhar seus recursos e na habilidade da multinacional de transferir recursos que geram valor para as suas filiais (Christmann, Day, e Yip 1999). Os estudos enfatizam que a transferência de conhecimento da matriz para a subsidiária desenvolve as capacidades e competências da subsidiária, auxilia na construção de vantagem competitiva sustentável e melhora seus resultados (Subramaniam e Watson 2006; Venaik, Midgley, e Devinney 2005). Nesse sentido, foram inseridas no modelo variáveis de características da multinacional, que embora não capturem o grau de transferência para a subsidiária, retratam as condições e competências da matriz, esperando que estas possam gerar efeitos positivos sobre o desempenho das subsidiárias. As variáveis utilizadas foram:

- a) Experiência: a experiência consiste nos anos de atuação da multinacional no mercado doméstico, e refletem o conhecimento da matriz ao longo de sua trajetória (Delios 2011; Fang et al. 2007; Lo 2016; W. Y. Wu e Lin 2010). É uma medida já consolidada na literatura, uma vez que se reconhece que firmas que têm acumulado experiência extensiva, possui conhecimento suficiente sobre sua atividade (Fang et al. 2007), com isso possuem maior probabilidade de transferir esse conhecimento para a subsidiária para assim, alcançar melhor desempenho em cenários internacionais.
- b) Desempenho: representa a lucratividade geral da multinacional e está relacionado à capacidade da matriz em realizar novos investimentos, assumir riscos maiores, ou ainda oferecer suporte financeiro para a subsidiária em situações emergenciais. Neste trabalho, o desempenho da multinacional foi mensurado por meio do ROA, medida

que demonstra a capacidade da empresa para gerar lucro por meio de seus ativos, transmitindo a noção do quanto a multinacional pode fazer, a partir de seu investimento em ativos num determinado período (Soutes e Schvirck 2006), ou seja, se há eficiência no emprego dos ativos da multinacional (C.-C. Hsu e Boggs 2003).

- c) Grau de Alavancagem: consiste na capacidade da multinacional em elevar o seu lucro, por meio do uso de capital de terceiros. Em negócios internacionais, esse indicador tem sido usado para indicar a habilidade da firma para custear a expansão internacional por meio de financiamento de terceiros (Chang e Rhee 2011; C.-C. Hsu e Boggs 2003). Um índice alto (maior que 1) indica que o uso de capital de terceiros pela multinacional tem sido favorável, ou seja, a remuneração sobre os ativos é maior que o custo do capital de terceiros. Assim, neste trabalho utiliza-se o grau de alavancagem como proxy para indicar a capacidade da multinacional em ampliar seus ativos, como aqueles no exterior, conferindo maior segurança, estabilidade e desempenho para a subsidiária.
- d) Empréstimos do Governo: consiste nos empréstimos obtidos pela multinacional por bancos públicos. Representa a credibilidade da matriz frente ao governo de origem (Huang, Xueli; Renyong 2014; Warmerdam e van Dijk 2013) e a disposição do governo em financiar os investimentos gerais da multinacional. Para a subsidiária, o efeito dos empréstimos governamentais teria o mesmo sentido que o efeito do grau de alavancagem da matriz, contudo, os empréstimos públicos representariam maior estabilidade, uma vez que são subsidiados.
- e) Intensidade Tecnológica do Setor: Indica o grau de intensidade tecnológica da firma, utilizada em alguns estudos como proxy das vantagens de propriedade das multinacionais (Kotabe, Srinivasan, e Aulakh 2002). Inúmeros estudos relacionam o domínio de recursos tecnológicos com a competitividade das empresas no exterior (Chang and Rhee 2011; Kim and Lyn 1990), pois desenvolvem vantagens monopolísticas no país de origem, favorecendo o seu investimento e desempenho no exterior. Além disso, a teoria da internalização postula que, quanto maior forem os recursos intangíveis da multinacional, maior a probabilidade de internalizar as operações internacionais, pois teria maior interesse desta em proteger seus ativos intangíveis (C.-C. Hsu and Boggs 2003). Assim, pressupõe-se que quanto maior a intensidade tecnológica da matriz, maior a probabilidade de transferência do conhecimento e/ou recursos tecnológicos, e, portanto, maior o desempenho da subsidiária.

O último conjunto de fatores corresponde às características específicas do país hospedeiro, que são de baixo controle da subsidiária, mas que geram efeitos diretos sobre o seu desempenho (Andersson and Holm 2002; Birkinshaw, Hood, and Young 2005; Christmann, Day, and Yip 1999; Dikova 2009; C. Hsu, Chen, and Caskey 2017; Schmid and Kretschmer 2010). Dentre os fatores do país hospedeiro, utilizaram-se as variáveis:

- a) Nível de Desenvolvimento Econômico: reflete o nível de desenvolvimento econômico do país hospedeiro captura as condições econômicas e sociais, como de infraestrutura, urbanização e especialização da mão de obra, que influenciam o desempenho da subsidiária (Christmann, Day, and Yip 1999). Espera-se uma relação positiva entre o nível de desenvolvimento econômico e o desempenho da subsidiária, uma vez que condições econômicas mais favoráveis tendem a favorecer a atuação e o desempenho de todas as firmas que atuam naquele país (Tian and Slocum 2014; Venaik, Midgley, and Devinney 2005).
- b) Consumo das Famílias: consiste no gasto das famílias no país hospedeiro no ano t . Influencia o desempenho das subsidiárias, principalmente, por duas formas. Primeiro, que o consumo das famílias é um fator na determinação do produto nacional, e, portanto, determina o nível de renda do país. Segundo, porque indica o montante de capital que as famílias, ou seja, os consumidores gastaram em bens de consumo e de capital (Christmann, Day, and Yip 1999), que pode favorecer as empresas instaladas naquele mercado.
- c) Exportação de Produtos de Alta Intensidade Tecnológica: indica o nível de ativos estratégicos disponíveis no país hospedeiro, fator que tem sido apontado pelos estudos como atrativos para as multinacionais de países emergentes (Buckley et al. 2007). A disponibilidade de empresas atuando em setores de alta intensidade tecnológica no país hospedeiro reflete a oportunidade que as subsidiárias possuem para conseguir parcerias estratégicas, com alto domínio de recursos tecnológicos, que podem favorecer o resultado das subsidiárias (Andersson, Forsgren, and Pedersen 2001; Andersson and Holm 2002).
- d) Acordos Bilaterais de Investimento: refletem o nível de relacionamento entre os países de origem e os países hospedeiros. São atrativos para as multinacionais porque fornecem benefícios fiscais (Rugman 2010; Sauvart and Chen 2014b) por evitar a dupla taxação dos lucros auferidos no exterior. Para a subsidiária,

representa uma maior legitimidade, e menor hostilidade no país hospedeiro, o que favorece sua atuação e desempenho (Duanmu, 2014).

Por fim, a Propriedade Estatal foi mensurada por meio do percentual de ações de propriedade do governo federal, de instituições públicas e de fundos de pensão de instituições públicas sobre o total de ações ordinárias (ON) emitidas pela multinacional (Du and Boateng 2014; Duanmu 2014b; Jory and Ngo 2014; Knutsen, Rygh, and Hveem 2011; Liang, Ren, and Sun 2014; Pan et al. 2014b; Xia, Jun; Ma, Xufei; Lu Jane W.; Yiu Daphne 2014), dentre os cinco maiores acionistas conforme disponibilizado pelo Economática. No entanto, neste capítulo, houve uma segmentação da Propriedade Estatal em 3 tipos, em que governo como acionista pode desempenhar a função de:

- a) Controlador: ocorre quando o Governo Federal é o proprietário e gestor da empresa estatal. Consiste na forma mais tradicional de Propriedade Estatal, e, geralmente, ocorrem em setores estratégicos para o desenvolvimento do país, como por exemplo, o petrolífero e de energia. Entende-se que esse tipo de Propriedade Estatal, corresponde ao tipo em que o governo teria maior influência sobre as decisões da firma, uma vez que ele (União Federal) é o acionista controlador da empresa estatal. Neste trabalho, caracterizou-se nesse formato, as empresas que apresentaram no período t , qualquer percentual de Propriedade Estatal direta, pois apenas 2 multinacionais (Eletrobrás e Petrobras) estariam enquadradas nesse formato durante todo o período analisado. Duas outras empresas, no entanto, tiveram Propriedade Estatal direta (controladora) em períodos específicos: a Iochpe, em 2000, teve 13,4% de suas ações sob o controle da União Federal, e a Vale, até 2001, teve 15,8% das ações controladas diretamente pelo governo. Além desse critério, também foram consideradas as empresas em que o Governo Federal, ainda que acionista minoritário, possui grande influência na firma, por deter o tipo de ação *Golden Share*⁶, como é o caso da Embraer após a desestatização (Bazuchi et al. 2013; Cuervo-Cazurra et al. 2014).

⁶ As ações do tipo *Golden Share* correspondem a ações preferenciais de classe especial, obrigatoriamente de titularidade do governo brasileiro, definida conforme o artigo 17, § 7º da Lei das Sociedades Anônimas, sendo utilizadas quando do desfazimento do controle acionário de empresa com participação estatal, de forma a manter-se o controle desta empresa sem necessariamente haver a titularidade de mais de 50% das ações.

- b) Investidor Majoritário: nessa forma de propriedade, o governo é o acionista majoritário pela soma das participações de suas instituições, em que se percebe uma estrutura de governança com maior participação de investidores privados (Lazzarini & Musacchio, 2015). Nesse formato, foram categorizadas as firmas em que a soma dos acionistas institucionais, especialmente na forma indireta, por bancos públicos ou fundos de pensão, resultaram participações acima de 51% do volume total de ações emitidas. Entre as empresas categorizadas nesse formato, encontra-se a Tupi em todo o período analisado, e outras em períodos específicos, como a Vale (a partir de 2003), a Oi (até 2008), e a BRF (até 2005), entre outras.
- c) Investidor Minoritário: corresponde a participações indiretas minoritárias sobre as multinacionais. Esse tipo de propriedade é caracterizado como híbrida e diluída entre os tipos de instituições públicas. As empresas são controladas por capital privado e, geralmente, subsidiadas financeiramente por bancos públicos. Lazzarini & Musacchio (2015) sugerem que neste tipo de propriedade as empresas podem estar menos sujeitas aos problemas de agência ou às injunções sociopolíticas, presentes em empresas estatais, conforme a perspectiva Economia Política. Pode ser observada em empresas em que o governo mantém ações residuais após privatização, ou em setores definidos como alvo de políticas públicas. Foram categorizadas nesse formato as empresas que apresentaram participações acionárias estatais de 10 a 50%, entre elas estão a Alpargatas, a Braskem, BRQ, CSN, Frax-le, JBS, Lupatech, Marfrig, Random, Totvs.

Foram criadas variáveis categóricas (*STATLEV*) para cada tipo de propriedade, conforme o grau de envolvimento com o governo. Assim, de forma respectiva, a propriedade direta e controladora recebeu o valor “3” por representar o maior grau de influência do governo, e as propriedades majoritárias e minoritárias, receberam os valores “2” e “1” respectivamente, por representarem menores níveis de influência do governo (Lazzarini & Musacchio, 2015). As demais empresas receberam valor “0”, categorizadas como mínima ou nenhuma influência estatal. A partir dessa variável, foram definidas três variáveis binárias indicando a existência de cada modalidade de Propriedade Estatal no ano.

Os três tipos de Propriedade Estatal também foram inseridos como variáveis *dummy* (*SOE3*, *SOE2* e *SOE1*) para capturar o efeito aleatório da participação estatal nas equações 8, 9 e 10. A *SOE3* capta o efeito aleatório da Propriedade Estatal direta/controladora, a *SOE2*

capta o efeito da Propriedade Estatal majoritária, e a *SOEI* capta o efeito aleatório da Propriedade Estatal minoritária.

Nos modelos da Economia Política, especificamente modelos 23, 24 e 25, a Propriedade Estatal foi inserida de forma contínua, pela somatória das ações ON de propriedade *Direta*, ou seja, de forma controladora da União Federal, e de forma *Indireta*, quando para acionistas institucionais.

Além destas, também foram adicionadas variáveis dummies temporais para captar a influência das políticas industriais brasileiras que tinham como pilar a internacionalização das empresas nacionais, como controles adicionais. O propósito, então, era captar a ênfase dada pelo governo de origem à criação e expansão das multinacionais brasileiras. As políticas industriais inseridas foram a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (PITCE) no período de 2004 a 2007, a Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP) no período de 2008 a 2010, e o programa Brasil Maior, de 2011 a 2015.

Finalizando esta seção, torna-se relevante comentar sobre o tratamento dados às variáveis. As variáveis contínuas, expressas em reais, como o lucro líquido e patrimônio líquido da subsidiária, assim como as variáveis de valor da multinacional, como ativos totais, lucro líquido, patrimônio líquido, foram atualizadas segundo o IPCA acumulado de 2015, a fim de evitar as variações relativas à desvalorização monetária no período analisado. As variáveis que apresentaram valores com maior dispersão foram winsorizadas a 0,5 e 99,5%, em consonância com os trabalhos de Bass and Chakrabarty (2014), Inoue e Lazzarini (2013), Kusnadi, Yang, e Zhou (2014), Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello (2015), Liang, Ren, e Sun (2014), Y. Tan et al. (2014), Q. Wang, Wong, e Xia (2008) e Yu (2013) entre outros. Posteriormente, as variáveis contínuas de controle (características da firma e do país hospedeiro) foram centralizadas em torno da média, conforme orientações de West, et al., (2015), Aguinis, Gottfredson, & Culpepper, (2013), Griffin, (1997), visando a captar as diferenças em nível individual dentro das estruturas de agrupamento e reduzir vieses relacionados à correlação no tempo.

A Tabela 2 apresenta a operacionalização, fonte de coleta dos dados e o resultado esperado de todas as variáveis deste capítulo.

Tabela 2 - Variáveis, operacionalização, fonte e resultados esperados.

(Continua)

Variáveis	Sigla	Operacionalização	Unidade	Fonte dos Dados	Resultado Esperado
<u>Dependente</u>					
• Desempenho da Subsidiária	<i>SUBROE</i>	ROE das Subsidiárias no Exterior no ano t (Lucro Líquido/Patrimônio Líquido da Subsidiária)	%	Notas Explicativas	
<u>Fatores da Subsidiária</u>					
• Desempenho Inicial	<i>INICIAL</i>	Constante referente ao Desempenho da Subsidiária i no ano inicial ($t=0$)	%	-	+
• Taxa de Crescimento do Desempenho	<i>GROWTH</i>	Taxa de crescimento do desempenho da subsidiária ao longo do tempo.	%	-	+
<u>Fatores da Multinacional</u>					
• Experiência	<i>EXPER</i>	Tempo de atuação da multinacional	Anos	Notas Explicativas	+
• Desempenho	<i>MROA</i>	ROA da multinacional (Lucro Líquido/Ativos Totais)	%	Economática	+
• Grau de Alavancagem	<i>LEV</i>	(ROE da multinacional/ROA da multinacional)	%	Economática	+
• Empréstimos do governo	<i>LOAN</i>	LN do montante de empréstimos de curto e longo prazo obtidos por bancos públicos	US\$ milhões	Notas Explicativas	+
• Intensidade Tecnológica	<i>INTTEC</i>	Categórica para intensidade tecnológica do setor: 1 (Baixa IT); 2(média-baixa IT); 3(média-alta IT); 4(alta IT)	-	Economática	+
<u>Fatores do País Hospedeiro</u>					
• Desenvolvimento Econômico	<i>GDPCONS</i>	PIB do país hospedeiro no ano t medido a preços constantes de 2005	US\$ milhões	Banco Mundial	+
• Consumo das Famílias	<i>EXPEND</i>	Consumo das Famílias no ano t (milhões de dólares)	US\$ milhões	Banco Mundial	+
• Exportação de Produtos de Alta Intensidade Tecnológica	<i>HIGHTEC</i>	Exportação de produtos de alta intensidade tecnológica pelo país hospedeiro no ano t	US\$ milhões	Banco Mundial	+
• Acordos Bilaterais	<i>BILATERAL</i>	Dummy referente à existência de acordos bilaterais de investimento entre o país de origem e o país hospedeiro no ano t .	-	Agência Brasileira de Cooperação (ABC)	+

Tabela 2 - Variáveis, operacionalização, fonte e resultados esperados.

					(Conclusão)
Variáveis	Sigla	Operacionalização	Unidade	Fonte dos Dados	Resultado Esperado
<u>Propriedade Estatal</u>					
• Tipo de Propriedade	<i>STATLEV</i>	Categórica para Propriedade Estatal: 0 (Privadas); 1(Minoritário); 2(Majoritário); 3(Controlador)	-	Economática	
• Direta/Controlador	<i>SOE3</i>	Dummy referente à Propriedade Estatal direta/controladora	-	Economática	
• Investidor Majoritário	<i>SOE2</i>	Dummy referente à Propriedade Estatal majoritária	-	Economática	
• Investidor Minoritário	<i>SOE1</i>	Dummy referente à Propriedade Estatal minoritária	-	Economática	
• Direta/Controlador	<i>Direta</i>	Percentual de ações ON de propriedade da União sobre o capital da MNE	-	Economática	
• Indireta	<i>Indireta</i>	Percentual de ações ON de propriedade de Bancos Públicos e Fundos de Pensão sobre o capital da MNE	-	Economática	
<u>Controles Adicionais</u>					
• PITCE	<i>PITCE</i>	Dummy temporal referente ao período de vigência da PITCE (2004 a 2007)	-	MDIC	+
• PDP	<i>PDP</i>	Dummy temporal referente ao período de vigência da PDP (2008 a 2010)	-	MDIC	+
• Brasil Maior	<i>BRMAIOR</i>	Dummy temporal referente ao período de vigência do Brasil Maior (2011 a 2015)	-	MDIC	+

4.3 Estimação do efeito estatal pelo Modelo Linear Misto (LMM)

Tendo em vista o objetivo deste estudo, avaliar o efeito multinível da Propriedade Estatal sobre o desempenho das subsidiárias no exterior, utilizou-se de Linear Mixed Models (LMMs), também conhecido como modelos de análise multinível ou modelos lineares hierárquicos (HLM) (Deadrick, Bennett, and Russell 1997). Gelman (2006) postula que os modelos de estimação multiníveis consistem em uma generalização dos métodos de regressão e podem ser utilizados com diversas finalidades, entre elas a predição, a redução dos dados e a inferência causal. Todavia, a questão chave que explica o uso dos modelos mistos ou hierárquicos, é a modelagem dos relacionamentos entre as variáveis considerando a variação entre os grupos (Deadrick, Bennett, and Russell 1997).

Na literatura de negócios internacionais, os modelos multiníveis tem sido apresentado como apropriados e consistentes para as análises dadas as características intrínsecas e peculiares das questões inerentes às atividades das empresas no exterior, como também aquelas questões que buscam evidenciar as diferenças institucionais e/ou culturais entre os países. Em negócios internacionais, é comum se observar a existência de estruturas hierárquicas, uma vez que as empresas estudadas se encontram aninhadas em níveis de análise, como por exemplo diferentes países hospedeiros, ou diferentes países de origem (Peterson, 2011). Dessa forma, o método possibilita o controle de variáveis latentes, externas ao nível individual das firmas, considerando a heterogeneidade não observada nos diferentes níveis de agrupamento das empresas.

Esse controle ocorre, principalmente porque esses modelos são modelos paramétricos lineares para dados agrupados, longitudinais ou com medidas repetidas, que quantificam o relacionamento entre uma variável contínua dependente e suas preditoras considerando a estrutura dos dados (West, et al, 2015).

Considerando-se que a maioria dos dados em ciências sociais é derivado de fenômenos em que os sujeitos observados se apresentam naturalmente de forma hierárquica (Soto; Morera, 2005), e que sobre o desempenho das firmas, normalmente percebe-se os efeitos de variáveis comportamentais e sociais (Raudenbush et al., 2004), é passível de se assumir que a análise multinível é uma ferramenta adequada para analisar de maneira eficiente a estrutura dos dados presentes neste trabalho.

A estrutura de dados em uma análise multinível pode se apresentar de formas variadas. Em West, et al. (2015) pode-se encontrar a existência de quatro estruturas de dados principais, a saber:

- a) Dados clusterizados ou agrupados, são dados em que cada variável dependente é mensurada para cada objeto (a unidade de análise), e as unidades por sua vez são agrupadas ou aninhadas entre unidades de clusters ou de agrupamento;
- b) Dados com medidas repetidas, são dados que a variável dependente é mensurada mais de uma vez na mesma unidade de análise ao longo de níveis de medidas repetidas de fatores;
- c) Dados longitudinais, em que os dados são mensurados em diferentes momentos para cada unidade de análise;
- d) Dados clusterizados longitudinais, combinando as características dos dados agrupados e longitudinais, em que a unidade de análise está aninhada em clusters e são mensuradas ao longo do tempo, mais de uma vez.

Assim, entende-se que a estrutura dos dados apresentados neste trabalho, é a última, a estrutura de dados agrupados ou clusterizados, uma vez que as subsidiárias das multinacionais brasileiras (unidade de análise) se encontram presentes e agrupadas em países hospedeiros, estão dispostas num período longitudinal. Além disso, cabe mencionar a existência de medidas repetidas entre as empresas multinacionais e os países hospedeiros.

De forma mais prática, tomando-se o ano de 2015 como exemplo, vê-se que os dados repetidos podem ser encontrados neste trabalho de duas formas:

- a) Repetição dos dados da multinacional: em 2015 existem 17 subsidiárias da Braskem atuando em diversos países, da mesma forma, existem 9 subsidiárias da BRF, e 10 da CSN, cada subsidiária atuando num país diferente. Dessa forma, o empilhamento dos dados dessas subsidiárias levará, portanto à repetição dos dados de sua matriz multinacional.
- b) Repetição dos dados do país hospedeiro: em 2015, existem na amostra, 9 subsidiárias de diferentes multinacionais localizadas na África do Sul, 10 na Alemanha, e 26 na Argentina. Assim, os dados referentes à conjuntura econômica desses países, serão repetidos na matriz dos dados, variando apenas os valores do desempenho das subsidiárias e de suas multinacionais.

Os modelos multiníveis apresentam vantagens sobre os modelos de regressão lineares ao se considerar a análise dos dados estruturados de forma hierárquica. Esses modelos reconhecem que dados longitudinais estão implicitamente aninhados em distintos níveis, e

podem ser explicados a partir dos modelos clássicos de regressão (OLS), conforme demonstra (L. Fávero and Confortini 2010), da seguinte forma:

$$y_i = \beta_0 + \beta_1 \cdot X_{1i} + \mu_i \quad (1)$$

Em que: β_0 e β_1 correspondem aos parâmetros estimados das variáveis preditoras X_i e μ_i corresponde ao termo de erro.

A equação (1) mostra a representação da relação existente entre o desempenho das subsidiárias no exterior e uma variável preditora desse desempenho (por exemplo, o PIB do país hospedeiro). A constante β_0 indicaria a rentabilidade média das firmas atuantes no país e o coeficiente β_1 seria a inclinação da reta de regressão e representaria o incremento da rentabilidade quando há alteração do PIB dos países hospedeiros.

Entretanto, levando em consideração a estrutura hierárquica dos dados, os modelos lineares multiníveis propõem uma estrutura de análise reconhecendo os distintos níveis e a articulação desses níveis para explicar a variável de desempenho. Em outras palavras, o modelo multinível estima submodelos explicativos para cada nível observado na estrutura de dados (Draper, 1995), de forma a agrupar as variáveis explicativas em cada nível de análise e, assim, obter uma estimação mais robusta.

Então, de forma simplificada, se por exemplo o objetivo deste trabalho fosse investigar o desempenho das subsidiárias atuando em 2 países diferentes, duas equações distintas precisariam ser definidas, de modo que:

$$y_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j} * X_{1ij} + r_{ij} \quad (2)$$

$$y_{i2} = \beta_{02} + \beta_{12} * X_{12i} + r_{i2} \quad (3)$$

$$var(r_{ij}) = \sigma^2$$

Em que: j assume valores iguais a 1 ou 2 indicando os dois países diferentes analisados e os coeficientes β_{0j} e β_{1j} representariam as rentabilidades médias esperadas das subsidiárias alocadas em cada um destes países. De maneira semelhante, os coeficientes determinados β_{11} e β_{12} seriam as inclinações, representando os incrementos nas rentabilidades médias atrelados à alteração do país hospedeiro. Os termos de erro estocásticos r_{ij} (assumidos como normalmente distribuídos com média 0 e variância σ^2) refere-se a quanto à rentabilidade

da subsidiária i se afasta da rentabilidade esperada das subsidiárias atuantes no mesmo país hospedeiro.

Todavia, cabe-se ressaltar que a fórmula (3) representada acima, apenas demonstra um modelo simplificado da quantidade de países hospedeiros das multinacionais brasileiras, e para cada um destes países, nesse modelo, seria estimada uma equação, dificultando, portanto, a compreensão dos pressupostos de estimação desse método. Assim, a estimação dos efeitos dos países hospedeiros sobre o desempenho das subsidiárias requer um modelo de dois-níveis, com i subsidiárias no primeiro nível alocadas em j países no nível 2. Torna-se importante compreender que existem $i=1, 2, \dots, n_j$ unidades de subsidiárias no nível 1, as quais estão aninhadas com cada $j = 1, 2, \dots, j$ países hospedeiros no nível 2.

Dessa forma, considerando-se apenas os 2 níveis, subsidiária e país hospedeiro, a análise do desempenho dessas subsidiárias, poderia ser escrita como:

$$y_{ij} = \beta_{0j} + \beta_{1j} * X_{1ij} + \beta_{2j} * X_{2ij} + \dots + \beta_{Qj} * X_{Qij} + r_{ij} \quad (4)$$

Ou como,
$$y_{ij} = \beta_{0j} + \sum_{q=1}^Q \beta_{qj} * X_{qij} + r_{ij}$$

Em que:

- β_{qj} ($q = 0, 1, \dots, Q$) são os coeficientes do nível 1;
- X_{qij} é o vetor de variáveis preditoras q do nível 1 (variáveis da subsidiária ou da matriz) para o caso i (subsidiária) da unidade j (país hospedeiro);
- r_{ij} é o efeito aleatório do nível 1;
- σ^2 é a variância de r_{ij} (variância do nível 1). Assume-se que o termo aleatório $r_{ij} \sim N(0, \sigma^2)$

Para maior entendimento, a equação 4 representando o nível 2 (países hospedeiros), poderia ser representada da seguinte forma:

$$\beta_{qj} = y_{q0} + y_{q1} * W_{1j} + y_{q2} * W_{2j} + \dots + y_{qs_q} * W_{s_qj} + u_{qj} \quad (5)$$

$$\beta_{qj} = y_{q0} + \sum_{s=1}^{s_q} y_{qs} * W_{sj} + u_{qj}$$

Em que:

- y_{qs} ($q=0, 1, \dots, S_q$) são os coeficientes do nível 2;
- W_{sj} é o vetor de variáveis preditoras q do nível 2 (variáveis dos países hospedeiros); e
- u_{qj} é o efeito aleatório do nível 2. Para cada unidade j , o vetor $(u_{0j}, u_{1j}, \dots, u_{Qj})$ apresenta uma distribuição normal multivariada, com cada elemento de u_{qj} com média zero e variância $\text{var}(u_{qj}) = \tau_{qq}$.

Para cada par de efeitos aleatórios q e q' , tem-se que:

$$\text{Cov}(u_{qj}, u_{q'j}) = \tau_{qq'} \quad (6)$$

Como forma simplificada, o modelo representado acima, não considera o nível da matriz multinacional ou do efeito tempo, o qual é incorporado na descrição da modelagem multinível em 3 níveis para dados longitudinais e medidas repetidas.

4.3.1 Modelos hierárquicos de 3 níveis com medidas repetidas

Os modelos de 3 níveis, consistem na inserção de um novo nível de análise, de maneira que, a partir da representação genérica de OLS (EQUAÇÃO 1), há a inserção de nova estrutura de agrupamento. O tempo t passa então a representar o nível 1 tornando possível a modelagem dos coeficientes aleatórios dos dados longitudinais, proporcionando um modelo mais robusto pela estimação da variável desempenho num espaço temporal. Segundo essa análise, os dados longitudinais são exemplos de estruturas hierárquicas com medidas repetidas ao longo do tempo (no nível 1) aninhados entre indivíduos (nível 2) (Steele 2008).

Nessa análise, a variação do tempo é adicionada como uma variável independente, por meio da qual pode-se captar a variância entre indivíduos ao longo do tempo, ajustando uma curva de crescimento para cada indivíduo (Steele 2008). Correspondem aos modelos de crescimento, cujo propósito é captar a mudança entre indivíduos em função do tempo (Schonfeld, Rindskopf, and Schonfeld 2007). De maneira geral, os estudos organizacionais multiníveis, têm inserido a variação do tempo de duas formas diferentes (Deadrick, Bennett, e Russell 1997). Tipicamente os estudos incluem a variação do tempo como variável preditora, que caracteriza o crescimento do desempenho das firmas de forma sistêmica e generalizada,

sem considerar o crescimento dinâmico e individual das firmas. Assim, este estudo adota o posicionamento alternativo e dinâmico da análise temporal, incluindo as diferenças individuais no desempenho ao longo do tempo como preditoras determinantes das alterações do desempenho das subsidiárias ao longo do tempo (Deadrick, Bennett, e Russell 1997).

Em outras palavras, assume-se que as variações do desempenho das subsidiárias ao longo do tempo se devem às diferenças individuais de cada subsidiária conforme seu estágio inicial (Deadrick, Bennett, e Russell 1997) e a sua taxa de crescimento (Forsgren, Pedersen, e Foss 1999), em outras palavras, examina-se a natureza da variação do desempenho dentro de cada indivíduo ao longo do tempo. Esses modelos, então, representam o estudo do desempenho individual ao longo do tempo, e o nível 1 consiste em um modelo entre indivíduos que examina a essência do desempenho dentro do indivíduo ao longo do tempo.

Então, conforme explica L. Fávero e Confortini (2010) os modelos de 3 níveis consistem em 3 submodelos, que, dentro da construção do exemplo simplificado descrito na seção anterior (nível 2 apenas com os países hospedeiros) deste trabalho, poderia ser representado da seguinte forma:

$$y_{tij} = \pi_{0ij} + \pi_{1ij} * INICIAL_{tij} + \pi_{2ij} * GROWTH_{tij} + e_{tij} \quad (7)$$

Em que:

- Inicial: variável explicativa no nível 1 (medida repetida) correspondente ao desempenho inicial de cada subsidiária no ano de constituição da subsidiária;
- Growth: variável explicativa no nível 1 correspondentes à taxa de crescimento do desempenho de cada subsidiária
- $t = 1, 2, \dots, T_{ij}$ (anos), $j = 1, 2, \dots, J$ (países hospedeiros) e $i = 1, 2, \dots, n_j$ (subsidiárias);
- π_{0ij} valor esperado da variável de desempenho da subsidiária ij no ano 0;
- π_{1ij} representa o efeito do desempenho inicial da subsidiária ij ;
- π_{2ij} representa o efeito da taxa de crescimento do desempenho da subsidiária ij ; e
- σ^2 é a variância de σ_{ij} (variância de uma determinada subsidiária ao longo do tempo).

Assume-se que o termo aleatório $e_{tij} \sim N(0, \sigma^2)$.

Este estudo também incorpora a variação dos anos como fatores relevantes sobre a variação do desempenho, assumindo que sobre o desempenho das subsidiárias existe o efeito das flutuações macroeconômicas ocorridas em cada ano de análise, assim como argumentado por Misangyi, LePine, Algina, & Goeddeke Jr., (2006), visando a captar os efeitos anuais, ou os impactos gerais das flutuações macroeconômicas por ano. Esse efeito é inserido no nível 2, como um variável fator dos anos, assumindo que as variações macroeconômicas dos anos explicam parte das variações do desempenho das subsidiárias.

Assim, de forma semelhante, Fávero & Confortini (2010) explicam que na estimação de 3 níveis, os coeficientes do nível 1, tornam-se variáveis dependentes no modelo do nível 2, a saber:

$$\pi_{0ij} = \beta_{0ij} + r_{pij} \quad (8)$$

Em que:

- β_{0ij} é o valor esperado da variável desempenho no ano t conforme cada ano da análise (ano = 0 para 2000, ano = 2 para 2001, ..., ano = 15 para 2015);
- r_{pij} é o efeito aleatório do nível 2.

Assume-se que para cada subsidiária i , o vetor $(r_{0ij}, r_{1ij}, \dots, r_{pij})$ apresenta uma distribuição normal multivariada, em que cada elemento r_{pij} tenha média zero e variância $\text{var}(r_{pij}) = \pi_{\pi pp}$.

Para cada par de efeitos aleatórios p e p' , tem-se que:

$$\text{Cov}(r_{qj}, r_{q'j}) = \tau_{\pi qq'} \quad (9)$$

De maneira semelhante, a notação do modelo do nível 3, com a inclusão dos países, o coeficiente do nível 2, torna-se variável dependente no modelo do nível 3, podendo ser escrito como:

$$\beta_{0ij} = \gamma_{0ij} + u_{pij}$$

Em que:

- γ_{0ij} é o valor esperado da variável desempenho no país j conforme cada país da análise em que $j = 1, 2, \dots, J$ países;
- u_{pij} é o efeito aleatório do nível 3.

Assim, considerando a estrutura dos dados e os objetivos delineados no presente trabalho, entende-se que os modelos hierárquicos de 3 níveis seriam os mais adequados para compreender a estrutura hierárquica das subsidiárias no exterior. Para fins deste trabalho, torna-se importante delimitar que o modelo de estrutura hierárquica das subsidiárias, embora em sua forma simplificada represente um nível um pouco mais complexo que o exemplificado acima, corresponde a um modelo de 3 níveis, assumindo a variação temporal no nível 1, a variação entre os anos no nível 2, e a interação entre as diferentes multinacionais e os diferentes países no nível 3. Para isso, a variação temporal, que conforme comentado permite captar as variações entre indivíduos ao longo do tempo no nível 1, para posterior teste dos demais níveis, como o do país hospedeiro (referente à *Hipótese 1a*), da multinacional (*Hipótese 1b*), e do efeito cruzado entre estes dois níveis (*Hipótese 1c*). Torna-se importante também definir que níveis adicionais são incorporados na modelagem com a inclusão da Propriedade Estatal, especialmente segundo o efeito multinível discutido na teoria institucional (*Hipóteses 2a e b*), e na Economia Política (*Hipóteses 3a, b e c*).

4.3.2 Estruturas de Níveis Cruzados

Quanto aos níveis de análise, os modelos multiníveis assumem que as observações podem ser classificadas em estruturas hierárquicas superiores para análise (West et al, 2015), no entanto, em ciências sociais, nem sempre as unidades de análise se encontram agrupadas somente em um nível superior (Aguinis, Gottfredson, e Culpepper 2013), indicando a possível existência de estruturas de níveis cruzados.

As estruturas de níveis cruzados consistem em estruturas em que a unidade de análise, ou seja, o nível mais baixo de agrupamento (neste trabalho as subsidiárias), não se encontram agrupadas somente em um nível superior, mas pertencem a combinações de níveis superiores, formadas por dois ou mais níveis de classificação umas entre as outras (West et al., 2015; Aguinis et al., 2013; Goldszmidt et al., 2007).

Por exemplo, neste trabalho, as subsidiárias localizadas na Argentina, estão sujeitas às variações conjunturais daquele país, assim como as subsidiárias que estão localizadas nos

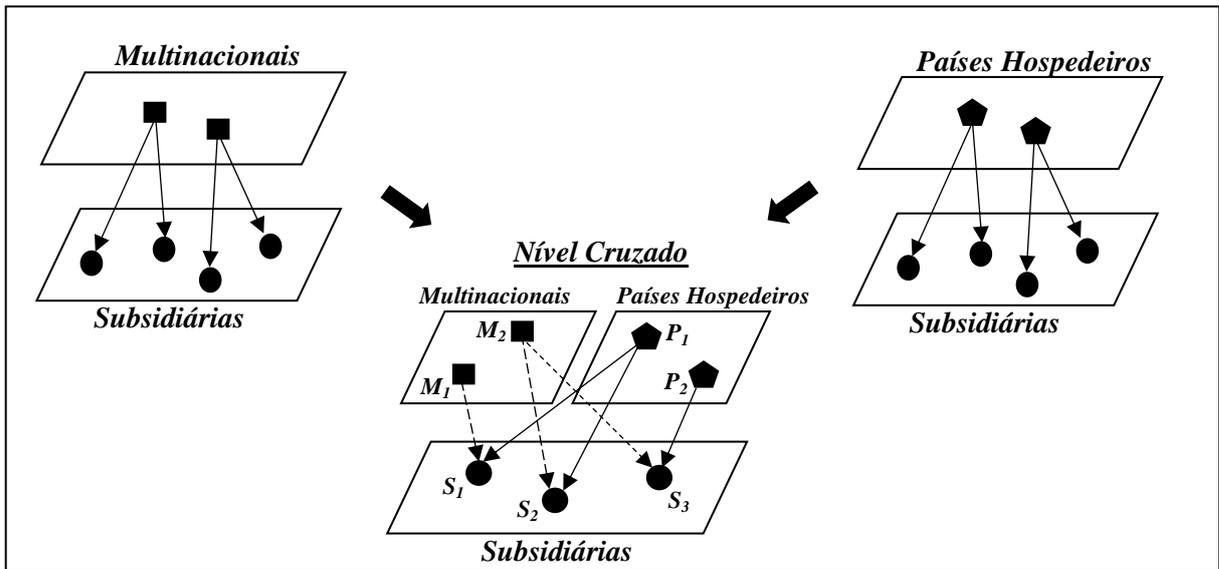
EUA ou na Alemanha, se encontram, respectivamente, sujeitas às variações destes países. De forma semelhante, a literatura descreve a relevância do contexto como, por exemplo, as condições econômicas do país hospedeiro, sobre o desempenho das subsidiárias, de modo que a variação dos países hospedeiros representam também uma parcela significativa do desempenho das subsidiárias. Com isso, pode-se dizer que as subsidiárias estão agrupadas em países hospedeiros, uma vez que parte da variação de seu desempenho está sujeito às oscilações conjunturais dos países hospedeiros.

Simultaneamente, vê-se que as subsidiárias estão sujeitas aos diferentes objetivos, e estratégias de suas matrizes, assumindo que o desempenho das subsidiárias, é também influência das características de suas multinacionais, tais como experiência, desempenho, entre outras características. Dessa forma, assume-se que a variação das multinacionais representa uma parte da variação do desempenho das subsidiárias, e, portanto, as matrizes são determinadas também como um nível de análise. Assim, tanto os países hospedeiros, como as multinacionais, consistem em níveis hierárquicos das subsidiárias, e seriam considerados como segundo nível de análise.

Todavia, ao tentar determinar um nível de análise superior (terceiro nível), não é possível afirmar que as multinacionais estão agrupadas em países hospedeiros, ou tão pouco que os países hospedeiros estão aninhados em diferentes multinacionais. Dessa forma, essas duas estruturas superiores da unidade de análise (países hospedeiros e multinacionais) sugerem que possivelmente as subsidiárias se encontram agrupadas em pares de combinações entre os países hospedeiros e as multinacionais que é resultado da interação dos agrupamentos entre os países hospedeiros e as multinacionais, indicando um aninhamento em estruturas de nível cruzado. A Figura 6 ilustra a estrutura hierárquica do segundo nível de análise, conforme descrito acima.

Analisando a Figura 6 ilustrada, é possível se perceber que as subsidiárias no exterior estão ao mesmo tempo aninhadas entre os países hospedeiros e entre suas matrizes multinacionais. A subsidiária S_1 , por exemplo, estaria sob influência das variações das características observadas de sua própria matriz, a multinacional M_1 , e das variações relativas ao contexto em que está inserida, ou seja, o país hospedeiro P_1 . Assim, o segundo nível de análise de S_1 seria um efeito da interação entre as características de M_1 e P_1 , ou um efeito cruzado $M_1 \times P_1$. Da mesma forma, a S_2 estaria condicionada às variações de $M_2 \times P_1$, e, assim, sucessivamente às demais subsidiárias. O exemplo permite perceber que as subsidiárias S_1 e S_2 estão simultaneamente sob a influência de um mesmo país hospedeiro P_1 , porém sob influência de multinacionais diferentes M_1 e M_2 , respectivamente.

Figura 6 - Nível cruzado entre Multinacionais e Países Hospedeiros.



Fonte: Elaborado pela autora da tese.

Essa estrutura hierárquica será testada nas hipóteses **H1a**, **H1b** e **H1c**, e servirá de base para o teste das demais hipóteses, inserindo a Propriedade Estatal na estrutura hierárquica da subsidiária. Assim, neste trabalho, os dois primeiros níveis hierárquicos são:

- a) **Nível 1 – Variação dentre indivíduos:** corresponde à modelagem das variações individuais, ou dentre indivíduos (*within*), o qual examina a natureza individual do desempenho ao longo do tempo. Assim, este nível permite captar os efeitos das variações no desempenho dentre uma subsidiária ao longo do tempo, assumindo que uma parcela da variação muda ao longo do tempo devido à influência de fatores aleatórios (Alexander, Barrett & Doverspike, 1991), tal como propõe (Deadrick, Bennett, e Russell 1997).
- b) **Nível 2 – Efeito Ano:** corresponde ao próximo nível hierárquico, que examina as variações das flutuações macroeconômicas ocorridas em cada ano de análise.
- c) **Nível 3 - Efeito Cruzado Multinacionais e Países Hospedeiros:** corresponde ao próximo nível hierárquico, que examina a variação das características entre indivíduos (*between*). Neste trabalho, as características analisadas no segundo nível consistem numa relação influenciada por fatores individuais e de contexto, o que (Griffin 1997) denomina de causalidade interativa, observado pela interação entre as multinacionais e os países hospedeiros.

4.3.3 Estratégia de avaliação

Para se investigar a estrutura hierárquica da subsidiária, foi necessário seguir os procedimentos de investigação do efeito cruzado, que geralmente envolve uma sequência de estimações de quatro etapas (Aguinis, Gottfredson, e Culpepper 2013). A primeira etapa consiste na decomposição da variância, denominada como modelo não condicional ou modelo nulo (L. Fávero e Confortini 2010; L. P. L. Fávero 2011; Gelman 2006; Griffin 1997; Steele 2008), que consiste na estimação de um modelo nulo, sem a inclusão de variáveis explicativas.

Esse modelo tem como propósito verificar se existe variação entre os interceptos dentro e entre as subsidiárias e quantificar a heterogeneidade entre as firmas (Aguinis, Gottfredson, e Culpepper 2013). Com a ausência de variáveis preditoras, o modelo não condicional não possui inclinação, somente o intercepto (β_0), e possibilita a percepção, neste trabalho, mostra o montante da variância que existe dentro das firmas e o montante que é explicado pelas variações entre as firmas.

A equação de nível 1 para o modelo não condicional este trabalho pode ser escrita como:

$$SUBROE_{tij} = \pi_{0ij} + \pi_{1ij} * INICIAL_{tij} + \pi_{2ij} * GROWTH_{tij} + e_{tij} \quad (10)$$

Em que:

- $SUBROE_{tij}$ corresponde ao desempenho das subsidiárias i ;
- $\pi_{p ij}$ são os coeficientes do nível 1;
- π_{0ij} corresponde à grande média do desempenho das subsidiárias, ou seja, a média do desempenho do grupo todo, através do tempo, dos anos, das multinacionais e dos países hospedeiros;
- e_{ijk} é o termo de erro do nível 1.

O termo residual representa o desvio de cada subsidiária da grande média, e é utilizado para calcular o montante da variância que reside nas diferenças entre os grupos de multinacionais e países hospedeiros que está no nível da subsidiária (nível 1). Assim, conforme a modelagem multinível, o termo residual compreende em um componente que é explicado pela variância entre os anos de análise, mas outro componente referente à variação

entre as multinacionais e países hospedeiros ao longo do tempo (Raudenbush e Bryk, 2002). Para os autores, essa seria a grande diferença entre os modelos multiníveis e modelos lineares mais comuns, e para tanto, os pressupostos básicos de erros aleatórios normalmente distribuídos, predefinidos nos modelos OLS, tendem a ser violados. Ademais, as mudanças no termo residual são utilizadas para acessar o pseudo grau de explicação do modelo (R^2), por exemplo, à medida que a modelagem aumenta em complexidade mediante a inserção de novas variáveis preditoras e moderadoras, o termo residual tende a diminuir (West, et al. 2015).

Tendo modelado as variâncias individuais e entre indivíduos, torna-se necessário determinar o coeficiente de correlação intraclasse (ICC), que quantifica a porção da variância explicada pelos diferentes grupos. Esse coeficiente define a proporção de cada nível sobre o total da variância, mostrando a correlação média entre qualquer par de resíduos compostos (Peterson, Arregle, e Martin 2012). Os autores mostram que para que o ICC seja adequado, ele precisa apresentar variação de 5 a 15%, valores muito baixos, próximos a zero, indicam que a utilização da modelagem multinível não é necessária, e o modelo pode ser estimado por meio de OLS (Peterson, Arregle, e Martin 2012).

A segunda e terceira etapa da modelagem multinível consistem na estimação respectiva de um modelo de intercepto aleatório e inclinação fixa (2ª etapa) e modelo de intercepto aleatório e inclinação aleatória (3ª etapa). A diferença entre essas duas etapas consiste na inserção de variáveis preditoras nos níveis de análise (Aguinis, Gottfredson, e Culpepper 2013). Os dois modelos consistem na inclusão de variáveis preditoras no modelo, porém o primeiro (de inclinação fixa) não acrescenta variáveis preditoras explicando os níveis hierárquicos, ao passo que o segundo (inclinação aleatória) acrescenta. No modelo de inclinação fixa, estima-se um modelo de interceptação aleatória de inclinação fixa, com a inclusão de variáveis preditoras como efeito fixo sem considerar as variações entre os grupos, o que possibilita acessar a possível presença de efeitos de nível cruzado, pois controla os efeitos individuais de inclinação, deixando variar apenas o intercepto, com o objetivo de identificar se existe variância no intercepto entre os indivíduos. Assim, é possível verificar que cada indivíduo apresenta um intercepto diferente (aleatório) que aumenta por meio da inclinação idêntica para todos os indivíduos.

O terceiro passo envolve o modelo de intercepto e inclinação aleatória, que possibilita identificar se a variância no intercepto entre os grupos é diferente de zero, e consiste em verificar se a relação entre a média dos grupos e o desempenho varia entre diferentes grupos.

Finalmente, o quarto passo envolve a estimação, usando como efeito aleatório o nível cruzado entre os grupos (Aguinis, Gottfredson, e Culpepper 2013).

Neste trabalho, foram estimados quatro tipos de modelagens multiníveis (I, II, III e IV), conforme o conjunto de hipóteses apresentados no modelo conceitual, cujas estratégias de avaliação foram realizadas com base em Fávero & Confortini, (2010) e Goldszmidt, Brito, & Vasconcelos, (2007) para identificação dos níveis de análise do desempenho das subsidiárias, conforme descrição a seguir.

I. Estrutura Hierárquica da Subsidiária: essa modelagem visa a investigar como as subsidiárias no exterior estão estruturadas hierarquicamente, conforme descrito nas *Hipóteses 1a, 1b e 1c*. Assim, para verificação dessas hipóteses, foram estimadas 7 conjuntos de equações. O primeiro, consiste num modelo nulo, com ausência de variáveis preditoras, com a finalidade de verificar a decomposição da variância do desempenho das subsidiárias segundo os níveis hierárquicos: tempo, país hospedeiro e multinacional. Posteriormente, testa-se a tendência linear com os efeitos aleatórios (níveis país e multinacionais). O último nível consiste no teste do efeito cruzado entre país hospedeiro e multinacional, que permitirá definir a estrutura hierárquica da subsidiária, a fim de prosseguir a análise com a inserção da Propriedade Estatal e o teste do seu efeito multinível. A notação geral desse modelo com todos os efeitos ficaria especificado da seguinte forma:

$$SUBROE_{tikj} = \beta_0 + \beta_{1ikj}INICIAL + \beta_{2ikj}GROWTH + \beta_{3ikj}X_k + \beta_{4ikj}W_j + u_{MNE \times PAIS(i)}^{(3)} + u_t^{(2)} + e_i$$

$$u_{MNE \times PAIS(i)}^{(3)} \sim N(0, \sigma_{u(2)}^2)$$

$$u_t^{(2)} \sim N(0, \sigma_{u(1)}^2)$$

Em que:

- β_0 corresponde ao desempenho médio das subsidiárias entre todos os anos, as multinacionais e países hospedeiros;
- β_{ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado os desempenhos iniciais das subsidiárias;

- β_{2ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado às taxas de crescimento dos desempenhos das subsidiárias;
- β_{3ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características das multinacionais das subsidiárias;
- β_{4ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características dos países hospedeiros das subsidiárias;
- X_k corresponde ao vetor de variáveis explicativas das multinacionais;
- W_j corresponde ao vetor de variáveis explicativas dos países hospedeiros;
- u_t é o efeito da variação dos anos no desempenho das subsidiárias;
- $u_{MNE \times PAIS}$ é o efeito aleatório da combinação multinacional e país hospedeiro do nível 2; e
- e_i corresponde ao termo residual do desempenho das subsidiárias.

II. A Propriedade Estatal como recurso da multinacional: o nível segundo a Visão baseada em Recursos: Segundo essa perspectiva, a Propriedade Estatal, consiste em um recurso da firma que a confere maior vantagem competitiva. Assim, segundo essa perspectiva, a Propriedade Estatal estaria alocada entre os recursos da firma, ou seja, dentre os preditores do desempenho das subsidiárias, como um efeito fixo, e poderia alavancar os recursos da multinacional ou como preditora do efeito aleatório entre as firmas (nível 3). A notação geral simplificada desse modelo ficaria especificado da seguinte forma:

$$SUBROE_{ijk} = \beta_0 + \beta_{1ikj}INICIAL + \beta_{2ikj}GROWTH + \beta_{3ikj}X_k + \beta_{4ikj}W_j + \beta_{5ikj}SOE_k + \beta_{6ikj}SOE_k * X_k + u_{MNE \times PAIS(i)}^{(3)} + u_t^{(2)} + e_i$$

Em que:

- β_0 corresponde ao desempenho médio das subsidiárias entre todos os anos, as multinacionais e países hospedeiros;
- β_{1ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado os desempenhos iniciais das subsidiárias;
- β_{2ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado às taxas de crescimento dos desempenhos das subsidiárias;

- β_{3ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características das multinacionais das subsidiárias;
- β_{4ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características dos países hospedeiros das subsidiárias;
- β_{5ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor dos tipos de Propriedade Estatal;
- β_{6ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao termo de interação entre as características das multinacionais e os tipos de Propriedade Estatal;
- X_k corresponde ao vetor de variáveis explicativas das multinacionais;
- W_j corresponde ao vetor de variáveis explicativas dos países hospedeiros;
- SOE_k é o vetor do tipo de Propriedade Estatal da MNE;
- $SOE_j * X_k$ é o vetor da interação entre as características da multinacional e o tipo de Propriedade Estatal da MNE;
- $u_{MNE \times PAIS}$ é o efeito aleatório da combinação multinacional e país hospedeiro do nível 2;
- u_t é o efeito aleatório da variação dos anos no desempenho das subsidiárias; e
- e_i corresponde ao termo residual do desempenho das subsidiárias.

III. A Propriedade Estatal na relação país hospedeiro – governo de origem: o nível segundo a Teoria Institucional: a segunda abordagem, é modelada com base na teoria institucional, a qual defende que o governo, em busca de maior legitimidade no país hospedeiro, elabora políticas internas e externas para reduzir a hostilidade do país hospedeiro, especialmente observada em caso de multinacionais estatais (Cuervo-Cazurra et al. 2014). Nessa perspectiva, um terceiro nível que reflete a atuação do governo de origem junto aos países hospedeiros deve ser inserida na modelagem. Neste trabalho, usa-se a existência de acordos bilaterais de comércio para captar os efeitos da relação país de origem e país hospedeiro sobre o desempenho das subsidiárias, assumindo que este efeito é aleatório. Assim, a Propriedade Estatal, neste modelo, seria utilizada como preditora desse nível para explicar os efeitos dos acordos sobre o desempenho. A notação geral simplificada desse modelo ficaria especificado da seguinte forma:

$$SUBROE_{ijk} = \beta_0 + \beta_{1ikj} INICIAL + \beta_{2ikj} GROWTH + \beta_{3ikj} X_k + \beta_{4ikj} W_j + u_B^{(4)} + u_{MNE \times PAIS(i)}^{(3)} + u_t^{(2)} + e_i$$

Em que:

- β_0 corresponde ao desempenho médio das subsidiárias entre todos os anos, as multinacionais e países hospedeiros;
- β_{1ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado os desempenhos iniciais das subsidiárias;
- β_{2ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado às taxas de crescimento dos desempenhos das subsidiárias;
- β_{3ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características das multinacionais das subsidiárias;
- β_{4ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características dos países hospedeiros das subsidiárias;
- X_k corresponde ao vetor de variáveis explicativas das multinacionais;
- W_j corresponde ao vetor de variáveis explicativas dos países hospedeiros;
- u_B é o efeito aleatório da variação da relação bilateral entre o governo de origem e o país hospedeiro;
- $u_{MNE \times PAIS}$ é o efeito aleatório da combinação multinacional e país hospedeiro do nível 2;
- u_t é o efeito aleatório da variação dos anos no desempenho das subsidiárias; e
- e_i corresponde ao termo residual do desempenho das subsidiárias.

IV. A Propriedade Estatal controladora da MNE: o nível segundo a Economia Política: A última modelagem é fundamentada pela Economia Política, a qual assume o Estado como controlador e manipulador das estratégias organizacionais de suas empresas. Nessa modelagem, assume-se que as multinacionais brasileiras, nível 2, estão aninhadas em tipos de Propriedade Estatal (incluindo aquelas que possuem ausência de Propriedade Estatal) e, assim, uma parcela da variância do desempenho das subsidiárias pode ser explicada por variações da Propriedade Estatal. A notação geral simplificada desse modelo ficaria especificado da seguinte forma:

$$SUBROE_{ijk} = \beta_0 + \beta_{1ikj} INICIAL + \beta_{2ikj} GROWTH + \beta_{3ikj} X_k + \beta_{4ikj} W_j + u_{SOE}^{(4)} + u_{MNE \times PAIS(i)}^{(3)} + u_t^{(2)} + e_i$$

Em que:

- β_0 corresponde ao desempenho médio das subsidiárias entre todos os anos, as multinacionais e países hospedeiros;
- β_{1ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado os desempenhos iniciais das subsidiárias;
- β_{2ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado às taxas de crescimento dos desempenhos das subsidiárias;
- β_{3ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características das multinacionais das subsidiárias;
- β_{4ijk} corresponde ao coeficiente temporal do nível 1 associado ao vetor das características dos países hospedeiros das subsidiárias;
- X_k corresponde ao vetor de variáveis explicativas das multinacionais;
- W_j corresponde ao vetor de variáveis explicativas dos países hospedeiros;
- u_{SOE} é o efeito aleatório da variação da modalidade de Propriedade Estatal da multinacional;
- $u_{MNE \times PAIS}$ é o efeito aleatório da combinação multinacional e país hospedeiro do nível 2;
- u_t é o efeito aleatório da variação dos anos no desempenho das subsidiárias; e
- e_i corresponde ao termo residual do desempenho das subsidiárias.

Sobre as estratégias de estimação adotadas neste trabalho, torna-se importante ressaltar que foram desenvolvidas dentro da estrutura dos dados obtidos, visando a atender aos objetivos delineados especificamente neste trabalho. Dessa forma, toma-se como premissa o argumento defendido por (Costa et al. 2013), que em estudos longitudinais, não há uma técnica de modelagem singular, fato que tem desafiado os pesquisadores a buscar por uma consistência entre os tipos de construtos, amostras, e questões de pesquisa, já que existe uma evolução na teoria das análises multiníveis em estudos organizacionais, contemplando diferentes procedimentos estatísticos (Costa et al. 2013).

5 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta seção apresenta a análise dos resultados obtidos e a discussões possíveis de serem realizadas. Os resultados estão apresentados em 5 partes. Na primeira parte, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis analisadas, bem como as percepções iniciais da diferença de média observados. A partir desta parte descritiva, são apresentados os resultados dos quatro conjuntos de modelagens hierárquicas, relativos ao conjunto de hipóteses definidas no trabalho. Assim, apresentam-se os resultados e discussões das modelagens realizadas para confirmar a estrutura hierárquica das subsidiárias, e, posteriormente, as modelagens com a inclusão da Propriedade Estatal, conforme as teorias RBV, Institucional e Economia Política.

5.1 Estatísticas Descritivas

Os dados da Tabela 3 mostram as estatísticas descritivas de todas as variáveis utilizadas neste artigo agrupadas conforme o tipo de Propriedade Estatal da multinacional. Por meio dos resultados, vê-se que os dados da subsidiária, da multinacional e dos países hospedeiros, não mostram grandes oscilações entre os grupos das estatais. Somente se percebe grande variação no desempenho da multinacional, em que o grupo de estatais com participações indiretas e majoritárias se mostrou o mais heterogêneo, e a variável consumo das famílias, com grandes oscilações dentre os países que alocam subsidiárias de multinacionais com Propriedade Estatal direta majoritária.

Um fator interessante que se pode observar por meio dos resultados apresentados na Tabela 3 é que a existência de acordos bilaterais com os países hospedeiros é mais relevante para as empresas com Propriedade Estatal direta, uma vez que cerca de 86% dessas empresas investiram em países que possuem acordos bilaterais com o Brasil. Para os demais grupos de estatais, majoritária (SOE2) e minoritário (SOE1), a existência desses acordos parece ser menos importante. No entanto, as relações entre as variáveis dependente e preditoras são confirmadas nos modelos de regressão apresentados nas seções seguintes.

A descrição dos parâmetros que indicam desvio da média de cada uma das variáveis e a matriz de correlação estão apresentadas respectivamente nos anexos F e H deste trabalho, assim como a dispersão dos dados de desempenho da subsidiária por ano para cada grupo de Propriedade Estatal (ANEXO G).

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis.

STATLEV Variáveis	SOE1			SOE2			SOE3			Total		
	N	Média	DP	N	Média	DP	N	Média	DP	N	Média	DP
<i>SUBROE</i>	443	-10,30	0,84	121	-10,24	0,95	21	-10,45	0,77	1352	-10,28	0,90
<i>INICIAL</i>	444	-10,29	0,52	121	-10,15	0,56	21	-10,26	0,36	1358	-10,32	0,81
<i>GROWTH</i>	337	0,00	1,21	93	-0,18	1,24	15	-0,19	1,05	1024	-0,01	1,24
<i>EXPER</i>	444	-8,90	0,54	121	-8,47	0,21	21	-8,64	0,07	1358	-8,78	0,51
<i>MROA</i>	444	-9,63	5,83	121	-10,32	8,44	21	-8,36	6,45	1358	-7,52	7,53
<i>LEV</i>	444	-12,39	0,42	121	-13,28	4,50	21	-12,21	0,08	1358	-12,43	1,42
<i>LOAN</i>	430	0,47	1,46	116	-1,81	1,85	21	0,59	2,51	1094	-4,03e ⁻⁰⁹	1,75
<i>INTEC</i>	444	2,53	1,06	121	2,38	0,62	21	3,00	0,00	1358	2,46	1,19
<i>GDPCONS</i>	444	16,07	1,77	121	16,45	1,85	21	14,51	0,04	1358	16,16	2,15
<i>EXPEND</i>	444	63,97	8,04	121	64,44	8,28	21	59,26	3,71	1358	64,15	7,69
<i>HIGHTEC</i>	438	-10,24	0,59	119	-10,13	0,60	19	-9,72	0,39	1346	-10,31	0,63
<i>BILATERAL</i>	444	0,32	0,47	121	0,42	0,50	21	0,86	0,36	1358	0,35	0,48
<i>PITCE</i>	444	0,20	0,40	121	0,17	0,38	21	0,33	0,48	1358	0,24	0,43
<i>PDP</i>	444	0,19	0,39	121	0,10	0,30	21	0,10	0,30	1358	0,18	0,38
<i>BrMAIOR</i>	444	0,57	0,50	121	0,69	0,46	21	0,57	0,51	1358	0,53	0,50

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Na Tabela 4, encontram-se as comparações de médias dos dados por tipo de Propriedade Estatal com as empresas privadas. Observa-se que nem todas as variáveis apresentaram diferenças significativas entre os grupos. Todavia, é possível de se perceber a existência de alguns padrões no comportamento dos dados. É interessante observar que, para o grupo de empresas com Propriedade Estatal direta (*SOE3*), de maior intensidade tecnológica, a condição favorável do país hospedeiro não é tão relevante, pois estas empresas investiram em países que, na média, apresentaram menor desenvolvimento econômico (*GDPCONS*), menor consumo das famílias (*EXPEND*), e menor disponibilidade de ativos de alta tecnologia (*HIGHTECH*). Uma possível explicação para o investimento pode ser a existência interesses políticos para investimentos nesses países, os quais não foram captados neste trabalho.

Tabela 4 - Comparação de Médias.

Variáveis	Privadas		SOE1			SOE2			SOE3		
	N	Média	N	Média	p-valor	N	Média	p-valor	N	Média	p-valor
<i>SUBROE</i>	767	-10,26	443	-10,30	0,48	121	-10,24	0,81	21	-10,45	0,37
<i>INICIAL</i>	772	-10,36	444	-10,29	0,14	121	-10,15	0,02	21	-10,26	0,61
<i>GROWTH</i>	579	0,01	337	0,00	0,88	93	-0,18	0,16	15	-0,19	0,53
<i>EXPER</i>	772	-8,76	444	-8,90	0,00	121	-8,47	0,00	21	-8,64	0,27
<i>MROA</i>	772	-5,84	444	-9,63	0,00	121	-10,32	0,00	21	-8,36	0,14
<i>LEV</i>	772	-12,32	444	-12,39	0,00	121	-13,28	0,00	21	-12,21	0,26
<i>LOAN</i>	527	-0,01	430	0,48	0,00	116	-1,82	0,00	21	0,60	0,11
<i>INTTEC</i>	772	2,41	444	2,53	0,09	121	2,38	0,82	21	3,00	0,04
<i>GDPCONS</i>	772	16,21	444	16,07	0,28	121	16,45	0,31	21	14,51	0,00
<i>EXPEND</i>	772	64,35	444	63,97	0,42	121	64,44	0,90	21	59,26	0,00
<i>HIGHTEC</i>	770	-10,39	438	-10,24	0,00	119	-10,13	0,00	19	-9,72	0,00
<i>BILATERAL</i>	772	0,34	444	0,32	0,62	121	0,42	0,07	21	0,86	0,00
<i>PITCE</i>	772	0,27	444	0,20	0,01	121	0,17	0,02	21	0,33	0,55
<i>PDP</i>	772	0,19	444	0,19	1,00	121	0,10	0,02	21	0,10	0,28
<i>BrMAIOR</i>	772	0,49	444	0,57	0,00	121	0,69	0,00	21	0,57	0,45

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Para as empresas com propriedade indireta majoritária (*SOE2*), ou minoritária (*SOE1*), observa-se um padrão é diferente. Nesses grupos, houve diferenças significativas entre as características da multinacional, todavia, observa-se que as multinacionais estatais, na média apresentaram características mais fracas que as empresas de capital privado, pois tiveram menor experiência (*EXPER*), desempenho (*MROA*) e alavancagem (*ALAV*). Os resultados mostram um investimento das multinacionais estatais em países com condições semelhantes as de capital privado, o único fator relevante foi a disponibilidade de ativos estratégicos.

Os grupos também diferem quanto à existência de acordos bilaterais, fator mais relevante para as empresas com maior nível de envolvimento com o governo de origem (*SOE2* e *SOE3*), sugerindo que estas empresas buscam investir em países onde possuem maior segurança e legitimidade (Cuervo-Cazurra et al., 2014; Meyer et al., 2014), ou satisfazendo a interesses políticos (Chen et al., 2009; Gunasekarage, Hess, & Hu, 2007; Pan et al., 2014). Com relação ao desempenho da subsidiária, os resultados não mostram diferenças significativas entre os grupos, com médias e desvios semelhantes entre os grupos.

5.2 A estrutura hierárquica das subsidiárias

A investigação da estrutura hierárquica da subsidiária resultou na estimação de sete modelos de análise multinível. Os três primeiros, apresentados na Tabela 5, são denominados como “Nulo” (1), “MNE < PaísH” e “MNE x PaísH” consistem na determinação do efeito

aleatório, que visam a identificar a significância dos níveis de análise, e quantificar o percentual explicado da variância do desempenho das subsidiárias por cada nível.

O modelo nulo (1) mostra os componentes da variância para cada nível de análise, ou seja, para a variação temporal entre as subsidiárias, para a variação entre multinacionais e para a variação entre os países hospedeiros. Os resultados desse modelo mostram que de fato, o desempenho das subsidiárias internacionais pode ser em parte explicado pela variabilidade entre as multinacionais e entre os países hospedeiros, visto que os níveis, foram significativos a 1%. Esses dados podem ser constatados pela tendência geral do desempenho das subsidiárias por multinacional e por países hospedeiros. Vê-se pelos gráficos dispostos nos Anexos I e J, que não é possível de se perceber a existência de padrões entre as multinacionais ou entre os países hospedeiros. Esse fato pode sugerir que tanto a variabilidade das multinacionais, como de países hospedeiros tende a ser baixa, devido ao comportamento difuso das subsidiárias. Todavia, para confirmação das hipóteses *H1a* e *H1b* torna-se necessário conhecer o percentual de explicação de cada um dos níveis representados.

Assim, o modelo nulo determina quão apropriada é a realização da análise multinível para a estrutura de dados da amostra. Em outras palavras, o modelo nulo, ao evidenciar a decomposição da variância, possibilita comparar seu poder de explicação com os resultados obtidos por uma regressão linear, indicando se a estrutura dos dados comporta ou não uma análise multinível. O teste que possibilita constatar a adequação da análise multinível à estrutura de dados é o LR teste, o qual apresentou diferença significativa ($X^2 = 9,86$; $p < 0,001$) indicando que a análise multinível seria mais apropriada para estimação dos dados que a análise linear.

Tabela 5 - Modelo Nulo e Efeito Aleatório Cruzado.

Variáveis	(1) Nulo		(2) MNE < PaísH		(3) MNE X País H	
Efeito Fixo						
_cons	-10.26***	(0.0351)	-10.26***	(0.0351)	-10.26***	(0.0285)
Efeito Aleatório						
Efeito Anual	0.0937***	(0.0727)	0.0940***	(0.0758)	0.159***	(0.0436)
Efeito MNE	0.137***	(0.0534)	1.05e-11***	(5.53e-11)	-	-
Efeito País H	0.321***	(0.0889)	0.137***	(0.0642)	-	-
Efeito MNE x PaísH	-	-	0.826***	(0.0500)	0.324***	(0.0894)
sd(Residual)	0.828***	(0.0359)	0.326***	(0.122)	0.828***	(0.0363)
N	1352		1352		1352	
AIC	3558.6		3560.5		3557.1	
BIC	3584.6		3591.8		3577.9	
Log lik. (ML)	-1774.3		-1774.3		-1774.5	
Mixed vs. OLS LR (chi2)	9,86		9,95		9,39	
Mixed vs. OLS LR p-valor	0,0198		0,01412		0,0092	
Nulo vs. (2)/(3) LR (chi2)	-		0,09		0,47	
Nulo vs. (2)/(3) p-valor	-		0,7585		0,4922	

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Apresentam-se, na Tabela 5, os resultados das regressões multiníveis que investigam a natureza da estrutura hierárquica das subsidiárias. O modelo nulo (1) mostra a significância dos níveis de investigação anual, multinacionais e países hospedeiros. O modelo (2) corresponde a uma etapa da investigação do efeito cruzado, evidenciando se o grupo de multinacionais pode ser agrupado entre o nível de países hospedeiros. O Modelo (3) evidencia a significância do efeito cruzado entre multinacionais e países hospedeiros, indicando a relevância deste efeito sobre o desempenho das subsidiárias.

A Tabela 6 apresenta a decomposição da variância para o modelo nulo, ou seja, quanto que cada nível de análise explica a variância do desempenho das subsidiárias no exterior. Nota-se pelos dados que os três níveis juntos (variação temporal, multinacionais e países hospedeiros) explicam 15,9% da variância do desempenho das subsidiárias. Isoladamente, os dados mostram que o nível 3 referente à diferença entre países hospedeiros, explicam apenas 1% da variância do desempenho. A variação dos países hospedeiros juntamente à variação das multinacionais, explicam cerca de 3% do desempenho, um valor relativamente baixo para a realização da análise multinível, cujos parâmetros ideais estariam acima de 5% (Peterson, Arregle, e Martin 2012).

Os dados mostram, no entanto, que grande parte da variância do desempenho das subsidiárias é explicado pela individualidade, ou seja, pelas características específicas e intrínsecas da própria subsidiária ao longo do tempo. Vê-se que os três níveis em conjunto,

explicam 15,9%, um parâmetro adequado para estudos em ciências sociais (Peterson, Arregle, e Martin 2012), e portanto, justifica a utilização do modelo multinível para essa análise.

Tabela 6 - Decomposição da Variância do modelo nulo.

Modelo Nulo	ICC	%	SE	95% Conf. Interval	
Efeito PaísH	0,0107	1%	0,0166	0,0005	0,1885
Efeito MNE	0,0338	3,3%	0,0183	0,0115	0,0951
Efeito Anual	0,1597	15,9%	0,0691	0,0647	0,3430

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Apresentam-se, na Tabela 6, a decomposição da variância do modelo nulo, pelo qual se pode perceber qual o percentual de explicação de cada nível de agrupamento.

O segundo modelo demonstrado na Tabela 5 mostra a estrutura de agrupamento entre as multinacionais e os países hospedeiros, que tem como propósito verificar se entre a estrutura dos dados, existe algum super cluster artificial¹⁵ (Raudenbush e Bryk, 2002 e Raudenbush, 1993), estimado pela variação entre os países hospedeiros que agrupa a variabilidade entre as multinacionais. Sobre esse modelo, os dados mostram não somente a possível existência de uma relação entre os níveis das multinacionais e dos países hospedeiros, mas que essa estrutura é preferível à estrutura estimada no modelo nulo (1), conforme parâmetros do teste LR entre o modelo nulo e o modelo (2) ($X^2 = 0,09$; p-valor não significativo), indicando que o modelo aditivo (2) é mais adequado para estimação.

A partir da confirmação da existência dessa relação, a qual indica que é possível que as multinacionais estejam aninhadas em um super cluster definido pelos países hospedeiros, e que esse modelo é preferível ao modelo nulo em que as multinacionais e os países estariam não relacionados, parte-se então para a estimação do efeito aleatório cruzado MNE x PaísH, modelo (3) da Tabela 5. Nesse modelo, os dados mostram que o efeito cruzado em nível é significativo, e que sua estimação é também preferível ao modelo nulo ($X^2 = 0,47$; p-valor não significativo). Dessa forma, o modelo evidencia a existência de níveis de agrupamento entre as multinacionais e entre os países hospedeiros, e que a estimação em nível, considerando o efeito cruzado é mais adequado para os dados que a simples análise linear.

A Tabela 7 apresenta a decomposição da variância para o modelo (3), na qual é possível verificar que o percentual de explicação se mantém semelhante ao do modelo nulo,

¹⁵ Este procedimento consiste em uma etapa muito específica da estimação do efeito cruzado, e, portanto, não fazem parte da discussão deste trabalho, uma vez que já assume a existência de efeito cruzado conforme apresentado na descrição do modelo conceitual. Todavia, maiores detalhes sobre esta etapa podem ser acessados em Raudenbush e Bryk, (2002) e Raudenbush, (1993).

ou seja, a maior porção da variância do desempenho das subsidiárias é referente ao seu próprio comportamento no tempo. A variabilidade entre multinacionais e países hospedeiros explicam apenas 3% da variância total.

Tabela 7 - Decomposição da variância no modelo de nível cruzado.

Modelo MNE X PaísH	ICC	%	SE	95% Conf. Interval	
Efeito MNE X PaísH	0,0308	3%	0,0168	0,0104	0,0874
Efeito Anual	0,1593	15,9%	0,0699	0,0637	0,3453

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Apresentam-se, na Tabela 7, a decomposição da variância do modelo de nível cruzado, modelo (3) pelo qual se pode perceber qual o percentual de explicação do nível de efeito cruzado.

Esses dados já confirmam as hipóteses 1a, 1b e 1c, definindo a estrutura do efeito aleatório, a partir do qual são inseridas as variáveis explicativas referentes às características da subsidiária, da multinacional e dos países hospedeiros, dentre os efeitos fixos, conforme evidencia a Tabela 8.

A inclusão das variáveis preditoras no efeito fixo do modelo, tanto as de controle, quanto as variáveis de investigação possibilitam aumentar o poder de explicação dos modelos multiníveis, bem como a sua adequação em comparação aos modelos lineares, além de mostrar as possíveis relações das variáveis preditoras com a variável dependente. Na Tabela 8, estão representados 4 modelos (4), (5), (6) e (7) de intercepto aleatório e inclinação fixa (RIFSM), variando conforme a inclusão do tipo de Propriedade Estatal. O primeiro modelo (4), mais geral, inclui todas as modalidades de Propriedade Estatal analisadas, e os posteriores (5), (6) e (7), incluem somente uma modalidade conforme especificação na Tabela. Em aspectos gerais, nota-se uma certa coerência entre os parâmetros de todos os modelos, uma vez que os sinais dos parâmetros e a significância se mantêm em, praticamente, todas as variáveis preditoras. Os gráficos que mostram a distribuição dos resíduos desses modelos, assim como os consecutivos, estão representados no Anexo K.

Nesses modelos, vê-se que a taxa de crescimento do desempenho da subsidiária e o desempenho inicial são positivamente relacionados ao desempenho das subsidiárias, confirmando os efeitos intrínsecos relacionados à capacidade da própria subsidiária, conforme apontado em (Forsgren, Pedersen, e Foss 1999). Essas relações mostram que a força e capacidade da subsidiária no mercado hospedeiro é a sua vantagem competitiva, refletida por meio da sua habilidade de crescimento e gerar maior rentabilidade (Forsgren, Pedersen, e Foss

1999). Assim, esse resultado corrobora com os resultados de (Christmann, Day, e Yip 1999; Delios 2011; Forsgren, Pedersen, e Foss 1999; Gaur e Lu 2007) entre outros.

Quanto aos fatores associados à multinacional, observa-se relevância positiva e significativa da experiência, do grau de alavancagem, e dos empréstimos e desembolsos governamentais recebidos (modelos 4 e 6), confirmando, assim, os pressupostos teóricos relacionados a essas relações. Muitos estudos apontam a relevância da experiência da multinacional para o desempenho internacional da firma como, por exemplo, Delios (2011) e W. Y. Wu e Lin (2010), evidenciando uma relação especial com o desempenho da subsidiária, pois proporciona benefícios de aprendizagem que auxilia a superar os desafios da atuação internacional (Delios 2011). Nesse sentido, as evidências brasileiras encontradas confirmam que as multinacionais têm utilizado o conhecimento adquirido ao longo de sua trajetória para alavancar e incrementar o resultado de suas filiais. É interessante notar que essa variável é significativa mesmo em meio a diferentes mercados, o que pode sugerir que as multinacionais têm sido eficientes em transmitir seu conhecimento acumulado, o qual tem sido utilizado como vantagem, sem sofrer resistência ou restrições devido às diferenças culturais entre a matriz e a subsidiária.

Os resultados encontrados também tornam possível perceber a relação positiva e significativa entre o grau de alavancagem da matriz e o desempenho das subsidiárias internacionais, pois mostra que a capacidade da multinacional em alavancar sua lucratividade pela capitalização obtida por meio de capital de terceiros é relevante e melhora a vantagem competitiva das subsidiárias, tal como mostra Chang & Rhee (2011) e C.-C. Hsu & Boggs (2003). Uma das formas de capitalização analisada, o empréstimo governamental, somente foi significativo no modelo com a Propriedade Estatal indireta majoritária (*SOE2*). Muitas empresas nessa modalidade aumentaram sua participação internacional por meio de aportes financeiros governamentais. Em 2004, por exemplo, a mineradora Vale, que juntamente com a Petrobras e Eletrobrás compunham cerca de 60% da carteira de investimentos do BNDESPar, e tem como maior acionista a Valepar (fundo de pensão dos funcionários da Vale), venceu concorrência para exploração de jazida de carvão mineral em Moçambique, que gerou uma receita de aproximadamente US\$800 milhões à empresa. Da mesma forma, a BRF Foods, cujos maiores acionistas, em 2012, eram o fundo de previdência dos funcionários da Caixa (FUNCEF), da Petrobras (Petros), a fundação de seguridade social da Vale (Valia), e a BNDESPar, expandiu seus mercados para por meio de financiamentos do BNDES.

Com relação às características do país hospedeiro, os resultados mostram que são significativos a disponibilidade de recursos tecnológicos no país hospedeiro com efeitos

positivos e o desenvolvimento econômico do mercado hospedeiro, porém com direção negativa. Quanto à disponibilidade de recursos do país hospedeiro, os resultados corroboram diversos estudos, que argumentam que empresas multinacionais de origem emergente possuem fracas e restritas competências tecnológicas e investem em países com alta disponibilidade de recursos para complementação dos recursos estratégicos por meio de parcerias locais (Buckley et al. 2007; Ramasamy, Yeung, e Laforet 2012), o que proporciona um maior acesso a ativos estratégicos às subsidiárias (Birkinshaw 1996), o que possibilita o desenvolvimento de suas capacidades distintivas (Andersson, Forsgren, e Pedersen 2001), as quais são fontes de vantagens competitivas. Dessa forma, os resultados sugerem que as subsidiárias conseguem absorver o conhecimento tecnológico disponível no mercado hospedeiro, e, conseqüentemente, conseguem alavancar seu resultado por meio desse recurso.

Tabela 8 - Modelos de Intercepto Aleatório com variação da Propriedade Estatal.

(Continua)

Variáveis	(4)		(5)		(6)		(7)	
	RIFSM Geral		RIFSM SOE1		RIFSM SOE2		RIFSM SOE3	
Efeito Fixo	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.
<i>GROWTH</i>	0,535***	(0,0171)	0,535***	(0,0171)	0,535***	(0,0171)	0,534***	(0,0171)
<i>INICIAL</i>	0,220***	(0,0433)	0,220***	(0,0435)	0,220***	(0,0434)	0,219***	(0,0435)
<i>EXPER</i>	0,390***	(0,0734)	0,394***	(0,0737)	0,397***	(0,0729)	0,404***	(0,0731)
<i>MROA</i>	-0,0023	(0,0047)	-0,0024	(0,0047)	-0,0021	(0,0047)	-0,0021	(0,0047)
<i>LEV</i>	0,0396**	(0,0166)	0,0308**	(0,0157)	0,0390**	(0,0166)	0,0289*	(0,0155)
<i>LOAN</i>	0,0420*	(0,0226)	0,0339	(0,0222)	0,0413*	(0,0227)	0,0334	(0,0222)
<i>2.inttec</i>	-0,24	(0,155)	-0,143	(0,142)	-0,241	(0,156)	-0,13	(0,142)
<i>3.inttec</i>	-0,242**	(0,108)	-0,224**	(0,104)	-0,270***	(0,101)	-0,240**	(0,102)
<i>4.inttec</i>	0,0583	(0,178)	0,0725	(0,179)	0,0461	(0,177)	0,0534	(0,178)
<i>EXPEND</i>	-0,0087	(0,0053)	-0,0083	(0,0053)	-0,0085	(0,0053)	-0,0082	(0,0053)
<i>HIGHTEC</i>	0,226***	(0,0627)	0,235***	(0,0626)	0,226***	(0,0629)	0,235***	(0,0628)
<i>GDPCONS</i>	-0,0437**	(0,0185)	-0,0427**	(0,0185)	-0,0428**	(0,0185)	-0,0434**	(0,0187)
<i>SOE1</i>	-0,0483	(0,0827)	-0,0663	(0,0804)	-	-	-	-
<i>SOE2</i>	0,247	(0,16)	-	-	0,268*	(0,157)	-	-
<i>SOE3</i>	-0,191	(0,373)	-	-	-	-	-0,174	(0,372)
<i>PITCE</i>	-0,405*	(0,235)	-0,404*	(0,235)	-0,379	(0,231)	-0,364	(0,231)
<i>PDP</i>	-0,298	(0,241)	-0,296	(0,241)	-0,273	(0,237)	-0,257	(0,237)
<i>BrMAIOR</i>	-0,339	(0,235)	-0,331	(0,236)	-0,315	(0,232)	-0,293	(0,232)
<i>BILATERAL</i>	-0,170*	(0,102)	-0,179*	(0,102)	-0,174*	(0,102)	-0,175*	(0,103)
Efeito Aleatório	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
Efeito Anual	0,413***	-0,0383	0,416***	-0,0385	0,415***	-0,0383	0,418***	-0,0386
Efeito MNE x PaísH	0,246***	-0,0851	0,246***	-0,0857	0,249***	-0,0831	0,249***	-0,0832
sd(Residual)	0,530***	-0,0387	0,531***	-0,0389	0,528***	-0,0383	0,529***	-0,0384

Tabela 8 - Modelos de Intercepto Aleatório com variação da Propriedade Estatal.

Variáveis	(Conclusão)							
	(4)		(5)		(6)		(7)	
	RIFSM Geral		RIFSM SOE1		RIFSM SOE2		RIFSM SOE3	
Efeito Aleatório	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
N	818		818		818		818	
AIC	1648,8		1647,5		1645,3		1648	
BIC	1752,3		1741,7		1739,4		1742,1	
Log lik. (ML)	-802,4		-803,8		-802,6		-804	
LR (chi2)	116,84		118,07		119,75		119,21	
LR p-valor	0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Apresentam-se, na Tabela 8, os resultados das regressões multiníveis com a inserção das variáveis explicativas referentes às características da multinacional e do país hospedeiro. O modelo (4) inclui todas as modalidades de Propriedade Estatal, e nos demais modelos (5, 6 e 7) há a inserção de cada um dos tipos de Propriedade Estatal no efeito fixo.

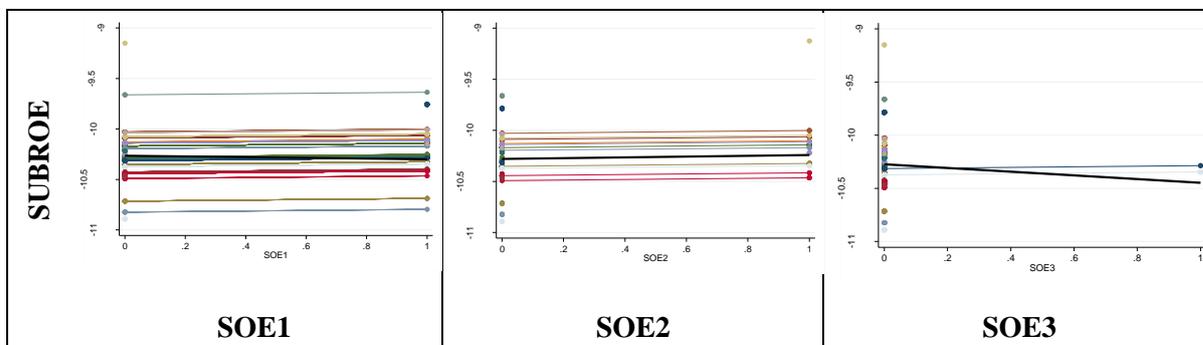
Torna-se pertinente comentar sobre a importância da disponibilidade de recursos tecnológicos no mercado hospedeiro para as subsidiárias, inclusive mais relevante que o nível de desenvolvimento econômico do país hospedeiro, ou seja, as subsidiárias brasileiras conseguem se beneficiar mais do primeiro recurso, que do segundo. A teoria explica que nem sempre o desenvolvimento econômico favorece a atuação das multinacionais de países emergentes, uma vez que elas, por atuarem em mercados de origens com condições econômicas restritas, desenvolveram ao longo de sua trajetória competências para superar essas limitações e restrições conjunturais (Buckley et al. 2007). Assim, pode-se supor que esse conhecimento tem sido transferido para as subsidiárias, e, contudo, não tem favorecido o seu desempenho.

Analisando a principal variável de investigação deste trabalho, a Propriedade Estatal, os resultados mostram uma relação positiva e significativa apenas da modalidade indireta majoritária, (SOE2). As demais modalidades, ou seja, a indireta minoritária (SOE1) e a direta (SOE3) não favoreceram o desempenho das subsidiárias no nível 1. Esse resultado também pode ser observado por meio das Figuras 7 e 8, que mostram a tendência do desempenho das subsidiárias por tipo de Propriedade Estatal dispostos por países (FIGURA 7) e por multinacional (FIGURA 8).

Torna-se interessante observar os diferentes interceptos e inclinações da relação entre o desempenho da subsidiária e as modalidades de Propriedade Estatal (SOE1, SOE2 e SOE3) por país. A Figura 7 permite visualizar que a Propriedade Estatal indireta majoritária foi a

única modalidade com tendência positiva. Da mesma forma, a Figura 8 permite visualizar a relação desempenho da subsidiária e Propriedade Estatal por multinacional.

Figura 7 - Regressões SUBROE por SOE1, SOE2, SOE3 por país hospedeiro.

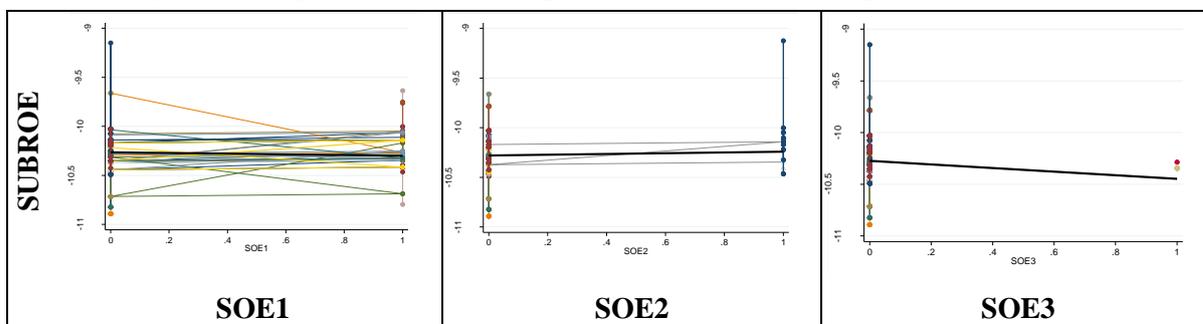


Nota 1: SUBROE: Desempenho da Subsidiária; SOE1: Propriedade Estatal indireta minoritária; SOE2: Propriedade Estatal indireta majoritária; SOE3: Propriedade Estatal direta. Estão dispostos nesta figura as regressões do desempenho das subsidiárias por modalidade de Propriedade Estatal por país hospedeiro.

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

A relevância da Propriedade Estatal *SOE2*, pode ser explicado por duas questões principais. A primeira, está relacionada ao montante de captação de financiamentos públicos para a internacionalização, uma das principais medidas do governo para impulsionar as empresas brasileiras no exterior (Bazuchi et al. 2013; Lazzarini, Musacchio, e Bandeira-de-Mello 2015). A segunda consiste no grau de influência do governo sobre estas firmas, ou seja, por possuírem um grau de envolvimento mediano com o governo, conseguem se beneficiar das vantagens pelo governo sem deixar que este envolvimento prejudique seu desempenho no exterior (Gunasekarage, Hess, e Hu 2007; M. H. Li, Cui, e Lu 2014).

Figura 8 - Regressões SUBROE por SOE1, SOE2, SOE3 por multinacional.



Nota 2: SUBROE: Desempenho da Subsidiária; SOE1: Propriedade Estatal indireta minoritária; SOE2: Propriedade Estatal indireta majoritária; SOE3: Propriedade Estatal direta. Estão dispostos nesta figura as regressões do desempenho das subsidiárias por modalidade de Propriedade Estatal por multinacional.

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

5.3 O efeito da Propriedade Estatal segundo os pressupostos da RBV: o nível da MNE

Os modelos estimados nesta seção discutem o efeito a Propriedade Estatal como recurso da multinacional, evidenciando a Propriedade Estatal como um determinante do efeito aleatório das empresas multinacionais, partindo do entendimento que a Propriedade Estatal altera o nível de influência da multinacional sobre as subsidiárias, incrementando o desempenho das subsidiárias. Nesta seção, são estimados os modelos de intercepto aleatório e inclinação aleatória (RIRSM), uma vez que inclui variáveis preditoras (no caso as diferentes modalidades da SOE) no nível 2 “MNE x País”, para verificar a intensidade com que o nível de Propriedade Estatal altera o efeito da multinacional. Além disso, os modelos estimados também apresentam o efeito de interação em nível, mostrando que as empresas que possuem condicionantes favoráveis podem ainda ter melhor desempenho na presença da Propriedade Estatal, sendo possível captar também o efeito da Propriedade Estatal na parte fixa da estimação, dentre as variáveis preditoras do nível 1.

Analizando a inserção das modalidades de Propriedade Estatal *dummy*, ou seja (*SOE1*), (*SOE2*) e (*SOE3*) como preditora do efeito aleatório do nível 2 “MNE X País”, apresentados nos modelos (8), (9), e (10) da Tabela 9 verificou-se que não houve significância destas variáveis no nível de efeito cruzado. Contudo, ao inserir a variação da Propriedade Estatal por meio de uma variável identidade (*STATLEV*), foi possível captar um efeito positivo desta sobre a influência o nível de agrupamento MNE X País, modelo (11), sugerindo que quanto maior o grau de controle do governo, maior é o efeito da multinacional (expresso no nível cruzado com o país hospedeiro) sobre o desempenho da subsidiária.

A Tabela 10 apresenta os resultados da interação da Propriedade Estatal sobre as características mais relevantes da matriz, a experiência e o grau de alavancagem (modelos 12, 13, 14 e 15), as quais estão modeladas na porção fixa do desempenho das subsidiárias. Este efeito é mais intenso que o observado no nível 2, especialmente porque altera o sentido do efeito da experiência e do grau de alavancagem quando comparados ao modelo 11.

Nota-se que ao inserir a interação entre a experiência da multinacional e o nível de Propriedade Estatal (modelo 12), o sentido da influência da experiência altera, passando a ter uma relação negativa sobre o desempenho da subsidiária. Este resultado sugere que um maior o grau de envolvimento com o governo enfraquece o efeito da experiência da multinacional sobre o desempenho da subsidiária. No entanto, os modelos 14 e 15, mostram a interação por modalidade de Propriedade Estatal, possibilitando verificar que a modalidade direta, em que o governo é o controlador não foi significativo sobre o desempenho, nem tão pouco as suas

interações. Todavia, as modalidades de Propriedade Estatal que foram significativas foram as modalidades de menor grau de envolvimento, as modalidades indiretas, tanto a majoritária quanto a minoritária. Ainda que estas empresas tenham acumulado experiência em sua atuação o que poderia ser favorável e vantajoso em mercados internacionais, o alto nível de controle governamental pode prejudicar o efeito da experiência, o que não tem gerado vantagens para as subsidiárias.

Tabela 9 - Modelos de investigação do efeito multinível conforme a RBV.

Variáveis	(8)		(9)		(10)		(11)	
	RBV SOE1		RBV SOE2		RBV SOE3		RBV STLev	
Efeito Fixo	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.	B	S.E.
<i>GROWTH</i>	0,535***	(0,0171)	0,535***	(0,0171)	0,534***	(0,0171)	0,534***	(0,0171)
<i>INICIAL</i>	0,218***	(0,0433)	0,220***	(0,0434)	0,219***	(0,0435)	0,219***	(0,0436)
<i>EXPER</i>	0,393***	(0,0737)	0,397***	(0,0729)	0,404***	(0,0731)	0,407***	(0,0734)
<i>MROA</i>	-0,0025	(0,0047)	-0,0021	(0,0047)	-0,0021	(0,0047)	-0,0020	(0,0047)
<i>LEV</i>	0,0314**	(0,0158)	0,0390**	(0,0166)	0,0289*	(0,0155)	0,0301*	(0,0158)
<i>LOAN</i>	0,0333	(0,0221)	0,0413*	(0,0227)	0,0334	(0,0222)	0,0339	(0,0223)
<i>2.inttec</i>	-0,146	(0,141)	-0,241	(0,156)	-0,130	(0,142)	-0,149	(0,148)
<i>3.inttec</i>	-0,229**	(0,105)	-0,270***	(0,101)	-0,240**	(0,102)	-0,266**	(0,108)
<i>4.inttec</i>	0,0762	(0,180)	0,0461	(0,177)	0,0534	(0,178)	0,0463	(0,180)
<i>EXPEND</i>	-0,0087	(0,0053)	-0,0085	(0,0053)	-0,0082	(0,0053)	-0,0081	(0,0054)
<i>HIGHTEC</i>	0,234***	(0,0627)	0,226***	(0,0629)	0,235***	(0,0628)	0,235***	(0,0630)
<i>GDPCONS</i>	-0,0425**	(0,0185)	-0,0428**	(0,0185)	-0,0434**	(0,0187)	-0,0423**	(0,0186)
<i>SOE1</i>	-0,0658	(0,0818)	-	-	-	-	-	-
<i>SOE2</i>	-	-	0,268*	(0,157)	-	-	-	-
<i>SOE3</i>	-	-	-	-	-0,174	(0,372)	-	-
<i>STATLEV</i>	-	-	-	-	-	-	0,0271	(0,0593)
<i>PITCE</i>	-0,426*	(0,241)	-0,379	(0,231)	-0,364	(0,231)	-0,354	(0,233)
<i>PDP</i>	-0,316	(0,247)	-0,273	(0,237)	-0,257	(0,237)	-0,246	(0,239)
<i>BrMAIOR</i>	-0,351	(0,242)	-0,315	(0,232)	-0,293	(0,232)	-0,285	(0,233)
<i>bilateral</i>	-0,178*	(0,102)	-0,174*	(0,102)	-0,175*	(0,103)	-0,180*	(0,102)
Efeito Aleatório	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
Efeito MNE x PaísH								
(cons)	0,410***	(0,0444)	0,415***	(0,0383)	0,418***	(0,0386)	0,419***	(0,0387)
Var(SOE)	0,113	(0,240)	1,55e-11	(.)	8,14e-09	(0,0000)	1,01e-09***	(2,68e-09)
Efeito Anual (cons)	0,245***	(0,0859)	0,249***	(0,0831)	0,249***	(0,0832)	0,251***	(0,0839)
sd(Residual)	0,530***	(0,0389)	0,528***	(0,0383)	0,529***	(0,0384)	0,528***	(0,0382)
N	818		818		818		818	
AIC	1649,5		1645,3		1650,0		1650,0	
BIC	1748,3		1739,4		1748,8		1748,8	
Log lik.	-803,7		-802,6		-804,0		-804,0	
LR (chi2)	118,13		119,75		119,21		120,48	
LR p-valor	0,000		0,000		0,000		0,000	

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01

Apresentam-se, na Tabela 9, os resultados das regressões multiníveis referentes à teoria da visão baseada em recursos, com a inserção das modalidades de Propriedade Estatal

como variáveis explicativas do efeito aleatório referentes ao nível cruzado entre multinacionais e países hospedeiros.

Semelhantemente, a interação entre os níveis de Propriedade Estatal indiretos e o grau de alavancagem da multinacional, não favoreceram o desempenho das subsidiárias (modelos 13, 14 e 15), uma vez que o grau de Propriedade Estatal alterou o sentido do efeito da alavancagem da multinacional, gerando desvantagem competitiva para as subsidiárias.

Os pressupostos da RBV já mostravam que a Propriedade Estatal poderia representar fonte de desvantagem para as empresas multinacionais, descrevendo que as firmas estatais poderiam ser alvo de discriminação pelos governos e mercados consumidores hospedeiro (Cuervo-Cazurra et al. 2014). Esperava-se que este efeito fosse mais intenso em modalidades diretas, que poderia refletir as divergências de objetivos político sociais quando o governo é o principal acionista, no entanto, os resultados encontrados neste, contribuem para esta perspectiva ao mostrar que a Propriedade Estatal, em suas modalidades de menor controle, podem ser desvantagens para as subsidiárias ao mitigar o efeito das vantagens competitivas, tais como a experiência e a alavancagem da multinacional.

Assim, os resultados podem corroborar e contribuir para a literatura de RBV, pois mostram que a Propriedade Estatal nem sempre surte efeito positivo para as subsidiárias internacionais, e dependendo do grau de envolvimento com o governo, pode ainda mitigar os efeitos das capacidades distintivas da multinacional de forma a prejudicar o desempenho no exterior. Neste sentido, os resultados encontrados tornam possível de se confirmar a hipótese 2a, ao evidenciar o efeito significativo da Propriedade Estatal em interação com as competências da multinacional, todavia, não foi possível se confirmar a hipótese 2b, uma vez que mostra um efeito prejudicial das modalidades indiretas sobre o desempenho das subsidiárias.

Tabela 10 - Efeito conjunto da Propriedade Estatal e características da matriz sobre o desempenho da subsidiária.

(Continua)

RBV Variáveis	(11)		(12)		(13)		(14)		(15)	
	RBV SOE		EXPER*SOE		LEV*SOE		EXPER*STATLEV		LEV*STATLEV	
Efeito Fixo	B	SE	B	SE	B	SE	B	SE	B	SE
<i>GROWTH</i>	0,534***	-0,017	0,534***	-0,017	0,538***	-0,017	0,535***	-0,017	0,537***	-0,017
<i>INICIAL</i>	0,219***	-0,044	0,199***	-0,044	0,179***	-0,041	0,179***	-0,043	0,177***	-0,040
<i>EXPER</i>	0,407***	-0,073	0,481***	-0,080	0,304***	-0,071	0,498***	-0,081	0,286***	-0,065
<i>MROA</i>	-0,002	-0,005	-0,003	-0,005	-0,006	-0,005	-0,003	-0,005	-0,005	-0,005
<i>LEV</i>	0,0301*	-0,016	0,0347**	-0,016	0,252***	-0,053	0,0693***	-0,021	0,283***	-0,053
<i>LOAN</i>	0,034	-0,022	0,024	-0,023	0,029	-0,021	0,036	-0,023	0,0353*	-0,021
<i>EXPEND</i>	-0,008	-0,005	-0,008	-0,005	-0,008*	-0,005	-0,008	-0,005	-0,008*	-0,005
<i>HIGHTEC</i>	0,235***	-0,063	0,202***	-0,064	0,134**	-0,064	0,162***	-0,062	0,106*	-0,062
<i>GDPCONS</i>	-0,042**	-0,019	-0,0342*	-0,019	-0,023	-0,018	-0,024	-0,018	-0,016	-0,017
<i>2.inttec</i>	-0,149	-0,148	-0,108	-0,146	-0,143	-0,135	-0,190	-0,144	-0,207	-0,132
<i>3.inttec</i>	-0,266**	-0,108	-0,248**	-0,107	-0,264***	-0,098	-0,175*	-0,101	-0,204**	-0,094
<i>4.inttec</i>	0,046	-0,180	0,085	-0,177	0,033	-0,162	0,112	-0,163	0,063	-0,151
<i>PITCE</i>	-0,354	-0,233	-0,350	-0,233	-0,293	-0,235	-0,567**	-0,272	-0,483*	-0,269
<i>PDP</i>	-0,246	-0,239	-0,239	-0,239	-0,190	-0,240	-0,448	-0,275	-0,375	-0,271
<i>BrMAIOR</i>	-0,285	-0,233	-0,287	-0,233	-0,223	-0,235	-0,492*	-0,271	-0,410	-0,267
<i>bilateral</i>	-0,180*	-0,102	-0,174*	-0,101	-0,133	-0,095	-0,155*	-0,094	-0,114	-0,089
<i>STATLEV</i>	0,027	-0,059	-1,901**	-0,870	-1,416***	-0,338	-	-	-	-
<i>EXPERxSTATE</i>	-	-	-0,222**	-0,100	-	-	-	-	-	-
<i>LEVxSTATE</i>	-	-	-	-	-0,117***	-0,027	-	-	-	-
<i>1.STATLEV</i>	-	-	-	-	-	-	-3,584***	-1,19	-4,576***	-1,375
<i>2.STATLEV</i>	-	-	-	-	-	-	-12,13**	-5,165	-2,983***	-0,708
<i>3.STATLEV</i>	-	-	-	-	-	-	3,459	-29,63	1,56	-37,38
<i>1.STATLEVxEXPER</i>	-	-	-	-	-	-	-0,399***	-0,134	-	-
<i>2.STATLEVxEXPER</i>	-	-	-	-	-	-	-1,454**	-0,61	-	-
<i>3.STATLEVxEXPER</i>	-	-	-	-	-	-	0,422	-3,424	-	-
<i>1.STATLEVxLEV</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,365***	-0,111
<i>2.STATLEVxLEV</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,256***	-0,0555
<i>3.STATLEVxLEV</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	0,143	-3,062

Tabela 10 - Efeito conjunto da Propriedade Estatal e características da matriz sobre o desempenho da subsidiária.

(Conclusão)

RBV Variáveis	(11) RBV SOE		(12) EXPER*SOE		(13) LEV*SOE		(14) EXPER*STATLEV		(15) LEV*STATLEV	
	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
Efeito Aleatório										
var(SOE)	1,01e-09***	-2,68e-09	5,60e-09***	-1,78e-08	9,42e-09***	-3,35e-08	-	-	-	-
var(cons)	0,419***	-0,0387	0,408***	-0,0381	0,359***	-0,0382	0,384***	-0,0359	0,344***	-0,0359
var(ano)	0,251***	-0,0839	0,261***	-0,0806	0,261***	-0,097	0,268***	-0,0751	0,234***	-0,0998
sd(Residual)	0,528***	-0,0382	0,523***	-0,0402	0,528***	-0,0483	0,517***	-0,0372	0,538***	-0,0423
N	818		818		818		818		818	
AIC	1650		1647,2		1636		1643,8		1636,8	
BIC	1748,8		1750,7		1739,6		1761,5		1754,4	
Log lik.	-804		-801,6		-796		-796,9		-793,4	
LR (chi2)	120,48		114,35		73,26					
LR p-valor	0,000		0,000		0,000					

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * $p < .1$; ** $p < .05$; *** $p < .01$. Apresentam-se, na Tabela 10, os resultados das regressões multiníveis referentes à teoria da visão baseada em recursos, com a interação entre a Propriedade Estatal e os recursos da multinacional experiência (modelos 12 e 14) e grau de alavancagem (modelos 13 e 15).

Tabela 11 - Modelos de investigação do efeito estatal multinível conforme a TI.

(Conclusão)

Teoria Institucional	(16)		(17)		(18)		(19)		(20)	
	Nulo		RIFSM		SOE Indireta		SOE Direta		SOE Direta ²	
Efeito Aleatório	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
Efeito Ac.Bilateral	3,84e-11*	(5,40e-10)	0,000	(0,000)	0,441***	(0,041)	0,261***	(0,034)	0,261***	(0,034)
var(SOE)	-	-	-	-	0,001***	(0,003)	1,66e-09	(2,51e-08)	1,16e-14*	(2,16e-13)
Efeito MNE x PaisH (cons)	0,159***	(0,043)	0,426***	(0,038)	0,246***	(0,083)	0,197***	(0,118)	0,197***	(0,118)
Efeito Anual	0,318***	(0,090)	0,231***	(0,089)	0,533***	(0,037)	0,543***	(0,042)	0,543***	(0,042)
sd(Residual)	0,830***	(0,036)	0,536***	(0,038)	0,106	(0,294)	11,45***	(5,815)	11,45***	(5,816)
N	1352		818		818		818		818	
AIC	3559,2		1650,3		1726,9		1641,7		1641,7	
BIC	3585,2		1739,7		1821,0		1735,8		1735,8	
Log lik.	-1774,6		-806,2		-843,4		-800,8		-800,8	

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa. Nota: * p<.1; ** p<.05; *** p<.01 Apresentam-se, na Tabela 11, os resultados das regressões multiníveis referentes à teoria institucional, com a inserção de um nível superior referente à relação bilateral entre o governo de origem e o país hospedeiro. O modelo (16) corresponde ao modelo nulo, o qual mostra a significância do nível do acordo bilateral sobre o desempenho das subsidiárias. Os modelos seguintes inserem as modalidades de Propriedade Estatal como explicativas deste nível.

O modelo nulo (16) insere a relação governo de origem – país hospedeiro como o nível superior (nível 3), sem preditoras na porção fixa, pois o objetivo é de verificar a decomposição da variância, ou seja, quanto que a relação governo de origem e país hospedeiro explica do desempenho das subsidiárias. Nota-se que os níveis inferiores se mantem, pois consistem na estrutura hierárquica da subsidiária. Neste modelo, é possível perceber que a relação entre o governo de origem e país hospedeiro, mensurada por meio da existência de acordos bilaterais, é positivo e significativo, porém apresenta um parâmetro extremamente pequeno, na realidade, o índice de correlação intra-classe (ICC) (TABELA 12) mostra que o percentual de explicação da relação bilateral é praticamente nulo isoladamente. Este percentual aumenta com a inserção das variáveis explicativas, especialmente quando a Propriedade Estatal é inserida como preditora deste nível. Como o percentual dos três níveis conjuntamente está dentro do recomendado para análise multinível verificado em Peterson et al. (2012), ou seja 15%, optou-se por manter o nível 3, em concordância com a teoria institucional, e prosseguir com as discussões.

O modelo 17 incorpora apenas as variáveis preditoras da porção fixa do desempenho das subsidiárias, pelo qual nota-se certa coerência com os modelos estimados anteriormente, ou seja, verifica-se que os fatores da subsidiária (*GROWTH* e *INICIAL*) são positivos e significativos, assim como as variáveis da multinacional (*EXPER* e *LEV*). Quanto aos fatores do país hospedeiro, observa-se que nestes modelos, além da relevância do desenvolvimento econômico (*GDPCONS*) e a disponibilidade de ativos estratégicos (*HIGHTEC*), verificou-se que o consumo das famílias também apresentou coeficiente significativo, porém com sinal

negativo, contrário ao esperado, indicando que de fato o aumento do consumo das famílias do país hospedeiro não influencia o desempenho das subsidiárias. Esta relação pode ser explicada pela constituição da amostra deste estudo, em que poucas são as empresas que comercializam bens de consumo diretamente para as famílias. Também se percebe que neste modelo, o efeito aleatório da relação bilateral entre os governos de origem e hospedeiro não foi significativo, o que pode sugerir que as variáveis preditoras absorveram o efeito mínimo desta relação sobre o desempenho.

Tabela 12 - Decomposição da Variância no modelo nulo da Teoria Institucional.

TI Modelo Nulo (16)	ICC	%	SE	95% Conf. Interval	
Efeito Bilateral	1,81e-21	0%	0	1,81e-21	1,81e-21
Efeito MNE X PaísH	0,0308944	3%	0,0167553	0,01533	0,08715
Efeito Anual	0,1549364	15%	0,0692793	0,061271	0,3408911

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: Apresentam-se, na Tabela 12, a decomposição da variância do modelo nulo (16) referente à teoria institucional.

Os modelos seguintes (17, 18 e 19) apresentam a Propriedade Estatal como preditora do efeito aleatório (nível 3), visando identificar a sua relevância e influência na relação bilateral. É interessante observar nestes modelos que os fatores da matriz deixam de ser relevantes em presença do governo federal como acionista das multinacionais (modelos 18 e 19), passando a ser somente relevante um fator da subsidiária, sua habilidade de crescimento (*GROWTH*), e os fatores do país hospedeiro (*GDPCONS* e *HIGHTEC*). Todavia, nota-se que o sentido destas variáveis muda nas equações estimadas com a Propriedade Estatal direta (modelos 19 e 20). O desenvolvimento econômico do país hospedeiro passa a ter uma relação positiva com o desempenho da subsidiária, e a disponibilidade de ativos estratégicos passa a ter uma relação negativa. Com este resultado é possível supor que a relação bilateral estimada pela propriedade direta absorve o efeito da disponibilidade de recursos estratégicos como a tecnologia, ou seja, a partir do momento em que há uma relação bilateral entre o país de origem e o hospedeiro, a qual é influenciada pela Propriedade Estatal direta, a disponibilidade de recursos estratégicos deixa de ser relevante, porém o nível de desenvolvimento econômico passa a ser mais relevante. Todavia, estas suposições precisam de confirmações mais robustas para se sustentarem.

Apesar das alterações do sentido das variáveis preditoras do efeito fixo, é possível constatar o aumento significativo do efeito dos acordos bilaterais sobre o desempenho, especialmente quando este é estimado pela Propriedade Estatal indireta (modelo 17). O

parâmetro do acordo passa a ser 0,44, explicando cerca de 2% da variância do desempenho das subsidiárias (TABELA 13). Isto significa que quanto maior o percentual de Propriedade Estatal indireta, maior é o efeito do acordo bilateral sobre o desempenho das subsidiárias, ou seja, o acordo passa a explicar maior parcela do desempenho das subsidiárias.

Este resultado confirma que as subsidiárias internacionais têm maior legitimidade para atuar em países hospedeiros que possuem acordos bilaterais com o Brasil, e que estes acordos são especialmente influenciados pelas empresas estatais com capital indireto do governo, provavelmente almejando maior estabilidade e menor risco de expropriação (Duanmu, 2014) no mercado hospedeiro.

Tabela 13 - Decomposição da variância no modelo (17) da Teoria Institucional.

TI Modelo 17	ICC	%	SE	95% Conf. Interval	
Efeito Bilateral	0,0203187	2%	0,1108658	3,77e-07	0,9991249
Efeito MNE X PaísH	0,3738736	37%	0,0772602	0,2382125	0,5327618
Efeito Anual	0,4838307	48%	0,0964445	0,3054236	0,6664568

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: Apresentam-se, na Tabela 13, a decomposição da variância do modelo 17 com a inserção da Propriedade Estatal como explicativa do nível do acordo bilateral.

Por outro lado, com relação aos modelos que trazem a Propriedade Estatal direta (*Direta*) entre as preditoras do nível 3, somente é possível captar a influência desta modalidade de participação governamental, quando se intensifica o percentual da propriedade, elevando-a ao quadrado (modelo 19). Neste modelo, percebe-se a propriedade direta é relevante sobre o efeito dos acordos bilaterais, porém com uma intensidade muito baixa, quase nula.

Assim, ao contrário do que se esperava, conforme os pressupostos da teoria institucional, que as empresas com maior nível de envolvimento com o governo poderiam influenciar mais as políticas e acordos desenvolvidos pelo governo de origem (Duanmu, 2014), os resultados mostram uma particularidade do contexto brasileiro, em que as multinacionais com menor nível de envolvimento com o governo conseguem influenciar mais as políticas públicas para seu próprio benefício. Tendo em vista que a maioria das empresas com Propriedade Estatal indireta passaram por recente processo de internacionalização, o qual foi resultante de incentivos financeiros governamentais (Bazuchi et al. 2013) como parte da política industrial vigente (Lazzarini 2015), os países hospedeiros que possuem acordos bilaterais se tornaram mais atrativos, com maior estabilidade, e possibilidade de maior lucratividade, principalmente devido ao acordo bilateral de bi-tributação, para as subsidiárias.

Com isso, é possível de se confirmar a hipótese 3b, em que a Propriedade Estatal tem efeito significativo sobre o efeito dos acordos sobre o desempenho das subsidiárias, porém não é possível a confirmação da hipótese 3c, com relação ao grau de envolvimento com o governo, uma vez que foi constatado que a propriedade indireta, ou seja, de menor grau de envolvimento, possui maior influência.

5.5 O efeito da Propriedade Estatal segundo os pressupostos da Economia Política: o nível controlador sobre as MNEs

Os últimos modelos multiníveis estimados neste capítulo, visam captar o efeito dos diferentes graus de níveis de Propriedade Estatal, considerando a Propriedade Estatal como nível hierárquico, em que as empresas estatais estão sob influência do governo, conforme prediz os pressupostos da Economia Política (TABELA 14). Desta forma, a variabilidade da Propriedade Estatal é inserida como nível 3 explicando a porção aleatória do desempenho das subsidiárias. A seção se encontra estruturada de maneira semelhante à seção anterior, mostrando inicialmente a decomposição da variância do nível 3 (modelo 21), seguido pela inserção das variáveis explicativas no modelo de intercepto aleatório e inclinação fixa (RIFSM) (modelo 22), e posterior inserção dos tipos de Propriedade Estatal como preditoras do nível 3 (modelos 23, 24 e 25).

O modelo nulo (21), mostra que a variabilidade das modalidades da Propriedade Estatal não somente é extremamente baixa, mas não é significativa sobre o desempenho das subsidiárias, ou seja, sem a inclusão de variáveis preditoras da porção fixa, não é possível afirmar que parte do desempenho das subsidiárias é explicado pela variabilidade da Propriedade Estatal. O coeficiente de correlação intraclasse (ICC) deste nível é de 0% não significativo, apesar do ICC geral, estar dentro dos níveis aceitáveis, possibilitando a continuidade da análise multinível (TABELA 15).

A partir da inserção das variáveis explicativas no efeito fixo, verifica-se que o nível Propriedade Estatal passa a explicar maior porção da variância do desempenho das subsidiárias (modelos 22, 23, 24 e 25), inclusive no modelo 22, percebe-se que o componente de variância (CV) do nível 3 é superior aos demais, indicando maior parcela de explicação do desempenho. Desta forma, confirma-se o pressuposto que a Propriedade Estatal representa nível de agrupamento das subsidiárias, indicando que o governo exerce o papel de controlador acima das multinacionais, moldando suas estratégias segundo seus objetivos conforme pressupõe a Economia Política (Choudhury e Khanna 2014; Guo, Clougherty, e Duso 2016;

Luo, Xue, e Han 2010; A. Shleifer e Vishny 1994; Vernon 1979), possibilitando confirmar a hipótese 4a.

Tabela 14 - Modelos de investigação do efeito estatal multinível conforme a Economia Política.

Economia Política	(21)		(22)		(23)		(24)		(25)	
	Nulo		RIFSM		SOE indireta		SOE direta		SOE Direta e Indireta	
Efeito Fixo	B	SE	B	SE	B	SE	B	SE	B	SE
<i>GROWTH</i>	-	-	0,528***	(0,016)	0,528***	(0,016)	0,528***	(0,016)	0,528***	(0,016)
<i>INICIAL</i>	-	-	0,031	(0,038)	0,031	(0,038)	0,031	(0,038)	0,031	(0,038)
<i>EXPER</i>	-	-	0,085	(0,060)	0,085	(0,060)	0,085	(0,060)	0,095	(0,063)
<i>MROA</i>	-	-	-0,003	(0,004)	-0,003	(0,004)	-0,003	(0,004)	-0,003	(0,004)
<i>LEV</i>	-	-	0,017	(0,016)	0,017	(0,016)	0,017	(0,016)	0,019	(0,016)
<i>LOAN</i>	-	-	0,012	(0,019)	0,012	(0,019)	0,012	(0,019)	0,014	(0,019)
<i>2.inttec</i>	-	-	-0,061	(0,114)	-0,061	(0,114)	-0,061	(0,114)	-0,004	(0,004)
<i>3.inttec</i>	-	-	-0,163**	(0,081)	-0,163**	(0,081)	-0,163**	(0,081)	-0,177***	(0,062)
<i>4.inttec</i>	-	-	0,124	(0,129)	0,124	(0,129)	0,124	(0,129)	0,038**	(0,015)
<i>EXPEND</i>	-	-	-0,004	(0,004)	-0,004	(0,004)	-0,004	(0,004)	-0,080	(0,116)
<i>HIGHTEC</i>	-	-	-0,173***	(0,061)	-0,173***	(0,061)	-0,173***	(0,061)	-0,182**	(0,084)
<i>GDPCONS</i>	-	-	0,038**	(0,015)	0,038**	(0,015)	0,038**	(0,015)	0,100	(0,134)
<i>PITCE</i>	-	-	-0,012	(0,257)	-0,012	(0,257)	-0,012	(0,257)	-0,026	(0,257)
<i>PDP</i>	-	-	0,103	(0,259)	0,103	(0,259)	0,103	(0,259)	0,093	(0,259)
<i>BrMAIOR</i>	-	-	0,057	(0,255)	0,057	(0,255)	0,057	(0,255)	0,043	(0,255)
<i>bilateral</i>	-	-	0,076	(0,080)	0,076	(0,080)	0,076	(0,080)	0,079	(0,080)
<i>_cons</i>	0,0316	(0,028)	-	-	-	-	-	-	-	-
Efeito Aleatório	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE	CV	SE
Efeito SOE	5,27e-10	0	11,14***	(4,073)	0,264***	(0,034)	0,264***	(0,034)	0,219***	(0,107)
Var(SOE Indireta)	-	-	-	-	8,52e-11**	(8,71e-10)	-	-	0,00814**	(0,015)
Var(SOE Direta)	-	-	-	-	-	-	1,44e-11*	(2,01e-10)	0,266***	(0,035)
Efeito MNE x PaísH (cons)	0,157***	(0,044)	0,264***	(0,034)	0,225***	(0,102)	0,225***	(0,102)	0,533***	(0,042)
Efeito Anual	0,324***	(0,09)	0,225***	(0,102)	0,532***	(0,042)	0,532***	(0,042)	0,000	(0,003)
sd(Residual)	0,828***	(0,036)	0,532***	(0,042)	11,14***	(4,073)	11,14***	(4,073)	10,97***	(4,030)
N	1352		818		818		818		818	
AIC	3564,8		1662,4		1664,4		1664,4		1666,4	
BIC	3590,9		1756,5		1763,2		1763,2		1770,0	
Log lik.	-1777,4		-811,2		-811,2		-811,2		-811,2	

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: * $p < .1$; ** $p < .05$; *** $p < .01$. Apresentam-se, na Tabela 14, os resultados das regressões multiníveis referentes à economia política, com a inserção de um nível superior referente às modalidades de Propriedade Estatal, investigando se as diferentes modalidades de controle governamental influenciam parte do desempenho das subsidiárias no exterior. O modelo (21) corresponde ao modelo nulo, o qual não consegue captar a relevância da Propriedade Estatal no efeito aleatório do desempenho das subsidiárias. Este efeito somente é percebido nos modelos seguintes, ao inserir as variáveis explicativas do efeito fixo (modelo 22), e nos seguintes com a inserção das modalidades de Propriedade Estatal neste nível.

Observa-se ainda que assim como nos modelos da teoria institucional, nos modelos da economia política, as características da multinacional não são relevantes sobre o desempenho das filiais no exterior, sendo relevante apenas a taxa de crescimento do desempenho das

subsidiárias, e os fatores do país, desempenho econômico (*GDPCONS*). Observa-se novamente que os recursos tecnológicos do país hospedeiro (*HIGHTEC*) foram significativos, porém com sinal negativo, assim como o nível médio-alto de intensidade tecnológico das multinacionais (*3.inttec*).

Tabela 15 - Decomposição da variância no modelo nulo da Economia Política.

EP Modelo Nulo (19)	ICC	%	SE	95% Conf. Interval
Efeito Propriedade Estatal	3,41e-19	0%	0	3,4 1,00e-19
Efeito MNE X PaísH	0,0300914	3%	0,0167504	0 99732
Efeito Anual	0,1585675	16%	0,0702408	0,06 29294

Fonte: Elaborado pela autora da tese com os dados da pesquisa.

Nota: Apresentam-se, na Tabela 15, a decomposição da variância do modelo 17 com a inserção da Propriedade Estatal como explicativa do nível do acordo bilateral.

Os dois tipos de Propriedade Estatal analisados (indireta e direta) apresentaram comportamento semelhante nos modelos (23 e 24), variando apenas a intensidade do efeito, no modelo 25 é possível verificar a diferença da intensidade entre as propriedades estatais direta e indireta sobre o nível 3. Os resultados do modelo 25 permite constatar que a variabilidade da Propriedade Estatal explica uma parcela do desempenho das subsidiárias, e que as modalidades de maior envolvimento possuem um maior efeito sobre o poder de explicação. Em outras palavras, um aumento do percentual de participação do governo federal como acionista da firma intensifica o efeito deste sobre o desempenho das subsidiárias, em concordância com as discussões de (Chen et al., 2009 e Li et al., 2014). Assim, as evidências apresentadas nesta seção permitem confirmar a hipótese 4a e a hipótese 4b.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo teve como propósito discutir o efeito multinível da Propriedade Estatal sobre o desempenho das subsidiárias no exterior, conforme os pressupostos das teorias visão baseada em recursos, teoria institucional e Economia Política. O artigo apresenta uma contribuição para o campo de negócios internacionais, especialmente para o entendimento de como a Propriedade Estatal influencia as subsidiárias no exterior, principalmente porque grande parte dos estudos nesta temática não considera a estrutura hierárquica da subsidiária e a forma como a Propriedade Estatal pode atuar nesta estrutura.

Embora alguns dos resultados encontrados contrariem as hipóteses delineadas, verificou-se que a Propriedade Estatal majoritária e indireta, como recurso da multinacional,

influencia diretamente a subsidiária no exterior, mas também influencia o efeito da multinacional sobre o desempenho da subsidiária de duas formas principais. Primeiro, a Propriedade Estatal alterando o poder de explicação da multinacional, aumentando (ainda que em proporções ínfimas) a parcela da multinacional sobre o desempenho da subsidiária. A segunda forma evidenciada, na interação com outros fatores da multinacional, o estudo mostra que o grau de envolvimento com o governo pode mitigar as vantagens competitivas da multinacional, como por exemplo a experiência e o grau de alavancagem.

Na segunda perspectiva, a teoria institucional, o trabalho também apresenta contribuições ao evidenciar que a relação entre o governo de origem e o país hospedeiro representam parte do desempenho da subsidiária no exterior, e que a Propriedade Estatal intensifica este efeito, porém um menor grau de envolvimento da multinacional com o governo de origem intensifica mais o efeito do acordo bilateral que um maior grau de envolvimento estatal.

Por fim, conforme os pressupostos da Economia Política, o estudo evidencia que o governo exerce papel controlador sobre as multinacionais, e este papel, é influenciado por modalidades de Propriedade Estatal com maior grau de envolvimento, ou seja, quanto maior o grau de controle do governo, maior é o efeito deste sobre o desempenho das subsidiárias no exterior.

Apesar das contribuições, se reconhece que o estudo apresenta algumas limitações. A primeira corresponde à restrição dos dados, o qual torna-se importante enfatizar como um dos fatores mais limitantes deste capítulo. Os dados são restritos de duas formas, uma vez que nem todas as multinacionais dispõem destas informações de forma contínua em suas notas explicativas durante todo o período de análise. Existem dados ausentes tanto dos anos, quanto de algumas subsidiárias. A Petrobrás, por exemplo, por ser uma empresa segmentada, é uma empresa que não apresenta todos os dados referentes às subsidiárias no exterior nos relatórios ou nas notas explicativas, apresentando apenas dados consolidados das operações no exterior por região, inviabilizado o uso de muitas informações pertinentes que poderiam contribuir para os resultados obtidos, especialmente para o entendimento da Propriedade Estatal direta. Além disso, com relação à coleta dos dados, é importante ressaltar que a inexistência de um banco de dados que agrupe e disponibilize os dados financeiros das subsidiárias no exterior, também dificulta a realização de trabalhos desta natureza. A transparência e consistência na divulgação de tais informações poderia minimizar muitos estes problemas e poderia favorecer a análise do desempenho das subsidiárias por diferentes métricas com diferentes condicionantes.

Outra possível limitação, é a utilização da Propriedade Estatal da multinacional, uma vez que não foi possível a coleta deste percentual em cada subsidiária no exterior, dado que poderia representar mais fielmente a influência do governo de origem na subsidiária.

Estudos futuros poderiam tentar superar as dificuldades referentes aos dados, e explorar estas relações aplicadas a outras teorias, tais como a teoria da agência, dos custos de transação, e ainda aplicar a outras medidas de desempenho, tais como o desempenho social e inovativo.

REFERÊNCIAS

- Aguinis, Herman, Ryan K. Gottfredson, and Steven Andrew Culpepper. 2013. 39 *Journal of Management Best-Practice Recommendations for Estimating Cross-Level Interaction Effects Using Multilevel Modeling*.
<http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0149206313478188>.
- Amighini, Alessia A., Roberta Rabellotti, and Marco Sanfilippo. 2013a. “Do Chinese State-Owned and Private Enterprises Differ in Their Internationalization Strategies?” *China Economic Review* 27: 312–25.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1043951X13000199> (May 27, 2014).
- Andersson, Ulf, Mats Forsgren, and Torben Pedersen. 2001. “Subsidiary Performance in Multinational Corporations: The Importance of Technology Embeddedness.” *International Business Review* 10: 3–23. www.elsevier.com/locate/ibusrev.
- Andersson, Ulf, and Ulf Holm. 2002. “THE STRATEGIC IMPACT OF EXTERNAL NETWORKS: SUBSIDIARY PERFORMANCE AND COMPETENCE DEVELOPMENT IN THE MULTINATIONAL CORPORATION EXTERNAL NETWORKS AND THE MULTINATIONAL CORPORATION.” *Strategic Management Journal Strat. Mgmt. J* 23: 979–96.
- Al Farooque, Omar, Tony Van Zijl, Keitha Dunstan, and Akm Waresul Karim. 2007. “Corporate Governance in Bangladesh: Link between Ownership and Financial Performance.” *Corporate Governance* 15(6): 1453–68.
- Arocena, Pablo, and Diana Oliveros. 2012. “The Efficiency of State-Owned and Privatized Firms: Does Ownership Make a Difference?” *International Journal of Production Economics* 140(1): 457–65.
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0925527312002745> (March 31, 2015).
- Baik, Bok, Joon Chae, Sunhwa Choi, and David B. Farber. 2013. “Changes in Operational Efficiency and Firm Performance: A Frontier Analysis Approach.” *Contemporary Accounting Research* 30(3): 996–1026.
- Barney, J. 1991. “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage” ed. Anonymous. *Journal of Management* 17(1): 99–120.
<http://jom.sagepub.com/cgi/doi/10.1177/014920639101700108>.
- Bass, a Erin, and Subrata Chakrabarty. 2014. “Resource Security: Competition for Global

- Resources, Strategic Intent, and Governments as Owners.” *Journal of International Business Studies* 45(8): 961–79. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.28> (November 3, 2014).
- Bazuchi, Karina Regina Vieira et al. 2013. “The Role of Home Country Political Resources for Brazilian Multinational Companies.” 2013(October 2012): 415–38.
- Ben-Nasr, Hamdi, and Jean-Claude Cosset. 2014. “State Ownership, Political Institutions, and Stock Price Informativeness: Evidence from Privatization.” *Journal of Corporate Finance* 29: 179–99. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0929119914001205> (May 15, 2015).
- Birkinshaw, Julian. 1996. “How Multinational Subsidiary Mandates Are Gained and Lost.” *Journal of International Business Studies* 27(3): 467–95. <http://link.springer.com/10.1057/palgrave.jibs.8490845>.
- Birkinshaw, Julian, Neil Hood, and Stephen Young. 2005. “Subsidiary Entrepreneurship , Internal and External Competitive Forces , and Subsidiary Performance.” *International Business Review* 14: 227–48.
- Boddewyn, Jean J. 1988. “Political Aspects Of MNE Theory.” *Journal of International Business Studies* 19(3): 341–63. <http://www.jstor.org/stable/155130>.
- Boddewyn, Jean J, and Thomas L Brewer. 2012. “International-Business Political Behavior: New Theoretical Directions.” *The Academy of Management Review* 19(1): 119–43.
- Boubakri, Narjess, Jean Claude Cosset, Omrane Guedhami, and Walid Saffar. 2011. “The Political Economy of Residual State Ownership in Privatized Firms: Evidence from Emerging Markets.” *Journal of Corporate Finance* 17(2): 244–58. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.08.003>.
- Branstetter, Lee G., and Robert C. Feenstra. 2002. “Trade and Foreign Direct Investment in China: A Political Economy Approach.” *Journal of International Economics* 58(2): 335–58. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0022199601001726> (May 26, 2014).
- Braun, Gary P., and Patrick a. Traichal. 1999. “Competitiveness and the Convergence of International Business Practice.” *Global Finance Journal* 10(1): 107–22.
- Buckley, Peter J et al. 2007. “The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment.” *Journal of International Business Studies* 38(4): 499–518. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/palgrave.jibs.8400277> (March 3, 2015).
- Buckley, Peter J., Chengqi Wang, and Jeremy Clegg. 2007. “The Impact of Foreign Ownership, Local Ownership and Industry Characteristics on Spillover Benefits from Foreign Direct Investment in China.” *International Business Review* 16(2): 142–58. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0969593107000236> (September 3, 2013).
- Chang, Sea-Jin, and Jay Hyuk Rhee. 2011. “Rapid FDI Expansion and Firm Performance.” *Journal of International Business Studies* 42(8): 979–94. <http://dx.doi.org/10.1057/jibs.2011.30>.
- Chen, Gongmeng, Michael Firth, and Liping Xu. 2009. “Does the Type of Ownership Control

- Matter? Evidence from China's Listed Companies." *Journal of Banking & Finance* 33(1): 171–81. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0378426607004244> (November 3, 2014).
- Chen, Jean J. 2004. "Determinants of Capital Structure of Chinese-Listed Companies." *Journal of Business Research* 57(12 SPEC.ISS.): 1341–51.
- Chizema, Amon; Le, Trien. 2011. "STATE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE : EVIDENCE FROM THE « STATE OWNERSHIP AND FIRM PERFORMANCE : EVIDENCE FROM THE CHINESE State Ownership and Firm Performance : Evidence from the Chinese Listed Firms." *Organizations and Markets in Emerging Economies* 2(2): 71–90.
- Choi, Jongmoo Jay, Heibatollah Sami, and Haiyan Zhou. 2010. "The Impacts of State Ownership on Information Asymmetry: Evidence from an Emerging Market." *China Journal of Accounting Research* 3(1): 13–50. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1755309113600180> (May 15, 2015).
- Choudhury, Prithwiraj, and Tarun Khanna. 2014. "Toward Resource Independence – Why State-Owned Entities Become Multinationals: An Empirical Study of India's Public R&D Laboratories." *Journal of International Business Studies* 45(8): 943–60. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.20> (October 15, 2014).
- Christmann, Petra, Diana Day, and George S. Yip. 1999. "The Relative Influence of Country Conditions, Industry Structure, and Business Strategy on Multinational Corporation Subsidiary Performance." *Journal of International Management* 5(4): 241–65.
- Costa, Patrícia Lopes et al. 2013. "Multilevel Research in the Field of Organizational Behavior : An Empirical Look at 10 Years of Theory and Research." *SAGE, Open* (July-September): 1–17.
- Cuervo-Cazurra, Alvaro, Andrew Inkpen, Aldo Musacchio, and Kannan Ramaswamy. 2014. "Governments as Owners: State-Owned Multinational Companies." *Journal of International Business Studies* 45(8): 919–42. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.43> (October 15, 2014).
- Cui, Lin, and Fuming Jiang. 2012. "State Ownership Effect on Firms' FDI Ownership Decisions under Institutional Pressure: A Study of Chinese Outward-Investing Firms." *Journal of International Business Studies* 43(3): 264–84. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2012.1> (October 28, 2014).
- Deadrick, Diana L, Nathan Bennett, and Craig J Russell. 1997. "Using Hierarchical Linear Modeling Examine Dynamic Performance Criteria Over Time." *Journal of Management* 23(6): 745–57.
- Delios, Andrew. 2011. "Experience and a Firm's Performance in Foreign Markets: A Commentary Essay." *Journal of Business Research* 64(2): 227–29. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2010.01.002>.
- Dikova, Desislava. 2009. "Performance of Foreign Subsidiaries: Does Psychic Distance Matter?" *International Business Review* 18(1): 38–49.
- Du, Min, and Agyenim Boateng. 2014. "State Ownership, Institutional Effects and Value Creation in Cross-Border Mergers & Acquisitions by Chinese Firms." *International*

- Business Review*. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593114001528> (November 6, 2014).
- Duanmu, Jing-Lin. 2014a. "State-Owned MNCs and Host Country Expropriation Risk: The Role of Home State Soft Power and Economic Gunboat Diplomacy." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1044–60. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.16> (October 15, 2014).
- Dunning, John H. 2000. "The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity." *International Business Review* 9(2): 163–90. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0969593199000359>.
- . 2003. "Some Antecedents of Internationalization Theory." *Journal of International Business Studies* 34(2): 108–15.
- Dunning, John H, and Sarianna M Lundan. 2008. "Institutions and the OLI Paradigm of the Multinational Enterprise." *Asia Pacific Journal of Management* 25(4): 573–93. <http://www.springerlink.com/index/10.1007/s10490-007-9074-z>.
- Dunning, John H, Yong Suhk Pak, and Sam Beldona. 2007. "Foreign Ownership Strategies of UK and US International Franchisors: An Exploratory Application of Dunning's Envelope Paradigm." *International Business Review* 16(5): 531–48. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S096959310700008X>.
- Edwards, Ron, Adlina Ahmad, and Simon Moss. 2002. "Subsidiary Autonomy : In of Malaysia." *Journal of International Business Studies* 33: 183–91.
- Elyasiani, Elyas, and Jingyi Jia. 2010. "Distribution of Institutional Ownership and Corporate Firm Performance." *Journal of Banking and Finance* 34(3): 606–20.
- Fang, Yulin, Michael Wade, Andrew Delios, and Paul W Beamish. 2007. "RESEARCH NOTES AND COMMENTARIES INTERNATIONAL DIVERSIFICATION , SUBSIDIARY PERFORMANCE , AND THE MOBILITY OF KNOWLEDGE RESOURCES." *Strategic Management Journal* 28(October 2004): 1053–64.
- Fávero, LPL, and D Confortini. 2010. "Modelos Multinível de Coeficientes Aleatórios E Os Efeitos Firma, Setor E Tempo No Mercado Acionário Brasileiro." *Pesquisa Operacional* 30(3): 703–27. http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-74382010000300011&script=sci_arttext.
- Fávero, Luiz Paulo Lopes. 2011. "Preços Hedônicos No Mercado Imobiliário Comercial de São Paulo: A Abordagem Da Modelagem Multinível Com Classificação Cruzada." *Estudos Econômicos (São Paulo)* 41(4): 777–810. http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-41612011000400005&lng=pt&nrm=iso&tlng=en.
- Forsgren, Mats, Torben Pedersen, and Nicolai J Foss. 1999. "Accounting for the Strengths of MNC Subsidiaries: The Case of Foreign-Owned Firms in Denmark." *International Business Review* 8(2): 181–96. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0969593198000444>.
- Gammeltoft, Peter, Helena Barnard, and Anoop Madhok. 2010. "Emerging Multinationals, Emerging Theory: Macro- and Micro-Level Perspectives." *Journal of International Management* 16(2): 95–101.

- <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425310000177> (October 21, 2014).
- Gammeltoft, Peter, Jaya Prakash Pradhan, and Andrea Goldstein. 2010. "Emerging Multinationals: Home and Host Country Determinants and Outcomes." *International Journal of Emerging Markets* 5(3/4): 254–65.
<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/17468801011058370> (March 3, 2015).
- Gaur, a. S., and J. W. Lu. 2007. "Ownership Strategies and Survival of Foreign Subsidiaries: Impacts of Institutional Distance and Experience." *Journal of Management* 33(1): 84–110. <http://jom.sagepub.com/cgi/doi/10.1177/0149206306295203> (May 15, 2015).
- Gelman, Andrew. 2006. "Multilevel (Hierarchical) Modeling: What It Can and Cannot Do." *Technometrics* 48(3): 432–35.
<http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1198/004017005000000661>.
- Goldstein, H. 1986. Efficient statistical modelling of longitudinal data. *Human Biology* 13: 129–142.
- Goldszmidt, Rafael G. Burstein, Luiz Artur Ledur Brito, and Flávio Carvalho de Vasconcelos. 2007. "O Efeito País Sobre O Desempenho Da Firma: Uma Abordagem Multinível." *Rae* 47(7): 12–25.
- Griffin, Mark A. 1997. "Interaction Between Individuals and Situations: Using HLM Procedures to Estimate Reciprocal Relationships." *Journal of Management* 23(6): 759–73. <http://journals.sagepub.com/doi/10.1177/014920639702300604>.
- Gunasekarage, Abeyratna, Kurt Hess, and a. (J) Hu. 2007. "The Influence of the Degree of State Ownership and the Ownership Concentration on the Performance of Listed Chinese Companies." *Research in International Business and Finance* 21(3): 379–95.
- Guo, Wenxin, Joseph A Clougherty, and Tomaso Duso. 2016. "Why Are Chinese MNES Not Financially Competitive in Cross-Border Acquisitions? The Role of State Ownership."
- Haggarty, L, and M Shirkey. 1996. "Bureaucrats in Business: The Economics and Politics of Government Ownership." *Policy Research Report* (5).
- Heckman, By James, Carolyn Heinrich, and Jeffrey Smith. 1997. "Assessing the Performance of Performance Standards in Public Bureaucracies." *American Economic Association* 87(2): 389–95.
- Hong, Junjie, Chengqi Wang, and Mario Kafouros. 2015. "The Role of the Sate in Explaining the Internationalization of Emerging Market Enterprises." *British Journal of Management* 26(1): 45–62. <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-8551.12059> (January 16, 2015).
- Hsu, Chia-wen, Homin Chen, and D Arcy Caskey. 2017. "Local Conditions , Entry Timing , and Foreign Subsidiary Performance." *International Business Review* 26(3): 544–54.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusrev.2016.11.005>.
- Hsu, Chin-Chun, and David J. Boggs. 2003. "Internationalization and Performance: Traditional Measures and Their Decomposition." *Multinational Business Review* 11(3): 23–50.

- Hu, Helen Wei, and Lin Cui. 2014. "Outward Foreign Direct Investment of Publicly Listed Firms from China: A Corporate Governance Perspective." *International Business Review* 23(4): 750–60.
- Huang, Xueli; Renyong, Chi. 2014. "Chinese Private Firms' Outward Foreign Direct Investment: Does Firm Ownership and Size Matter?" *Thunderbird International Business Review* 56(5): 393–406.
- Huang, Xueli, and Chi Renyong. 2014. "Chinese Private Firms' Outward Foreign Direct Investment: Does Firm Ownership and Size Matter?" *Thunderbird International Business Review*: n/a-n/a. <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84897355042&partnerID=tZOtx3y1> (June 3, 2014).
- Hudson, Fernandes Amaral, Caroline Sales Issa Vilaça, Camila Figueiredo Marques Barbosa, and Vaéria Gama Fully Bressan. 2004. "Fundos de Pensão Como Financiadores Da Atividade Econômica." *Finanças* Abr-Jun: 79–91.
- Hughes, Mathew, Silvia L Martin, Robert E Morgan, and Matthew J Robson. 2010. "Realizing Product-Market Advantage in High-Technology International New Ventures: The Mediating Role of Ambidextrous Innovation." *Journal of International Marketing* 18(4): 1–21.
- Hughes, Mathew, Taman H Powell, Leanne Chung, and Kamel Mellahi. 2016. "Institutional and Resource-Based Explanations for Subsidiary Performance." *British Journal of Management* 0: 1–18.
- Hult, G Tomas M et al. 2008. "An Assessment of the Measurement of Performance in International Business Research." *Journal of International Business Studies* 39(6): 1064–80.
- Inoue, Carlos F K V, and Sergio G Lazzarini. 2013. "LEVIATHAN AS A MINORITY SHAREHOLDER : FIRM-LEVEL IMPLICATIONS OF STATE EQUITY PURCHASES." *Academy of Management Journal* 56(6): 1775–1801.
- Ioannou, Ioannis, and George Serafeim. 2012. "What Drives Corporate Social Performance? The Role of Nation-Level Institutions." *Journal of International Business Studies* 43(9): 834–64. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2012.26> (May 12, 2015).
- Jory, Surendranath Rakesh, and Thanh Ngoc Ngo. 2014. "Cross-Border Acquisitions of State-Owned Enterprises." *Journal of International Business Studies* 45(9): 1096–1114. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.41> (November 6, 2014).
- Kim, Wi Saeng, and Esmeralda O. Lyn. 1990. "FDI Theories and the Performance of Foreign Multinationals Operating in the U.S." *Journal of International Business Studies* 21(1): 41–54.
- Knutsen, Carl Henrik, Asmund Rygh, and Helge Hveem. 2011. "Does State Ownership Matter? Institutions' Effect on Foreign Direct Investment Revisited." *Business and Politics* 13(1). <http://www.degruyter.com/view/j/bap.2011.13.1/bap.2011.13.1.1314/bap.2011.13.1.1314.xml> (November 13, 2014).
- Kotabe, Masaaki, Srinivasa S. Srinivasan, and Preet S. Aulakh. 2002. "Multinationality and

- Marketing Capabilities.” *Journal of International Business Studies* 33(1): 79–97.
- Kusnadi, Yuanto, Zhifeng Yang, and Yuxiao Zhou. 2014. “Institutional Development, State Ownership, and Corporate Cash Holdings: Evidence from China.” *Journal of Business Research*. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296314002203> (November 5, 2014).
- Kwok, Chuck C Y, and Solomon Tadesse. 2006. “The MNC as an Agent of Change for Host-Country Institutions: FDI and Corruption.” *Journal of International Business Studies* 37(6): 767–85. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/palgrave.jibs.8400228> (March 25, 2015).
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W Vishny. 2005. “Investor Protection and Corporate Governance.” *The journal of Finance* LVII(3): 229–253.
- Lawton, Thomas, Tazeeb Rajwani, and Jonathan Doh. 2013. “The Antecedents of Political Capabilities: A Study of Ownership, Cross-Border Activity and Organization at Legacy Airlines in a Deregulatory Context.” *International Business Review* 22(1): 228–42. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593112000479> (October 16, 2014).
- Lazzarini, Sergio G. 1993. “Do CEOs of State-Owned Enterprises Matter? Evidence from Brazil, 1973-1993 *.” : 1973–93.
- . 2007. “Mudar Tudo Para Não Mudar Nada: Análise Da Dinâmica de Redes de Proprietários No Brasil Como ‘mundos Pequenos.’” *RAE* 6(1).
- . 2015. “STRATEGIZING BY THE GOVERNMENT : CAN INDUSTRIAL POLICY CREATE FIRM-LEVEL COMPETITIVE ADVANTAGE ?” 112(February 2012): 97–112.
- Lazzarini, Sergio G, and Aldo Musacchio. 2011. “Leviathan as a Minority Shareholder : A Study of Equity Purchases by the Brazilian National Development Bank (BNDES),.” *Working Paper - Harvard Business School*: 1–28.
- Lazzarini, Sergio G, Aldo Musacchio, and Rodrigo Bandeira-de-mello. 2015. “What Do State-Owned Development Banks Do ? Evidence from BNDES , 2002 – 09.” 66: 237–53.
- Lazzarini, Sergio G, Aldo Musacchio, Rodrigo Bandeira-de-mello, and Rosilene Marcon. 2011. “What Do Development Banks Do ? Evidence from Brazil ,.” *Harvard Business School* 12(47): 1–47.
- Li, Ming Hua, Lin Cui, and Jiangyong Lu. 2014. “Varieties in State Capitalism: Outward FDI Strategies of Central and Local State-Owned Enterprises from Emerging Economy Countries.” *Journal of International Business Studies* 45(8): 980–1004. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.14> (October 15, 2014).
- Liang, Hao, Bing Ren, and Sunny Li Sun. 2014. “An Anatomy of State Control in the Globalization of State-Owned Enterprises.” *Journal of International Business Studies*: 1–18. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.35> (October 8, 2014).

- Lin, Liang-Hung. 2014. "Subsidiary Performance: The Contingency of Multinational Corporation's International Strategy."
- Liu, Xiaming, Pamela Siler, Chengqi Wang, and Yingqi Wei. 2000. "Productivity Direct Spillovers From Foreign From Data Xiaming Liu * Investment : UIK Ind Ustry Evidence Level Panel Pamela Siler ** Chengqi Wang *** Yingqi Wei ****." *Journal of International Business Studies* 31(3): 407–25.
- Lo, Fang-yi. 2016. "Intra-MNE Advantage Transfer and Subsidiary Innovativeness : The Moderating Effect of International Diversi Fi Cation ☆." *Journal of Business Research* 69(5): 1712–17. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.10.043>.
- Lo, Fang-yi, and Feng-jyh Lin. 2015. "Advantage Transfer on Location Choice and Subsidiary Performance ☆." *Journal of Business Research* 68(7): 1527–31. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2015.01.046>.
- López-Morales, José Satsumi, and José G. Vargas-Hernández. 2014. "Effect of the Type of Ownership in the Financial Performance: The Case of Firms in Latin America." *International Business Research* 7(10): 2007–11. <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ibr/article/view/40635> (March 31, 2015).
- Luo, Yadong, Qiuzhi Xue, and Binjie Han. 2010. "How Emerging Market Governments Promote Outward FDI: Experience from China." *Journal of World Business* 45(1): 68–79. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S109095160900025X> (July 14, 2014).
- Makino, Shige, Chung-Ming Lau, and Rhy-Song Yeh. 2002. "Asset-Exploitation versus Asset-Seeking : Implications for Location Choice of Foreign Direct Investment Form Newly Industrialized Economies." *Economies, Industrialized* 3: 403–21.
- Meyer, Klaus E, Yuan Ding, Jing Li, and Hua Zhang. 2014a. "Overcoming Distrust: How State-Owned Enterprises Adapt Their Foreign Entries to Institutional Pressures Abroad." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1005–28. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.15> (October 6, 2014).
- . 2014b. "Overcoming Distrust: How State-Owned Enterprises Adapt Their Foreign Entries to Institutional Pressures Abroad." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1005–28. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.15> (October 6, 2014).
- Misangyi, Vilmos F, Jeffery A LePine, James Algina, and Francis Goeddeke Jr. 2006. "The Adequacy of Repeated-Measures Regression for Multilevel Research." *Organizational Research Methods* 9(1): 5–28. <https://login.proxy.libraries.rutgers.edu/login?url=http://search.ebscohost.com.proxy.libraries.rutgers.edu/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=22505579&site=ehost-live>.
- Mitchell, Will, J Myles Shaver, and Bernard Yeung. 1993. "Performance Following Changes of International Presence in Domestic and Transition Industries." *Journal of International Business Studies* 4(April): 647–69.

- Morck, Randall, Bernard Yeung, and Minyuan Zhoa. 2008. "Perspectives on China's Outward Foreign Direct Investment." *Journal of International Business Studies* 39(3): 337–50.
<https://login.proxy.libraries.rutgers.edu/login?url=http://search.ebscohost.com.proxy.libraries.rutgers.edu/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=31692949&site=ehost-live>.
- Mudambi, Ram. 1999. "MNE Internal Capital Markets and Subsidiary Strategic Independence." *International Business Review* 8(2): 197–211.
- Musacchio, Aldo, and Sergio G Lazzarini. 2013. "Reinventing State Capitalism: Leviathan in Business, Brazil and Beyond."
- Nath, Prithwiraj, Subramanian Nachiappan, and Ramakrishnan Ramanathan. 2010. "Industrial Marketing Management The Impact of Marketing Capability , Operations Capability and Diversi Fi Cation Strategy on Performance : A Resource-Based View." *Industrial Marketing Management* 39(2): 317–29.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.indmarman.2008.09.001>.
- Nguyen, Thang V., Ngoc T B Le, and Scott E. Bryant. 2013. "Sub-National Institutions, Firm Strategies, and Firm Performance: A Multilevel Study of Private Manufacturing Firms in Vietnam." *Journal of World Business* 48(1): 68–76.
<http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2012.06.008>.
- North, Douglass C. 1991. "Institutions." *Journal of Economic Perspective* 5(1): 97–112.
- Pan, Yigang et al. 2014. "Firms' FDI Ownership: The Influence of Government Ownership and Legislative Connections." *Journal of International Business Studies* 45(8): 1029–43.
<http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2014.27> (October 6, 2014).
- Peng, Mike W et al. 2000. "Managerial Ties and Firm Performance in a Transition Economy : The Nature of a Micro-Macro Link." 43(3): 486–501.
- . 2003. "INSTITUTIONAL TRANSITIONS AND STRATEGIC CHOICES." (1997): 275–96.
- Peng, Mike W. 2012. "The Global Strategy of Emerging Multinationals From China." *Global strategy journal* 2(June): 97–107.
- Peng, Mike W, Denis Y L Wang, and Yi Jiang. 2008. "An Institution-Based View of International Business Strategy: A Focus on Emerging Economies." *Journal of International Business Studies* 39(5): 920–36. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/palgrave.jibs.8400377> (July 18, 2014).
- Perotti, E.C. 2004. "State Ownership: A Residual Role?" (September): 1–25.
- Perotti, Enrico C. 1995. "Credible Privatization." *The American Economic Review* 85(4): 847–59. <http://www.jstor.org/stable/2118235>.
- Peterson, Mark F, Jean-Luc Arregle, and Xavier Martin. 2012. "Multilevel Models in International Business Research." *Journal of International Business Studies* 43(5): 451–57.
- Qu, Riliang, and Zelin Zhang. 2014. "Market Orientation and Business Performance in MNC Foreign Subsidiaries— Moderating Effects of Integration and Responsiveness."

- Ramamurti, Ravi. 1987. "Performance Evaluation of State-Owned Enterprises in Theory and Practice." *Management Science* 33(7): 876–93.
- Ramsey, Jase R. 2013. "How to Determine Subsidiary Performance Based on the Internationalization Strategy."
- Robins, Fred. 2013. "The Uniqueness of Chinese Outward Foreign Direct Investment." *Asian Business & Management* 12(5): 525–37. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/abm.2013.15> (November 9, 2014).
- Roth, Kendall, and Allen J. Morrison. 1992. "Implementing Global Strategy: Characteristics of Global Subsidiary Mandates." *Journal of International Business Studies* (December 1990): 715–35.
- Rugman, Alan M. 2010. "Reconciling Internalization Theory and the Eclectic Paradigm." *Multinational Business Review* 18(2): 1–12.
- Sauvant, Karl P et al. 2014. "Trends in FDI , Home Country Measures and Competitive Neutrality." In *Yearbook on International Investment Law & Policy 2012-2013*, Andrea K. Bjorklund.
- Sauvant, Karl P., and Victor Zitian Chen. 2014a. "China's Regulatory Framework for Outward Foreign Direct Investment." *China Economic Journal* 7(1): 141–63. <http://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17538963.2013.874072> (November 13, 2014).
- . 2014b. "China's Regulatory Framework for Outward Foreign Direct Investment." *China Economic Journal* 7(1): 141–63. <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84893968055&partnerID=tZOtx3y1> (June 3, 2014).
- Schmid, Stefan, and Katharina Kretschmer. 2010. "Performance Evaluation of Foreign Subsidiaries: A Review of the Literature and a Contingency Framework." *International Journal of Management Reviews* 12(3): 219–58.
- Schneider, Ben Ross. 2009. "Hierarchical Market Economies and Varieties of Capitalism in Latin America." *Journal of Latin American Studies* 41(3): 553. http://www.journals.cambridge.org/abstract_S0022216X09990186.
- Schonfeld, Irvin Sam, David Rindskopf, and Irvin Sam Schonfeld. 2007. "Hierarchical Linear Modeling in Context of Growth Modeling." *Organizational Research Methods* 10(3): 417–29.
- Sethi, S.Prakash, and B Elango. 1999. "The Influence of 'country of Origin' on Multinational Corporation Global Strategy: A Conceptual Framework." *Journal of International Management* 5: 285–98. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1075425399000162>.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny. 1994. "Politicians and Firms." *The Quarterly Journal of Economics* 109(4): 995–1025. <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/2118354>.

- Shleifer, Andrei. 1998. "State Versus Private Ownership." *Working paper series National Bureau of Economic Research* No. 6665(No. H11 P30 P40): 1–36.
<http://www.nber.org/papers/w6665>.
- Shleifer, Andrei, and Robert W Vishny. 1994. "Politicians and Firms *." *Quarterly Journal of Economics* (November): 995–1025.
- Soutes, Dione Olesczuk, and Eliandro Schvirek. 2006. "Formas de Mensuração Do Lucro E Os Reflexos No Cálculo Do ROA. Vitória." *Brazilian Business Review* 3(1, /jul.): 74–87.
- Steele, Fiona. 2008. "Multilevel Models for Longitudinal Data." *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (Statistics in Society)* 1: 5–19.
- Subramaniam, Mohan, and Sharon Watson. 2006. "How Interdependence Affects Subsidiary Performance." *Journal of Business Research* 59(8): 916–24.
- Sun, Qian, Wilson H S Tong, and Jing Tong. 2002. "How Does Government Ownership Affect Firm Performance ? Evidence from China's Privatization Experience." 29(January 2001).
- Sun, Sunny Li, Mike W. Peng, Ruby P. Lee, and Weiqiang Tan. 2014. "Institutional Open Access at Home and Outward Internationalization." *Journal of World Business*.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090951614000297> (October 17, 2014).
- Taggart, James H. 1999. "MNC Subsidiary Performance, Risk, and Corporate Expectations." *International Business Review* 8(2): 233–54.
- Tan, Justin, and Liang Wang. 2010. "Flexibility–efficiency Tradeoff and Performance Implications among Chinese SOEs." *Journal of Business Research* 63(4): 356–62.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296309001246> (November 6, 2014).
- Tan, Youchao, Zhenmei Zhu, Cheng Zeng, and Minghua Gao. 2014. "Does External Finance Pressure Affect Corporate Disclosure of Chinese Non-State-Owned Enterprises?" *International Review of Financial Analysis*.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S105752191400012X> (June 3, 2014).
- Tian, Xiaowen, and John W Slocum. 2014. "What Determines MNC Subsidiary Performance? Evidence from China." *Journal of World Business* 49: 421–30.
- Valadares, Sílvia Mourthé. 2000. "Ownership and Control Structure of Brazilian Companies." *Revista Abante* 3(1): 29–56.
- Venaik, Sunil, David F Midgley, and Timothy M Devinney. 2005. "Dual Paths to Performance: The Impact of Global Pressures on MNC Subsidiary Conduct and Performance." *Journal of International Business Studies* 36(36): 655–75.
- Venaik, Sunil, David F Midgley, and Jonathan Zeitlin. 2005. "Dual Paths to Performance: The Impact of Global Pressures on MNC Subsidiary Conduct and Performance." *Journal of International Business Studies* 36(6): 655–75.
- Vernon. 1979. "The International Aspects of State-Owned Enterprises." *Jornal of International Business Studies* 10(3): 7–15.

- Wang, Chengqi, Junjie Hong, Mario Kafourous, and Agyenim Boateng. 2012. "What Drives Outward FDI of Chinese Firms? Testing the Explanatory Power of Three Theoretical Frameworks." *International Business Review* 21(3): 425–38.
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0969593111000825> (July 17, 2014).
- Wang, Chengqi, Junjie Hong, Mario Kafourous, and Mike Wright. 2012. "Exploring the Role of Government Involvement in Outward FDI from Emerging Economies." *Journal of International Business Studies* 43(7): 655–76. <http://www.palgrave-journals.com/doi/10.1057/jibs.2012.18> (November 11, 2014).
- Wang, Qian, T.J. Wong, and Lijun Xia. 2008. "State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence from China." *Journal of Accounting and Economics* 46(1): 112–34.
<http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0165410108000189> (May 15, 2015).
- Warmerdam, Ward, and Meine Pieter van Dijk. 2013. "Chinese State-Owned Enterprise Investments in Uganda: Findings from a Recent Survey of Chinese Firms in Kampala." *Journal of Chinese Political Science* 18(3): 281–301.
<http://link.springer.com/10.1007/s11366-013-9250-6> (November 7, 2014).
- Wei, Xu, Yongwei Chen, Mohan Zhou, and Yi Zhou. 2016. "SOE Preference and Credit Misallocation: A Model and Some Evidence from China." *Economics Letters* 138: 38–41. <http://dx.doi.org/10.1016/j.econlet.2015.11.023>.
- Wolfenzon, Daniel. 1999. "A Theory of Pyramidal Ownership." *Unpublished working paper. Harvard University Press: Cambridge, MA LXI*(6).
- Woodcock, C Patrick, Paul W Beamish, and Shige Makino. 1994. "Ownership-Based Entry Mode Strategies and International Performance." *Journal of International Business Studies* 2(June 1993): 253–73.
- Wu, Hsueh-Liang. 2011. "Can Minority State Ownership Influence Firm Value? Universal and Contingency Views of Its Governance Effects." *Journal of Business Research* 64(8): 839–45. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296310001955> (November 6, 2014).
- Wu, Wann Yih, and Ching Yi Lin. 2010. "Experience, Environment, and Subsidiary Performance in High-Tech MNEs." *Journal of Business Research* 63(12): 1301–9. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2009.09.001>.
- Xia, Jun; Ma, Xufei; Lu Jane W.; Yiu Daphne, W. 2014. "Outward Foreign Direct Investment by Emerging Market Firms: A Resource Dependence Logic." *Strategic Management Journal* 1363(July 2013): 1343–63.
- Xu, Dean, and Oded Shenkar. 2002. "Institutional Distance and the Multinational Enterprise." *The Academy of Management Review* 27(4): 608–18.
- Yang, Xiaohua, and Clyde D. Stoltenberg. 2014. "A Review of Institutional Influences on the Rise of Made-in-China Multinationals" ed. Ilan Alon, Julian Chang, Christoph Latte. *International Journal of Emerging Markets* 9(2): 162–80.
<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/IJoEM-09-2012-0095> (October 28, 2014).
- Yang, Xiaohua, and Clyde D. Stoltenberg. 2014. "A Review of Institutional Influences on the

- Rise of Made-in-China Multinationals.” *International Journal of Emerging Markets* 9(2): 162–80. <http://www.scopus.com/inward/record.url?eid=2-s2.0-84899764601&partnerID=tZOtx3y1> (June 3, 2014).
- Yeung, Henry Wai-chung. 1998. “The Political Economy of Transnational Corporations: A Study of the Regionalization of Singaporean Firms.” *Political Geography* 17(4): 389–416.
- Yu, Mei. 2013. “State Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Chinese Listed Companies.” *China Journal of Accounting Research* 6(2): 75–87. <http://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S1755309113000130> (March 29, 2015).
- Zahra, Shaker A, R Duane Ireland, and Michael A Hitt. 2000. “INTERNATIONAL EXPANSION BY NEW VENTURE FIRMS : INTERNATIONAL DIVERSITY , MODE OF MARKET ENTRY , TECHNOLOGICAL LEARNING , AND PERFORMANCE.” 43(5): 925–50.
- Zhang, Anming, Yimin Zhang, and Ronald Zhao. 2002. “Profitability and Productivity of Chinese Industrial Firms Measurement and Ownership Implications.” *China Economic Review* 13(1): 65–88.

CONSIDERAÇÕES FINAIS DA TESE

Esta tese foi desenvolvida a partir da questão que permeia as discussões na academia acerca da intervenção estatal na economia por meio de um instrumento muito peculiar, a Propriedade Estatal. Esta estratégia é adotada por diversos governos, tanto de países emergentes quanto desenvolvidos, e normalmente estão atrelados à proteção de setores estratégicos para o desenvolvimento dos países. Como parte da estrutura acionária das empresas, os governos, passam a influenciar as decisões e estratégias, que em alguns cenários pode vir a favorecer as empresas, como por exemplo, possibilitar uma maior tolerância a riscos, maior reserva de caixa, melhores acessos a créditos subsidiados; mas que em outros pode vir a prejudicar, ao utilizá-las como instrumentos para alcance de seus objetivos político-sociais, adotando estratégias pouco rentáveis seja no mercado interno ou externo. Em todo caso, há na literatura uma certa concordância de que os governos como acionistas alteram a neutralidade competitiva dos mercados, fazendo com que a investigação destes efeitos seja de grande importância para o conhecimento na área.

Assim, a tese, fundamentada nas teorias econômicas aplicadas ao estudo do campo de negócios internacionais, buscou investigar estes efeitos sobre o desempenho das firmas, de duas formas diferentes. A primeira forma, apresentada no segundo capítulo, investiga o efeito da Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais, e a segunda forma, evidenciada no terceiro capítulo, aborda o efeito sobre o desempenho das subsidiárias no exterior das multinacionais analisadas. Os resultados obtidos nos dois capítulos foram considerados consistentes e relevantes para a área de estudo.

Analisando a relação da Propriedade Estatal sobre o desempenho das multinacionais, constatou-se que, há um efeito positivo da Propriedade Estatal, mesmo observando dois tipos de medidas de desempenho, e duas formas de Propriedade Estatal, a forma direta e a indireta. Foi possível de se perceber que a Propriedade Estatal direta, em que o governo federal é o principal acionista, possui um efeito superior ao da propriedade indireta, cujos acionistas são os bancos públicos e os fundos de pensão de instituições públicas. Provavelmente porque o maior envolvimento com o governo proporciona às firmas melhor acesso a recursos distintos, tais como melhores condições de financiamentos de longo prazo para investimentos no exterior, e no mercado interno, se beneficiam de políticas industriais favoráveis, tais como preços administrados.

Além disso, o artigo 1 apresenta contribuições para a academia, ao evidenciar uma relação entre o investimento das multinacionais em paraísos fiscais como um dos

determinantes para o investimento governamental, uma lacuna que embora não seja totalmente preenchida por este trabalho, abre uma nova frente para entendimento do comportamento das empresas estatais, ao evidenciar a relação entre estes dois fatores, a qual merece ser explorada por estudos futuros.

O artigo 2 da tese traz a discussão do efeito da Propriedade Estatal sobre o desempenho das subsidiárias no exterior, e destaca uma outra faceta desta discussão. Este capítulo discute que a Propriedade Estatal apresenta efeitos diversos não somente devido ao grau de envolvimento das firmas com o governo, mas argumenta que este efeito pode ocorrer em diferentes instâncias da estrutura de agrupamento da subsidiária. O capítulo parte da discussão que as subsidiárias possuem estruturas hierárquicas, ou seja, estão submetidas às variações das características das suas matrizes multinacionais e também às variações contextuais dos países hospedeiros.

A partir deste entendimento, e conforme os argumentos discutidos pela visão baseada em recursos, a teoria institucional e a Economia Política, o trabalho desenvolve o conceito do efeito multinível da Propriedade Estatal. Este conceito vem contribuir para a literatura ao discutir que o governo pode vir a atuar de diferentes formas na estrutura hierárquica, como por exemplo dentro da multinacional, como uma característica intrínseca à firma; junto ao país hospedeiro, por meio de acordos bilaterais que podem favorecer as firmas estatais no mercado hospedeiro; ou ainda acima da multinacional, como um agente controlador que molda as estratégias das multinacionais conforme seus objetivos; e assim pode apresentar resultados ou efeitos distintos.

Desta forma, a tese evidencia que a única modalidade de Propriedade Estatal que intensifica os efeitos da multinacional sobre o desempenho das subsidiárias é a forma indireta majoritária, porém ao mesmo tempo as modalidades de Propriedade Estatal com menor grau de envolvimento com o governo, pode mitigar os efeitos que a experiência e o grau de alavancagem da multinacional possuem sobre a subsidiárias. Sobre o nível superior que reflete a relação bilateral existente entre o governo de origem e os países hospedeiros, o trabalho mostra que a Propriedade Estatal influencia pouco o efeito destas políticas sobre o desempenho das subsidiárias, e, portanto, faz se necessário investigar de forma mais detalhada as condições e países que esta influência pode ser ter maior relevância. Finalmente, considerando os governos como agentes controladores das multinacionais, o trabalho evidencia que de fato, a propriedade direta intensifica o efeito do controle do governo sobre o desempenho das subsidiárias. Os resultados obtidos e discutidos ao longo da tese estão

apresentados conforme a construção das hipóteses de cada capítulo, sistematizadas no quadro 1.

Quadro 1 - Resumo das hipóteses e resultados.

Capítulo	Hipótese	Confirmação
Capítulo 2	<i>H1: A Propriedade Estatal indireta influencia o desempenho financeiro das multinacionais de países emergentes.</i>	Não confirma
	<i>H2: O desempenho financeiro influencia positivamente a Propriedade Estatal das multinacionais de países emergentes.</i>	Confirma
	<i>H3: Existe uma relação negativa entre a Propriedade Estatal direta e o desempenho das multinacionais de países emergentes.</i>	Não confirma
	<i>H4: Existe uma relação positiva entre a Propriedade Estatal indireta e o desempenho financeiro das multinacionais de países emergentes.</i>	Confirma
Capítulo 3	<i>H1a: O desempenho anual das subsidiárias internacionais pode ser explicado em parte pela variabilidade entre os países hospedeiros.</i>	Confirma
	<i>H1b: O desempenho anual das subsidiárias internacionais pode ser explicado em parte pela variabilidade entre as multinacionais.</i>	Confirma
	<i>H1c: O desempenho anual das subsidiárias internacionais pode ser explicado pela interação entre a variabilidade entre as multinacionais e entre os países hospedeiros.</i>	Confirma
	<i>H2a: A Propriedade Estatal apresenta efeitos significativos sobre o nível da multinacional e conseqüentemente sobre o desempenho anual das subsidiárias internacionais.</i>	Confirma
	<i>H2b: A Propriedade Estatal intensifica os efeitos das características da multinacional sobre o desempenho anual das subsidiárias internacionais.</i>	Não confirma
	<i>H3a: O desempenho anual das subsidiárias internacionais pode ser explicado em parte pela relação entre o país de origem e o país hospedeiro, evidenciados pela existência de acordos bilaterais de investimento.</i>	Confirma
	<i>H3b: A Propriedade Estatal possui um efeito significativo sobre a relação entre o país de origem e o país hospedeiro, ou seja, sobre a existência de acordos bilaterais entre os países.</i>	Confirma
	<i>H3c: Quanto maior for o nível de Propriedade Estatal da multinacional, maior será o efeito dos acordos bilaterais sobre o desempenho das subsidiárias internacionais.</i>	Não confirma
	<i>H4a: A variabilidade da Propriedade Estatal representa um nível de agrupamento superior que explica parte do desempenho anual das subsidiárias internacionais.</i>	Confirma
	<i>H4b: Quanto maior for o nível de Propriedade Estatal da multinacional, maior será a variância explicada do desempenho das subsidiárias internacionais.</i>	Confirma

Identificou-se que a Propriedade Estatal influencia favoravelmente e incondicionalmente o desempenho das multinacionais quando se considera sua performance no mercado interno e no exterior considerando os investimentos em paraísos fiscais. No entanto, quando se observou apenas a sua performance no exterior por unidade produtiva, ou seja, o desempenho individual das subsidiárias localizadas no exterior, constatou-se que Propriedade Estatal nem sempre é tão relevante de forma a alterar consideravelmente a neutralidade competitiva dos mercados.

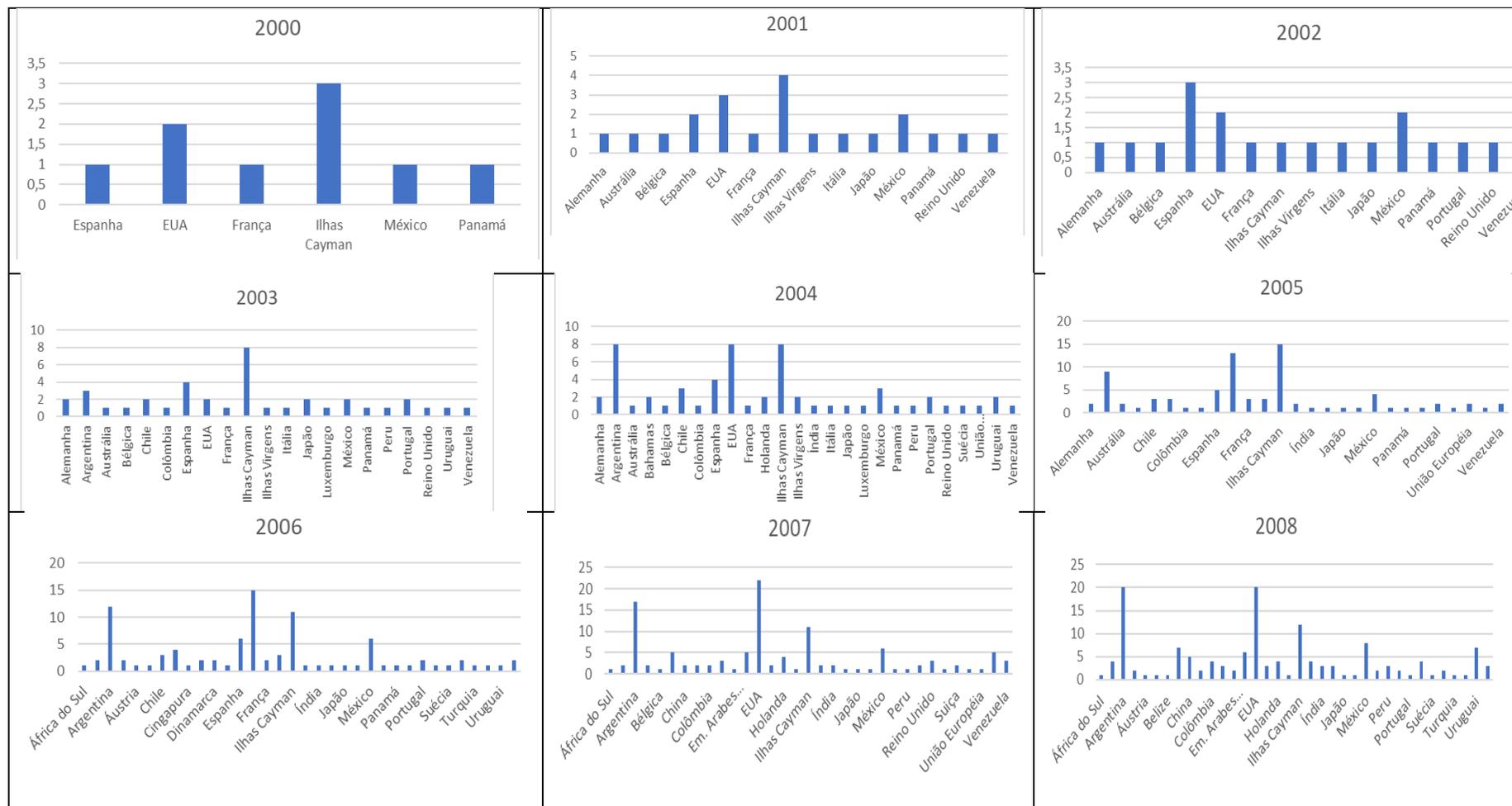
Com efeito, o trabalho descrito abre possibilidades para novos trabalhos investigarem em que condições este efeito multinível da Propriedade Estatal pode ser confirmado, seja em diferentes contextos, como por exemplo em multinacionais de outras origens, ou ainda subdividindo a amostra dos países hospedeiros por regiões, ou por diferenças institucionais. Além disso, o estudo abre possibilidades para que o efeito multinível seja investigado por diferentes teorias econômicas, tais como a dependência de recursos, a teoria da agência e dos custos de transação, estudos que poderiam contribuir consideravelmente para a consolidação deste conhecimento.

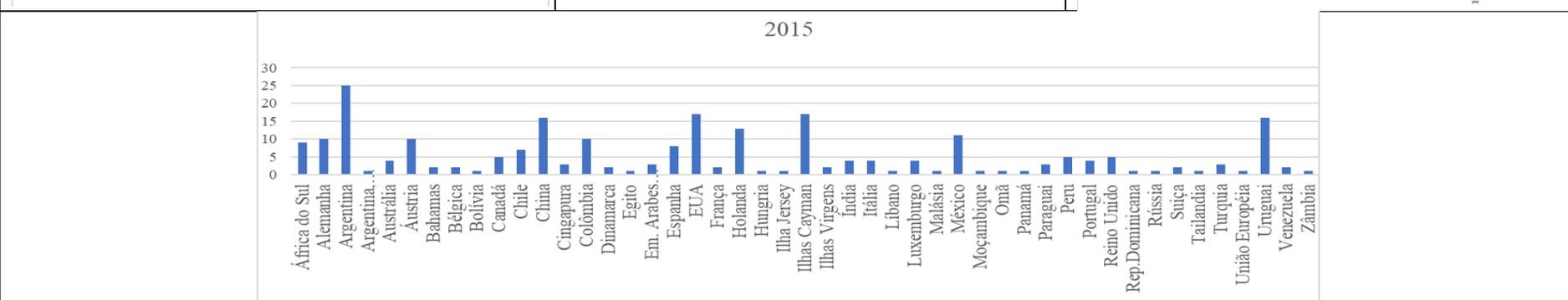
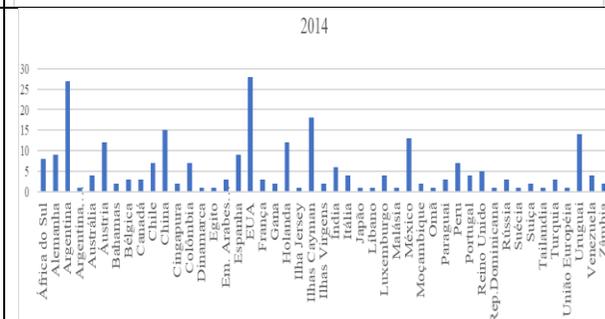
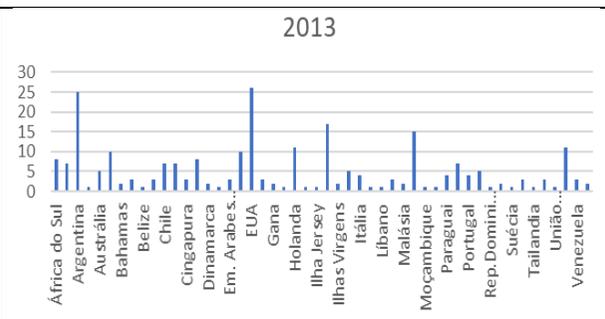
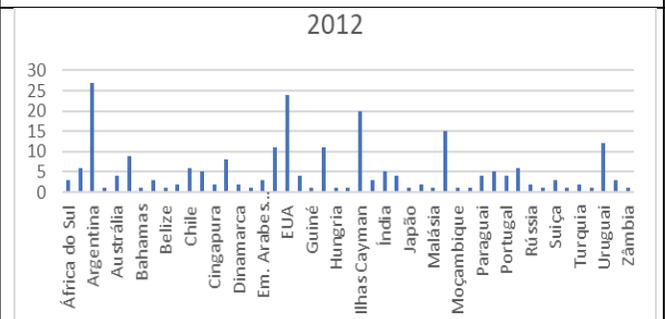
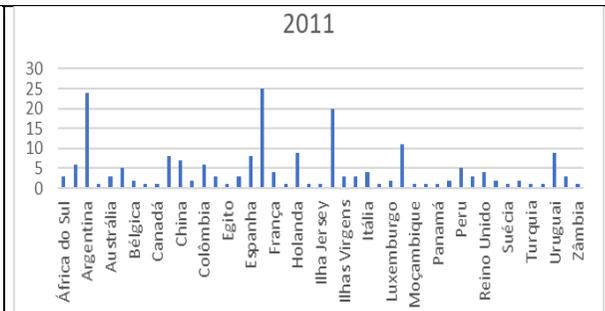
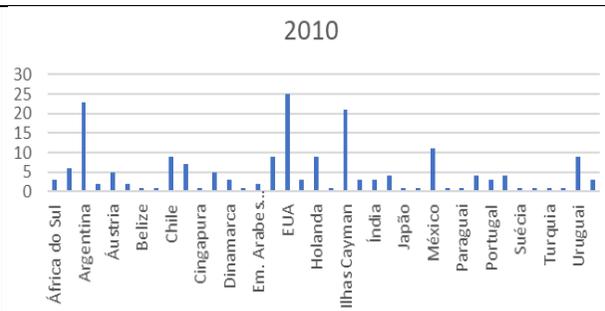
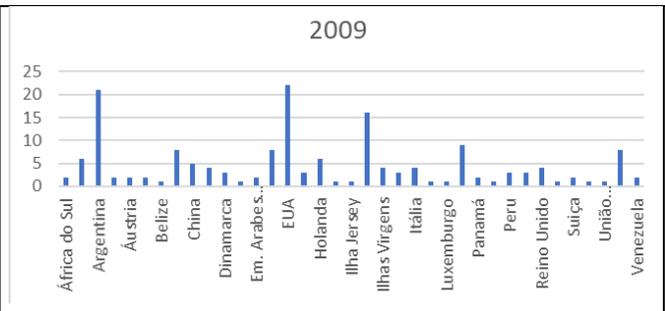
Neste sentido, esta tese, ao apresentar um embasamento multi-teórico, evidencia que fenômenos complexos tais como a internacionalização e a influência da Propriedade Estatal, não devem ser estudados utilizando como suporte apenas uma teoria, a qual se torna insuficiente para explicar os diferentes efeitos que o governo pode apresentar em uma multinacional e em sua subsidiária internacional. Assim, estudos nesta temática devem considerar aspectos multi-teóricos afim de oferecer uma percepção próxima do comportamento e dimensões da atuação das multinacionais e de seus governos.

ANEXO A - DISTRIBUIÇÃO DAS SUBSIDIÁRIAS BRASILEIRAS POR PAÍS AO LONGO DO PERÍODO ANALISADO

Países	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total Geral
África do Sul							1	1	1	2	3	3	3	8	8	9	39
Alemanha		1	1	2	2	2	2	2	4	6	6	6	6	7	9	10	66
Argentina				3	8	9	12	17	20	21	23	24	27	25	27	25	241
Austrália		1	1	1	1	2	2	2	2	2	2	3	4	5	4	4	36
Áustria							1		1	2	5	5	9	10	12	10	55
Bahamas					2	1							1	2	2	2	10
Bélgica		1	1	1	1		1	1	1	2	2	2	3	3	3	2	24
Belize									1	1	1	1	1	1			6
Bolívia																1	1
Canadá											1	1	2	3	3	5	15
Chile				2	3	3	3	5	7	8	9	8	6	7	7	7	75
China						3	4	2	5	5	7	7	5	7	15	16	76
Cingapura							1	2	2		1	2	2	3	2	3	18
Colômbia				1	1	1	2	2	4	4	5	6	8	8	7	10	59
Dinamarca							2	3	3	3	3	3	2	2	1	2	24
Egito										1	1	1	1	1	1	1	7
Em.Arabes						1	1	1	2	2	2	3	3	3	3	3	24
Espanha	1	2	3	4	4	5	6	5	6	8	9	8	11	10	9	8	99
EUA	2	3	2	2	8	13	15	22	20	22	25	25	24	26	28	17	254
França	1	1	1	1	1	3	2	2	3	3	3	4	4	3	3	2	37
Gana														2	2		4
Guiné												1	1	1			3
Holanda					2	3	3	4	4	6	9	9	11	11	12	13	87
Hungria										1	1	1	1	1		1	6
Ilha Jersey								1	1	1			1	1	1	1	8
Ilhas Cayman	3	4	1	8	8	15	11	11	12	16	21	20	20	17	18	17	202
Ilhas Virgens		1	1	1	2	2	1	2	4	4	3	3	3	2	2	2	33
Índia					1	1	1	2	3	3	3	3	5	5	6	4	37
Itália		1	1	1	1	1	1	1	3	4	4	4	4	4	4	4	38
Japão		1	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1		15
Líbano														1	1	1	3
Luxemburgo				1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	3	4	4	23
Malásia													1	2	1	1	5
México	1	2	2	2	3	4	6	6	8	9	11	11	15	15	13	11	119
Moçambique						1	1					1	1	1	2	1	8
Noruega												1	1	1			3
Omã															1	1	2
Panamá	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	1	1				1	15
Paraguai										1	1	2	4	4	3	3	18
Peru				1	1	1	1	1	3	3	4	5	5	7	7	5	44
Portugal			1	2	2	2	2	2	2	3	3	3	4	4	4	4	38
Portugal									1								1
Reino Unido		1	1	1	1	1	1	3	4	4	4	4	6	5	5	5	46
Rep.Dominic														1	1	1	3
Rússia												2	2	2	3	1	10
Suécia					1		1	1	1	1	1	1	1	1	1		10
Suiça							2	2	2	2	1	2	3	3	2	2	21
Tailândia													1	1	1	1	4
Turquia							1	1	1	1	1	1	2	3	3	3	17
UE					1	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Uruguai				1	2	1	1	5	7	8	9	9	12	11	14	16	96
Venezuela		1	1	1	1	2	2	3	3	2	3	3	3	3	4	2	34
Zâmbia												1	1	2	2	1	7
Total Geral	9	21	19	39	60	82	94	116	146	166	191	206	235	251	264	245	2144

ANEXO B - DISTRIBUIÇÃO DAS SUBSIDIÁRIAS POR PAÍS POR ANO





**ANEXO C - NÚMERO DE SUBSIDIÁRIAS POR PAÍS POR MULTINACIONAL DE
PROPRIEDADE DIRETA REPRESENTADAS POR ANO**

Total por País	MNE	2000	2001	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total Geral
Austrália Total					1	1	1	1	1							5
	Embraer				1	1	1	1	1							5
Áustria Total								1		7						
	Petrobras							1	1	1	1	1	1	1		7
China Total					1	1										2
	Embraer				1	1										2
Cingapura Total							1	1								2
	Embraer						1	1								2
Espanha Total					1	1	1	1	2							6
	Embraer				1	1	1	1	2							6
EUA Total		2	1		3	3	3	2	2							16
	Embraer				3	3	3	2	2							13
	Iochpe	1														1
	Vale	1	1													2
França Total		1	1		1	1	1	1	1							7
	Embraer				1	1	1	1	1							5
	Vale	1	1													2
Holanda Total				2	3	2	3	3	3	2	1	2	2	2	2	27
	Embraer				1	1	1	1	1							5
	Petrobras			2	2	1	2	2	2	2	1	2	2	2	2	22
Ilhas Cayman Total		2	3	3	2	4	4	4	4	4	4	2	1	1	1	39
	Embraer					1	1	1	1							4
	Petrobras	2	2	3	2	3	3	3	3	4	4	2	1	1	1	34
	Vale		1													1
Luxemburgo Total												1	1			2
	Petrobras											1	1			2
Uruguai Total												1	1	1	2	5
	Eletrobrás											1	1	1	1	4
	Porto														1	1
Total Geral		5	5	5	12	13	14	14	14	7	6	7	6	5	5	

**ANEXO D - NÚMERO DE SUBSIDIÁRIAS DOS CINCO MAIORES PAÍSES
HOSPEDEIROS DAS MNES BRASILEIRAS DE PROPRIEDADE ESTATAL
INDIRETA**

Países	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total geral
Argentina																	
Braskem							1	1	2		1	1	1	1	1	1	10
BRF											1	1	2	2	2	2	10
Fras					1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Klabin																1	2
Lupatech							1	3	2	4	4	4	4	3	3	1	29
Marcopolo						1	1	1	3	3	3	2	1	2	3	3	23
Marfrig										2	1	1	2	1	1	1	9
Randon				1	1	2	2	2	1	2	2	2	2	2	2	2	21
Totvs				1	1	1	1	2	2	2	2	2	3	1	2	2	20
Tupy				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	13
Vale						1	1					1	1	1	1	1	7
Argentina Total				1	4	6	9	10	13	14	16	16	18	15	18	16	156
EUA																	
Braskem							1	1	1		2	2	2	2	2	2	15
BRQ																1	2
Embraer						3	3	3	2	2	2	3	3	3	3	3	30
Eucatex								1									1
Fibria											1	1	1	1	1	1	6
Forjas													1	1	1		3
Fras				1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	12
Iochpe	1	1	1		1	1	1	1		1	1	1					10
JBS									2	2	3	1	1	1	1		12
Klabin																1	2
Lupatech								1	1								2
Marfrig											1	2	1	1	1		6
Metalfrio							1	1	1	1	1						5
Romi								1	1	1	2	1	1	1	1		9
SP Alpargatas					1	1	1										3
Totvs									1	1	1	1		1	1	1	7
Tupy				2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	24
Vale	1	1		1	1								1	1	1	1	8
Weg						1	1	1									3
EUA Total	2	2	1	1	6	9	11	15	12	12	15	15	14	15	17	13	160
Holanda																	
Braskem							1	1	1		1	1	1	1	3	3	13
Embraer						1	1	1	1	1	1	1	1		1	2	11
Iochpe												1	1	1			3
JBS														2	1		3
Lupatech										2	2	2	2	2	2	2	12
Marfrig										1	2	2	2	1	1	1	10
Oi																1	2
Petrobras									2	2	2	2	1	2	2	2	15
Holanda Total						1	2	2	4	4	8	8	9	9	11	12	70
Ilhas Cayman																	
Braskem					2	3	1	1	2		2	2	1	1	1		16
BRF													2	2	2	2	8
CSN	1	1	1	7		8	4	4	4	5							35
Embraer							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Fibria										2	2	2	2	1	1	2	12
Klabin																1	2
Lupatech								1	1	2	2	2	2	2	2	2	16
Marfrig											1	1	1	1	1	1	6
Petrobras									3	3	4	4	4	2	1	1	19
Vale			1		1	1	1	1									5
Ilhas Cayman Total	1	2	1	8	3	12	7	7	11	13	12	12	11	9	10	10	129
México																	
Braskem											1	1	3	3	5	5	18
Fras							1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	10
Iochpe										1	1	1					3
Marcopolo	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1		17
Metalfrio								1	1			1					3
Romi												1	1	1	1		4
Totvs				1	1	1	1	1	2	2	2	2	2	1	1	1	17
Tupy													3	3	1	3	10
Weg						1	2	1									4
México Total	1	1	1	1	2	3	5	5	5	6	8	7	11	10	10	10	86

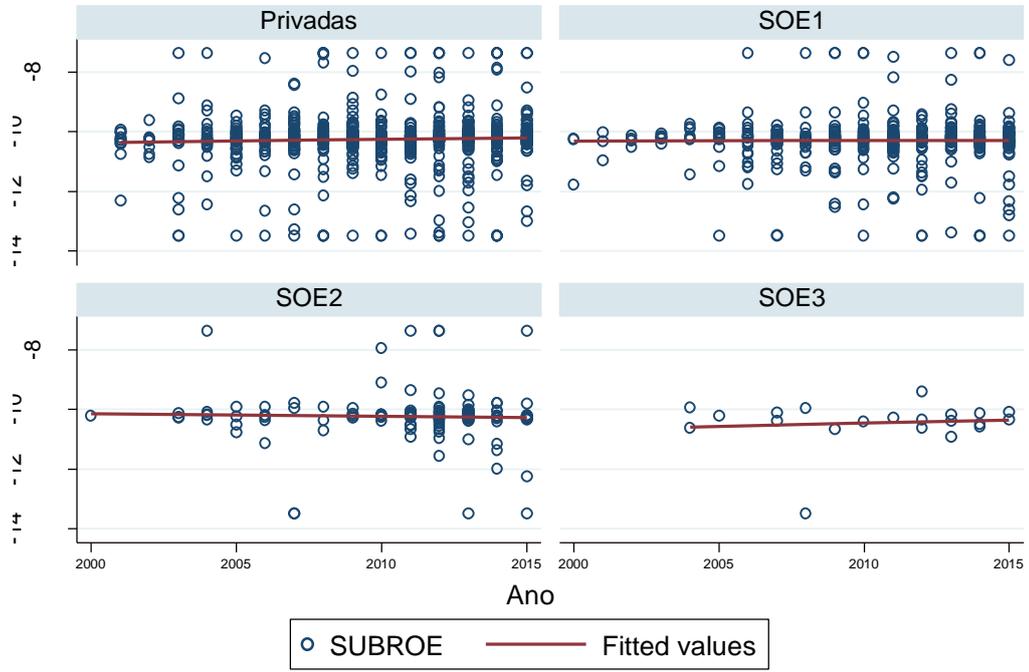
ANEXO E - FATOR DE INFLAÇÃO DE VARIÂNCIA (VIF)

Variáveis	Direta	Indireta
LAT	2.41	1.56
Wendexgat	1.33	1.25
wINTANG	1.39	1.36
wRECEITA	1.38	1.36
wLIQUID	1.30	1.30
wDIRECT	2.10	
Windireto		1.19
Ano		
2001	1.95	1.95
2002	1.92	1.93
2003	2.06	2.06
2004	2.26	2.26
2005	2.29	2.28
2006	2.40	2.39
2007	2.38	2.37
2008	2.35	2.36
2009	2.43	2.42
2010	2.43	2.43
2011	2.37	2.37
2012	2.39	2.38
2013	2.41	2.41
2014	2.43	2.43
2015	2.33	2.33
inttecnol		
2	1.26	1.24
3	1.49	1.37
4	1.19	1.20
Mean VIF	2.01	1.93

**ANEXO F - ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DAS VARIÁVEIS COM
DISTRIBUIÇÃO EM TORNO DA MÉDIA**

Variáveis	Estatísticas Descritivas						
	Média	Desvio	Variância	MAX	MIN	Assimetria	Curtose
<i>SUBROE</i>	-10,28	0,90	0,81	-7,36	-13,48	-0,55	8,90
<i>INICIAL</i>	-10,32	0,81	0,65	-7,36	-13,48	-0,75	8,85
<i>TREND</i>	-0,01	1,24	1,53	6,12	-5,43	0,24	6,68
<i>EXPER</i>	-8,78	0,51	0,26	-8,02	-10,27	-1,08	4,03
<i>MROA</i>	-7,52	7,53	56,64	10,43	-28,77	-0,26	3,94
<i>LEV</i>	-12,43	1,42	2,02	-11,85	-36,62	-14,99	249,23
<i>INTEC</i>	2,46	1,19	1,41	4,00	1,00	-0,05	1,48
<i>GDPCONS</i>	16,16	2,15	4,64	21,08	11,99	0,48	2,58
<i>EXPEND</i>	64,15	7,69	59,07	73,46	36,68	-1,94	7,44
<i>HIGHTEC</i>	-10,31	0,63	0,40	-9,25	-11,66	-0,10	1,99
<i>BILATERAL</i>	0,35	0,48	0,23	1,00	0,00	0,63	1,40
<i>STATLEV</i>	0,55	0,72	0,52	3,00	0,00	1,16	3,77
<i>SOE1</i>	0,33	0,47	0,22	1,00	0,00	0,74	1,54
<i>SOE2</i>	0,09	0,28	0,08	1,00	0,00	2,88	9,32
<i>SOE3</i>	0,02	0,12	0,02	1,00	0,00	7,85	62,68
<i>PITCE</i>	0,24	0,43	0,18	1,00	0,00	1,19	2,43
<i>PDP</i>	0,18	0,38	0,15	1,00	0,00	1,67	3,78
<i>BrMAIOR</i>	0,53	0,50	0,25	1,00	0,00	-0,14	1,02

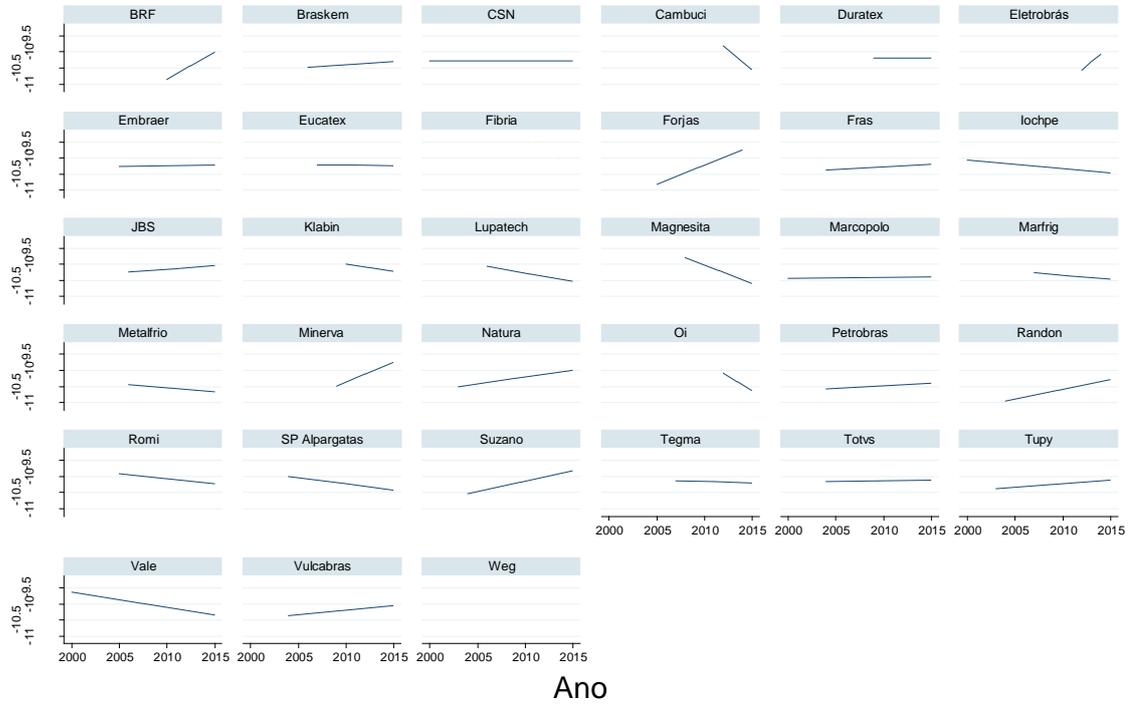
ANEXO G - DISPERSÃO DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS POR GRUPO DE PROPRIEDADE ESTATAL



ANEXO H - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DAS VARIÁVEIS DO ARTIGO 2

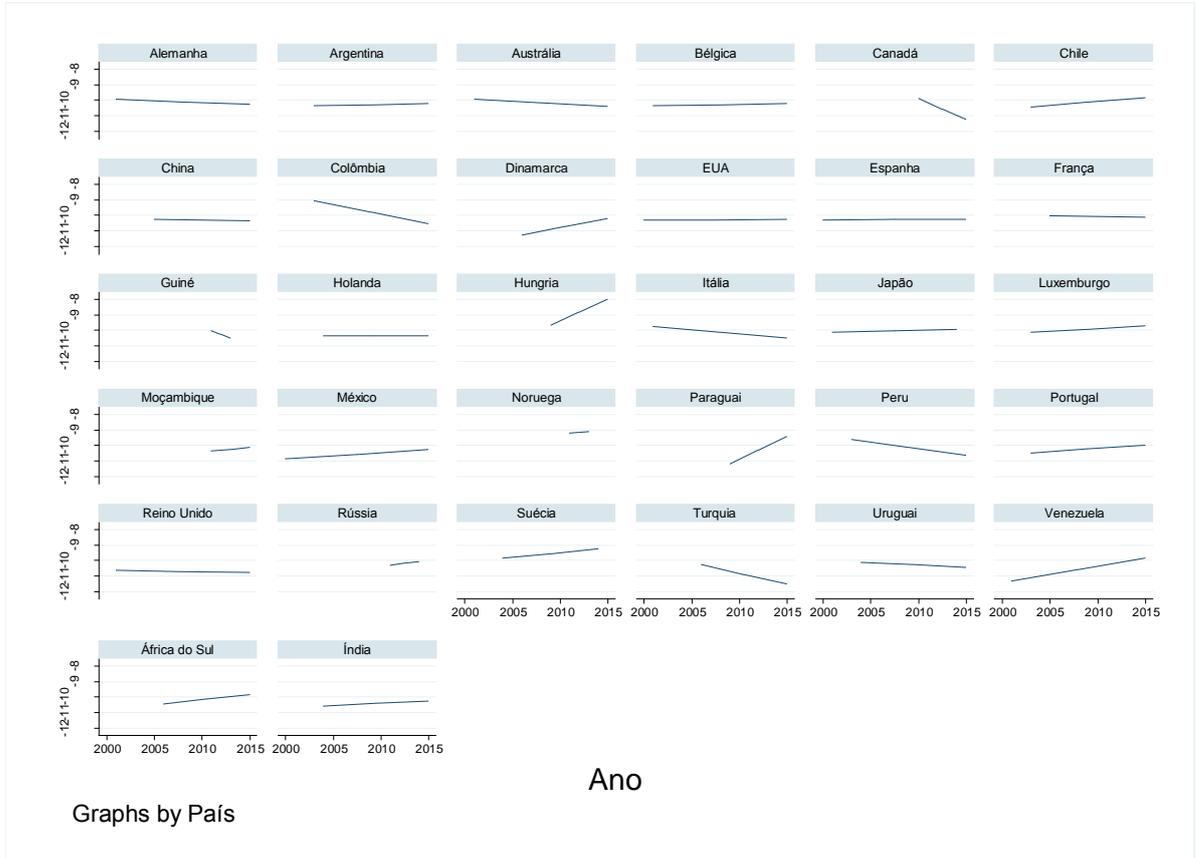
	<i>SUBROE</i>	<i>INICIAL</i>	<i>GROWTH</i>	<i>EXPER</i>	<i>MROA</i>	<i>LEV</i>	<i>inttec</i>	<i>GDPCONS</i>	<i>EXPEN</i>	<i>HIGHTEC</i>	<i>STATLEV</i>	<i>SOE1</i>	<i>SOE2</i>	<i>SOE3</i>	<i>Direta</i>	<i>Indireta</i>	<i>PITCE</i>	<i>PDP</i>	<i>BrMAIOR</i>	<i>bilateral</i>	
<i>SUBROE</i>	1																				
<i>INICIAL</i>	0,1151	1																			
<i>GROWTH</i>	0,7015	-0,1277	1																		
<i>EXPER</i>	0,0234	0,0218	0,0025	1																	
<i>MROA</i>	-0,0066	-0,0833	-0,0024	0,1057	1																
<i>LEV</i>	0,039	-0,0086	0,0285	0,0942	0,2807	1															
<i>inttec</i>	-0,0398	0,0367	-0,0086	0,0715	0,2347	0,131	1														
<i>GDPCONS</i>	0,0499	0,1158	-0,0051	0,0368	0,0591	0,0578	0,1341	1													
<i>EXPEN</i>	-0,0474	0,0109	0,0238	0,0227	-0,122	0,0141	-0,061	-0,0367	1												
<i>HIGHTEC</i>	-0,0452	0,0212	-0,0007	0,0932	0,0382	0,0335	0,185	0,316	-0,0231	1											
<i>STATLEV</i>	-0,015	0,0731	-0,0393	0,0589	0,2269	0,1276	0,0432	-0,0357	-0,0424	0,1715	1										
<i>SOE1</i>	-0,0191	0,0246	0,007	0,1715	0,1959	0,0171	0,0449	-0,0288	-0,0163	0,0711	0,4341	1									
<i>SOE2</i>	0,0123	0,0659	-0,0438	0,1932	0,1164	0,1875	0,0197	0,0412	0,0117	0,0875	0,6292	-0,218	1								
<i>SOE3</i>	-0,0239	0,0097	-0,0177	0,0344	-0,014	0,0186	0,0575	-0,0963	-0,0798	0,1114	0,4262	0,0873	0,0392	1							
<i>direta</i>	-0,0244	0,0105	-0,0193	0,0352	0,0103	0,019	0,0588	-0,094	-0,078	0,1183	0,4296	0,0844	0,0342	0,9951	1						
<i>indireta</i>	0,0074	0,0743	-0,0358	0,009	0,2074	0,1286	0,0625	0,0562	-0,0061	0,1564	0,7988	0,3008	0,7835	0,0337	0,0298	1					
<i>PITCE</i>	-0,0166	-0,0438	-0,0036	0,0661	0,2678	0,0556	0,1075	-0,0013	-0,0954	0,0408	-0,068	-0,063	0,0511	0,0262	0,0309	0,0607	1				
<i>PDP</i>	0,025	0,0177	-0,0219	0,0248	0,1314	0,0518	0,0389	-0,0015	-0,0014	0,0093	-0,0548	0,0173	0,0656	0,0276	0,0281	0,0619	0,2657	1			
<i>BrMAIOR</i>	0,0099	0,0472	0,0159	0,0835	0,3895	0,0956	0,1211	0,0084	0,0791	-0,069	0,1181	0,0523	0,1001	0,0093	0,0007	0,1237	0,6085	0,5016	1		
<i>bilateral</i>	-0,0307	-0,0017	0,0202	0,0904	0,0714	0,0234	0,0212	-0,0156	0,2717	0,4445	0,0828	0,0361	0,0475	0,1336	0,1381	0,0542	0,0341	0,0127	-0,0415	1	

ANEXO I - TENDÊNCIA DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS POR ANO SUBDIVIDIDO POR MNE



Graphs by Empresa

ANEXO J - TENDÊNCIA DO DESEMPENHO DAS SUBSIDIÁRIAS NO PERÍODO DE 2000-2015 SUBDIVIDIDOS POR PAÍS



ANEXO K - DISTRIBUIÇÃO NORMAL PADRÃO DOS MODELOS MULTINÍVEIS ANALISADOS

